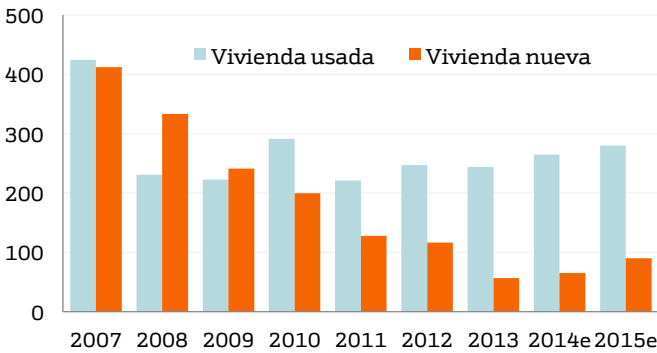


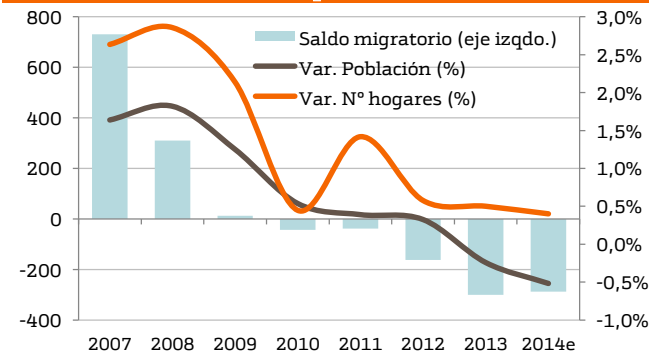
Punto de inflexión en el sector inmobiliario ¿Una oportunidad para invertir?

Gráfico 1: Demanda: evolución y perspectivas



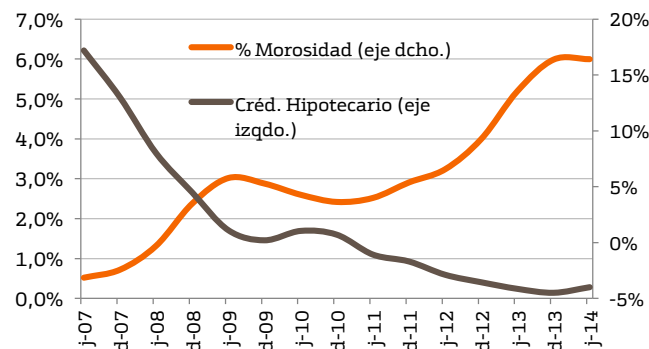
Fuentes: Síntesis de indicadores del Banco de España, Ministerio de Fomento, Consejo General del Notariado y estimaciones Análisis Bankinter

Gráfico 2: Estimaciones de población



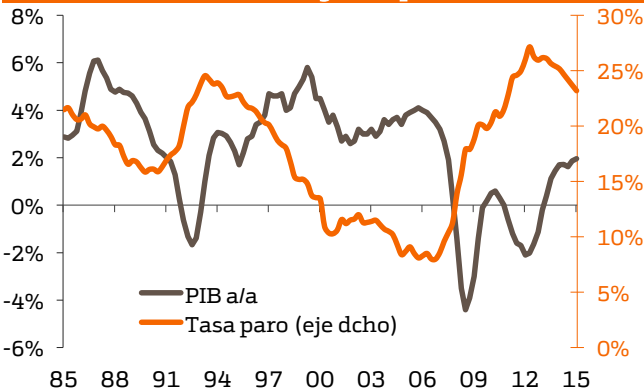
Fuentes: Estimaciones de población del INE y elaboración propia

Gráfico 3: Evolución del crédito hipotecario a familias (var. a/a) y morosidad hipotecaria



Fuente: Banco de España

Gráfico 4: Evolución del PIB y el empleo



Fuentes: INE y estimaciones Bankinter (años 2014-15)

Resumen: El sector inmobiliario español está iniciando un cambio de tendencia hacia una etapa de recuperación. La reactivación del sector será muy gradual, condicionada por unos niveles de desempleo todavía elevados, el descenso de la población residente y un stock de vivienda disponible sobredimensionado. Sin embargo, los síntomas de estabilización comienzan a ser tangibles: la demanda de vivienda está creciendo con respecto a 2013, el descenso de los precios se ha moderado de forma significativa y el entorno económico seguirá mejorando en los próximos 18 meses. Por último, la inversión extranjera en inmuebles se está acelerando y la presión alcista que ya comienza a reflejarse en los precios de activos inmobiliarios como oficinas, centros comerciales y hoteles, se trasladará en los próximos trimestres al mercado residencial de calidad. En consecuencia, el sector inmobiliario ofrece de nuevo oportunidades atractivas. La inversión directa en activos de calidad y buenas ubicaciones, la diversificación de riesgos y contemplar un horizonte temporal no inferior a 5 años son principios esenciales para aprovechar esta tendencia de recuperación.

Tras un 2013 negativo, 2014 adelanta el cambio de tendencia

El año 2013 puede considerarse el punto más bajo en la historia reciente del sector inmobiliario residencial en España. El ajuste a la baja de los precios de la vivienda continuó (-30,6% desde 1T'08) aunque el descenso se va moderando progresivamente. Las ventas de vivienda alcanzaron su mínimo desde que existen registros históricos, con un retroceso de -17%, provocado por un desplome superior al 50% en las ventas de vivienda nueva (ver gráfico 1). La recesión económica, el elevado nivel de desempleo y el efecto negativo del aumento del IVA y la finalización de los incentivos fiscales a la compra de vivienda fueron los detonantes de esta caída. Tras un año de duro ajuste como fue 2013, la cuestión clave es determinar si el ciclo inmobiliario ha tocado fondo y cuándo va a comenzar a recuperarse. En nuestra opinión, el sector inmobiliario residencial español se encuentra en un punto de inflexión. Los síntomas de estabilización a los que nos referíamos en el informe sobre el sector inmobiliario residencial publicado en diciembre de 2013 se están confirmando, y 2014 representa un cambio de tendencia en la demanda y los precios que ganará mayor fuerza en los 2 próximos años.

Hacia una recuperación gradual de la demanda.

La demanda de vivienda total aumentará este año por primera vez desde el año 2010 y las ventas de vivienda nueva deberían registrar el primer incremento desde el año 2007. En nuestra opinión, las cifras de ventas de viviendas de los primeros meses del año corroboran que nos encontramos en un cambio de tendencia, que no vendrá definido por un rápido despegue de la demanda, sino por una recuperación más lenta que en ciclos anteriores. En primer lugar, los fuertes incrementos de las ventas de vivienda que se han registrado en el periodo enero-mayo (+25,6% acumulado frente a 2013 según las cifras del Consejo General del Notariado) están desvirtuados por la comparativa con unas cifras del 1T'13 especialmente negativas y se irán modulando en los próximos meses. Además, la demanda de vivienda no volverá a alcanzar las cifras de la etapa de mayor apogeo del sector inmobiliario en los años 2005-2007, debido a 2 frenos estructurales:

:: Descenso de la población.- Las estimaciones publicadas por el INE para los próximos años prevén un descenso y un progresivo envejecimiento de la población, ya que el número de residentes en España con edades comprendidas entre los 25 y 49 años (edad en la que se concentra la demanda) se reducirá en más de 4 millones de personas entre los años 2014 y 2023. Por último, la población residente en España también se reducirá por la emigración, ya que el INE estima que entre los años 2014 y 2016, habrán abandonado nuestro país unas 825k personas.

:: Disponibilidad de crédito.- La financiación hipotecaria se seguirá concentrando en las ventas de activos adjudicados que realicen las entidades con mayor exposición al sector inmobiliario. El crédito hipotecario continúa descendiendo y no creemos que se vaya a reactivar de forma significativa en el corto plazo debido a la fase de desapalancamiento en la que nos encontramos, a que la morosidad todavía ya no crece pero no ha comenzado a reducirse (gráfico 3) y a que las medidas adicionales anunciadas por el BCE (TLTROs) no están destinadas al crédito para la adquisición de vivienda.

Sin embargo, estos obstáculos no impedirán que las ventas repunten de forma progresiva desde los mínimos actuales hasta un nivel próximo a 330k en 2014 y 365k en 2015. De esta cifra total, las ventas de viviendas nuevas deberían situarse en una cifra cercana a 65k en 2014 y 90k/100k en el año 2015. Esta recuperación gradual vendría motivada por 3 factores:

:: Mejora de la economía. La economía española acumula ya 3 trimestres consecutivos en fase de expansión y el PIB crecerá unas tasas de +1,3% y +2,1% durante los años 2014 y 2015 respectivamente (gráfico 4), según nuestras estimaciones publicadas en el informe de estrategia de inversión.

https://broker.bankinter.com/stf/plataformas/broker/analisis/analisis_bankinter/estrategia_trimestral/estrategia_inversion_trim.pdf

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal de este informe)
 Pilar Aranda Rafael Alonso

Ramón Forcada Eva del Barrio Ana de Castro
 Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

(Pág. 1 de 3)

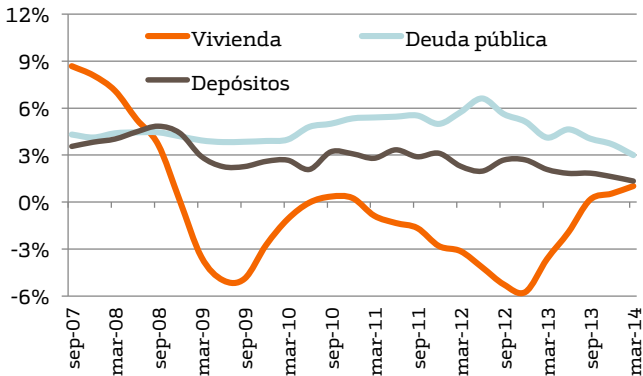
<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cai/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

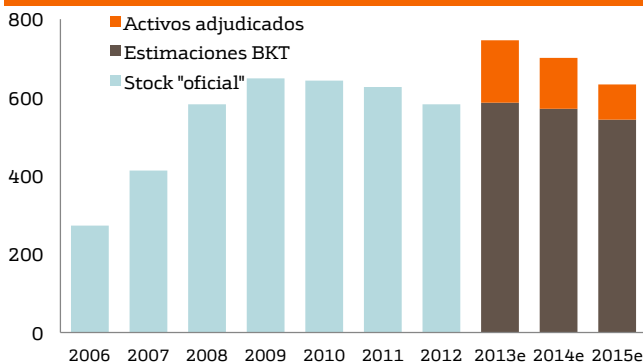
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 5: Rentabilidad por activos



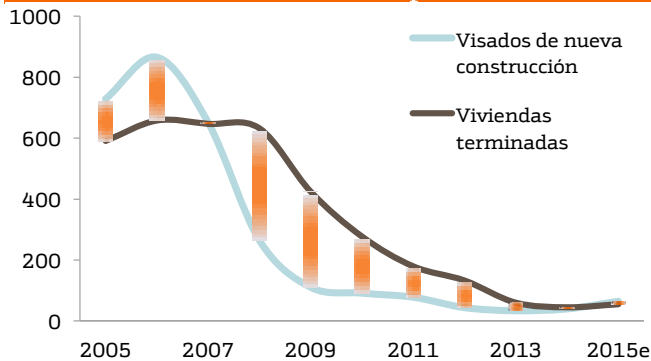
Fuente: Banco de España

Gráfico 6: Stock de vivienda



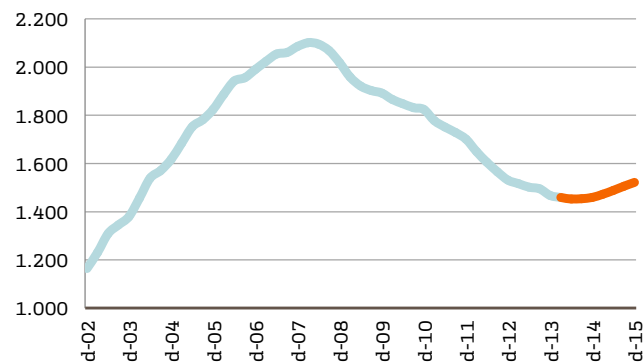
Fuente: Datos históricos del Ministerio de Fomento (2006-12) y estimaciones Bankinter (años 2013-15) incluyendo adjudicados

Gráfico 7: Evolución de la actividad promotora



Fuentes: INE y Ministerio de Fomento

Gráfico 8: Evolución estimada del precio (€/m²)



Fuentes: INE y estimaciones Bankinter (2014-2015, en color naranja)

Este crecimiento está comenzando a tener una influencia directa en el empleo, variable determinante para el mercado inmobiliario. En el primer semestre del año, el número de parados se ha reducido en 250k personas y el número de afiliados a la Seguridad Social ha aumentado en 327k. Aunque una parte significativa de la creación de empleo es temporal, esta mejora del mercado laboral permitirá que la tasa de paro se reduzca desde 25,9% hasta 22,2% a finales de 2015, lo que podría favorecer la demanda.

:: Compras por parte de extranjeros. Las compras de vivienda por parte de extranjeros y no residentes se redujeron a una tasa anual compuesta de -40% entre 2007 y 2009, pero han registrado crecimientos de doble dígito en los 2 últimos años, de forma que las compras realizadas por extranjeros y no residentes ya suponen el 16% del total. A pesar del saldo migratorio negativo, estimamos que la demanda de vivienda por parte de extranjeros aumentará en los próximos trimestres, debido a los atractivos precios tras una larga fase de ajuste, el notable crecimiento económico registrado en países como Alemania y Reino Unido y el atractivo de España como destino vacacional por el clima y la mayor seguridad que en otros destinos del Mediterráneo. Por último, la concesión de visados de residencia a compradores de activos inmobiliarios de valor superior a 500.000 € puede atraer a los inversores asiáticos con mayores patrimonios.

:: Mayor atractivo de la vivienda como bien de inversión. La combinación de precios bajos en el sector inmobiliario y el acusado descenso en la rentabilidad de otros activos financieros como los depósitos bancarios y la deuda pública está creando un contexto de mercado en el que la única forma de obtener rentabilidades que superen las tasas de inflación en el medio plazo sea la inversión en activos de riesgo como la renta variable o el sector inmobiliario. La convergencia entre la rentabilidad de los activos inmobiliarios y los principales activos financieros (gráfico 5), contribuirá a acelerar la demanda de vivienda en los próximos años.

¿Ha terminado el ajuste de precios? ¿Volverán a subir?

La recuperación de los precios inmobiliarios es una realidad en algunos países de nuestro entorno cuya salida de la crisis ha sido más rápida. El índice de precios inmobiliarios elaborado por la consultora Knight Frank, que cubre 56 países, experimentó en 2013 el mayor incremento anual desde mediados de la década de los 90. En 11 de estos países, el incremento de los precios superó +10% y constituye incluso un motivo de preocupación. Ejemplos de ello son Alemania, donde el Bundesbank ha alertado acerca de una posible sobrevaloración de un 20% en los precios de las grandes ciudades, y Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra pretende limitar la concesión de hipotecas de mayor riesgo para frenar la escalada de los precios inmobiliarios en Londres. Sin embargo, las rápidas subidas de precios que se están registrando en otros países de la UE y en EE.UU. no son directamente extrapolables a España, donde los aumentos de precios se verán limitados por 2 razones:

:: Esfuerzo necesario para la adquisición de vivienda. Precios más baratos no implican necesariamente que las viviendas sean más asequibles. El fin de los incentivos fiscales a la compra de vivienda y la moderación salarial hacen que el ratio de esfuerzo financiero siga siendo alto: los costes de adquisición de una vivienda equivalen a un 33,8% de la renta familiar anual ó 5,9 años de renta familiar disponible (ver gráfico 9).

:: Descuentos en los precios de los activos adjudicados. El descuento en el valor de los activos inmobiliarios transferidos al SAREB (54,3% en vivienda, 63% en obra en curso) provocará que en los próximos trimestres salgan al mercado viviendas con unos precios reducidos.

Sin embargo, aunque no sea razonable esperar una fuerte recuperación de los precios inmobiliarios en el corto plazo, consideramos que estamos asistiendo actualmente al cambio de tendencia al que nos referíamos en el informe sobre el sector inmobiliario publicado en diciembre de 2013: 2014 será un año de progresiva estabilización y en 2015 llegarán los primeros repuntes interanuales, causados por una confluencia de factores:

:: Aumento de la inversión extranjera. La inversión extranjera en inmuebles está recibiendo un fuerte impulso a lo largo de 2014. La rentabilidad potencial que ofrece el mercado español, la oportunidad de adquirir edificios emblemáticos a precios todavía razonables, el cambio de ciclo que se está produciendo en España y la elevada liquidez que poseen inversores institucionales explican esta tendencia, que ha tenido su ejemplo más representativo en la adquisición del Edificio España por 265 M€ por parte de un inversor chino. Según un informe de la consultora Richard Ellis, las compras de activos no residenciales alcanzaron en el primer semestre un volumen de 3.226 M€, lo que representa un aumento de +122% con respecto a 2013. Aunque la inversión se está concentrando en mayor medida en oficinas, centros comerciales y hoteles, el interés de los inversores internacionales acabará trasladándose al mercado de la vivienda.

:: Escasez de nueva oferta. El stock de vivienda disponible en el mercado español se mantuvo estable en 2013 en una cifra que estimamos en 740k unidades, si añadimos a las cifras oficiales del Ministerio de Fomento los activos adjudicados de las entidades financieras y de SAREB.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)
Pilar Aranda Rafael Alonso

Ramón Forcada
Belén San José

Eva del Barrio Ana Castro
Ana Achau (asesoramiento)

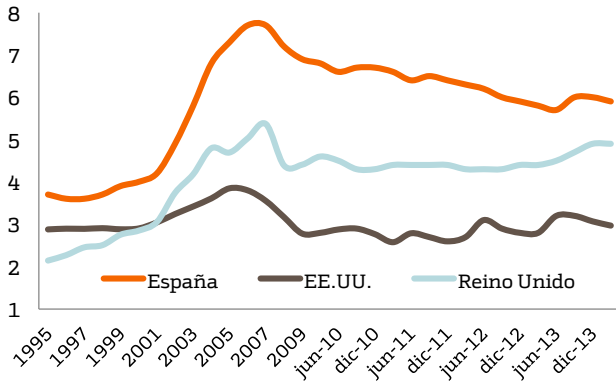
<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

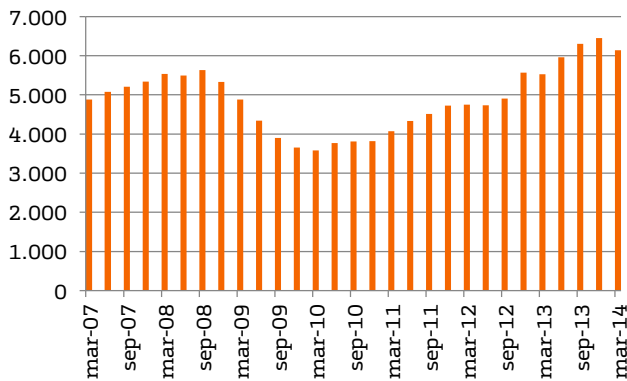
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Gráfico 9: Esfuerzo medido en años de renta familiar disponible para pagar la vivienda.



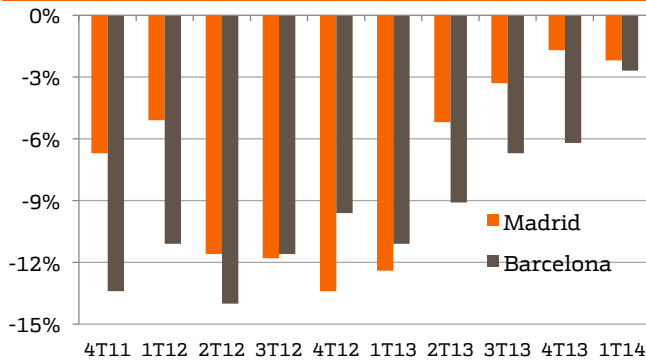
Fuentes: Banco de España, Bloomberg, NAR y Nationwide

Gráfico 10: Inversión extranjera en inmuebles



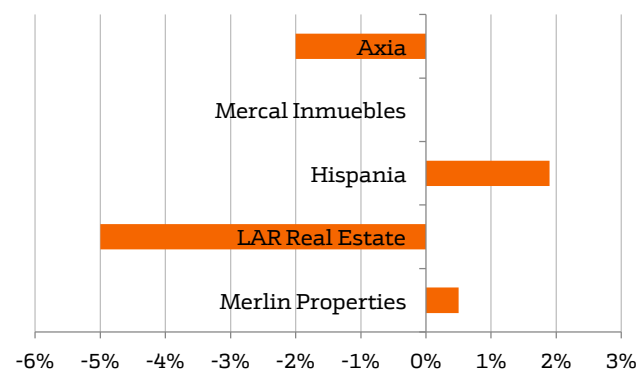
Fuentes: BdE. Acumulado 12 meses. Datos en mill. de euros

Gráfico 11: Evolución de los precios de la vivienda en Madrid y Barcelona (tasa a/a)



Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico 12: Evolución bursátil de las SOCIMIS desde su salida a cotización



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, hay que tener en cuenta que una parte significativa de este stock, en nuestra opinión no inferior a 100k viviendas, se concentra en promociones "poco deseables", ubicadas en zonas muy alejadas de las ciudades, que probablemente sólo podrán ser comercializadas en el largo plazo a precios de derribo, por lo que el stock en zonas con mayor demanda es menor.

Este stock "vendible" comenzará a reducirse este año debido al brusco frenazo en la actividad promotora: el número de viviendas terminadas descendió en 2013 hasta 60k, la décima parte que el máximo histórico del ciclo inmobiliario. Además, los visados de obra nueva autorizados por el Colegio de Arquitectos apenas superaron los 30k durante todo el año 2013, por lo que no es previsible que se reactive la actividad promotora ni que la oferta de vivienda se incremente de forma sustancial durante 2014 y 2015.

:: Síntomas de recuperación en grandes ciudades. El parón en la promoción residencial y la menor propensión a la venta de viviendas de segunda mano en la fase bajista del ciclo ya está provocando restricciones de oferta en localizaciones *prime* de las grandes ciudades y centros turísticos, lo que permite anticipar que la tendencia de los precios en las mejores localizaciones será creciente. El comienzo de la recuperación ya se está reflejando en los precios inmobiliarios de Madrid y Barcelona, cuya fase de descenso interanual ha terminado prácticamente e incluso han llegado a registrar algún repunte en tasa trimestral (gráfico 11).

En definitiva, consideramos que la tendencia bajista de los precios terminará en el segundo semestre de este año y que en 2015 asistiremos a los primeros repuntes de precios, que no superarán la tasa de +4% en términos totales, pero sí serán significativos en determinadas localizaciones *prime*.

¿Es momento de invertir? ¿Cómo aprovechar este ciclo alcista?

La identificación del *timing* exacto para invertir en un sector de ciclos largos como el inmobiliario es muy complicada. Pero lo verdaderamente relevante no es determinar cuál es el momento más bajo del ciclo, sino asumir que nos encontramos en un punto de inflexión y que las primeras subidas en los precios medios de la vivienda llegarán en un plazo aproximado de 9-12 meses. Un segundo aspecto importante a tener en cuenta es que los índices de precios medios incluyen también las transacciones de viviendas de escaso valor, por lo que diluyen el incremento de precio que se está produciendo en los activos con mejores ubicaciones. En nuestra opinión, la mejora experimentada en el segmento de oficinas y comercial se extenderá al sector residencial en el corto plazo, presionando al alza los precios de las viviendas de calidad.

Ante esta expectativa de recuperación, es esencial conocer qué tipo de activos del sector inmobiliario son más convenientes. En nuestra opinión, los activos más líquidos que están al alcance de pequeños inversores todavía presentan riesgos significativos y un potencial limitado en el corto plazo. Las principales compañías cotizadas del sector inmobiliario han avanzado en su proceso de saneamiento, pero todavía presentan un endeudamiento muy elevado y el crecimiento de sus ingresos será limitado en el corto y medio plazo por la limitada demanda de vivienda y la modesta revisión al alza de las rentas por alquiler ligadas a la inflación. Otra alternativa para el inversor interesado en el sector inmobiliario serían las SOCIMI (sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario). Estas sociedades, cuyas salidas a bolsa se han acelerado en los últimos meses, presentan algunas ventajas para el inversor, entre las que destacan el estar admitidas a negociación en un mercado regulado, obligadas a distribuir como dividendos el 80% de los beneficios que no se reinviertan y estar exentas del pago del Impuesto de Sociedades.

Sin embargo, las SOCIMIS que han comenzado a cotizar en el mercado español han captado capital con el objetivo de invertirlo posteriormente, pero hasta el momento se desconoce qué activos concretos formarán parte de su cartera o van a ser adquiridos próximamente, (con la excepción de Merlin Properties, que ha adquirido una cartera de oficinas en alquiler de BBVA). Por lo tanto, no es posible valorar si el precio actual de las acciones es atractivo y presenta un potencial de revalorización relevante. Además, el volumen de negociación de estas acciones es todavía escaso, debido a su menor tamaño y a que el *free float* es muy reducido por el control ejercido por grandes inversores institucionales.

En consecuencia, consideramos que la alternativa más conveniente es la inversión directa en activos inmobiliarios residenciales. El progresivo repunte en la rentabilidad por alquiler de la vivienda junto con la subida de precios que estimamos se producirá en los próximos años por el mayor interés de los inversores institucionales, la mejora de la situación económica y las restricciones de oferta en zonas *prime* de las grandes ciudades y localizaciones costeras atractivas permiten pensar que el sector inmobiliario vuelve a resultar una oportunidad de inversión interesante. No obstante, creemos que esta inversión debe ser realizada por inversores que realicen una rigurosa selección de los activos y que dispongan de un patrimonio elevado y un horizonte temporal no inferior a 5 años.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe)
Pilar Aranda Ana de Castro

Ramón Forcada
Belén San José

Eva del Barrio Rafael Alonso
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
Avda. Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<https://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.