

# INVERSIÓN

Nº 1.123. DEL 25 AL 31 DE ENERO DE 2019

3,5€

**finanzas.com**  
EL SEMANARIO LÍDER DE BOLSA, ECONOMÍA Y GESTIÓN DE PATRIMONIOS

**Bloomberg Businessweek**  
EN ALIANZA CON



# VIVIENDA

## LOS RIESGOS DE LA SUBIDA



AHORA MÁS QUE NUNCA HAY QUE **AFINAR** EN LA INVERSIÓN PARA **NO QUEDARSE ATRAPADO** COMO EN LA ÚLTIMA CRISIS



Olivier Cassé, Generali  
«El envejecimiento ofrecerá oportunidades a los inversores»

¿TENDRÁ CONTINUIDAD EL REBOTE EN LAS BOLSAS?

LOS PEQUEÑOS VALORES QUE SE HAN DISPARADO EN ENERO

pressreader PRINTED AND DISTRIBUTED BY PRESSREADER Press-Reader.com +1 604 278 4604 COPYRIGHT AND PROTECTED BY APPLICABLE LAW

EN PORTADA

# VIVIENDA

## LOS RIESGOS DE LA SUBIDA



Cristina Vallejo  
@acvallejo

Los precios tanto en venta como en alquiler se están empezando a tensionar de manera importante sobre todo en las principales ciudades españolas, convirtiendo al mercado inmobiliario en inaccesible para gran parte de la población, y ello mientras se anticipa una desaceleración económica a nivel global. ¿A qué peligros se enfrenta el inversor en este contexto?

**V**ictor Alvargonzález, fundador de Nextep, comenta hace un par de números, al hablar de los activos con los que se puede obtener rentabilidad este año, que el mercado inmobiliario durante el ejercicio 2019 continuará dando buenos rendimientos, porque tendrá el apoyo de la salida de dinero de los depósitos que buscarán mejores retornos en activos considerados seguros, como el «dadrillo». Pero Alvargonzález observa que en este punto de apoyo con que cuenta la vivienda se encuentra también su principal debilidad: la recuperación del mercado inmobiliario ha venido en gran medida del dinero inversor y no tiene un respaldo igual de potente por parte de la demanda final. «Para que los precios puedan seguir subiendo, el mercado tiene que contar con demanda finalista de algún tipo, tanto en alquiler como en régimen de compraventa, para uso vacacional o para uso residencial. Y, efectivamente, parte del crecimiento en muchas zonas no ha sido por demanda finalista, sino por demanda inversora», ratifica Fernando Rodríguez de Acuña, de RR Acuña y Asociados.

Pero Rodríguez de Acuña distingue entre dos tipos de inversores que asumen una coyuntura diferente: por un lado, los que han actuado «con cabeza», que han buscado la potencialidad que ofrece el alquiler, una decisión de acertada; y, por otro lado, los inversores que buscan la plusvalía por la revalorización del activo, algo más difícil. ¿Corre el riesgo alguno de ellos de quedarse colgado con su vivienda, como desgraciadamente ocurrió con mucha frecuencia en la crisis que estallaba en 2008?, ¿se va a repetir la historia? Hay síntomas de que algo así puede suceder: los alquileres se han colocado en niveles estratosféricos en algunas zonas, mientras que los salarios no han subido; las compraventas se están desacelerando; los bancos avisan de que podrían restringir la concesión de créditos; y por delante se avecina una desacele-

ración económica que parece ser más importante de lo previsto.

### MENOR RENTABILIDAD

De acuerdo con Rodríguez de Acuña, el riesgo que asume el inversor más patrimonialista es que el recorrido de las rentas ya es muy limitado en muchas zonas, lo que implicaría que parte de la demanda, de los compradores en busca de rentabilidades por el alquiler, estaría empezando a asumir riesgos: al menos, el de tener que empezar a asumir una disminución de la rentabilidad o del retorno esperado. Rodríguez de Acuña precisa que, a diferencia de lo que sucedía en el año 2008, en estos momentos sí hay demanda de alquiler: antes de la crisis pasada, cualquiera accedía al crédito, pero eso no ha sido así en los últimos años, y la gente excluida no ha tenido más remedio que decantarse por vivir en renta. Por lo tanto, el peligro no está en que no se pueda alquilar la vivienda que se ha comprado, el peligro está en que los alquileres pueden bajar.

Carlos Smerdou, de Foro Consultores, coincide en que el alquiler podría haber tocado techo. Sin embargo considera que la fortaleza de la demanda, que cree que persistirá, ayudará a minimizar el riesgo, ya que ello implica que los precios de los alquileres no tienen

**LOS INVERSORES  
MÁS  
PATRIMONIALISTAS  
Y LOS MÁS  
AGRESIVOS  
ENFRENTAN  
RIESGOS  
DIFERENTES EN  
ESTA COYUNTURA**

10



INVERSIÓN &amp; FINANZAS.COM • Nº 1.123 • DEL 25 AL 31 DE ENERO DE 2019

## LOS RIESGOS

### En alquiler

- ▶ Los alquileres se encuentran en niveles muy altos y en las zonas más calientes empiezan a bajar.
- ▶ En este entorno, los inversores tendrán que reducir sus expectativas de rentabilidad.
- ▶ No hay peligro de quebranto en el patrimonio, pero los inversores que hayan financiado la operación con deuda y cuenten con sus ingresos por el alquiler para hacer frente a la hipoteca pueden tener riesgo.

### En compraventa

- ▶ El mercado inmobiliario, dicen algunos analistas, se ha sostenido sobre la demanda inversora, pero la final es débil, con lo que se corre el riesgo de, cuando se quiera revender, no haya comprador solvente.
- ▶ Los precios empiezan a ser exigentes en algunas zonas y podrían no sostenerse, lo que implicaría tener que asumir eventuales pérdidas.
- ▶ Los precios bajan y luego se recuperan: hay que medir la capacidad de aguante.

mucho potencial a la baja. Ello también a diferencia de la crisis de 2008, cuando afloró mucha oferta de pisos en alquiler porque su salida en venta era muy difícil sin una rebaja sustancial.

Para ilustrar este problema, la cercanía del techo del alquiler, Patricio Palomar, de Aire Partners, pone el ejemplo de las oficinas: su rentabilidad se encuentra en niveles similares a los del pico del anterior ciclo, mientras que las rentas se encuentran un 15 por ciento por debajo de los máximos históricos. Ello implica, a juicio de Palomar, que no hay mucho recorrido al alza. Y, en su opinión, lo que sucede en la vivienda es todavía peor. Explica que no hay producto para grandes inversores y que éstos ya están empezando a pagar muy caro, mermando su potencial retorno. A ello se une que los alquileres «están subiendo muchísimo», que las tasas de esfuerzo están incrementándose, hasta el punto de que «la población no puede pagarlos», ya que los salarios no se incrementan al mismo ritmo. Afirma que hay necesidad de crear más suelo y más oferta para que la evolución de los precios sea más racional.

Según Palomar, el inversor, en estas circunstancias, «no sufrirá un quebranto en su inversión, pero quizás en lugar de lograr una rentabilidad del 7 por

ciento se tendrá que conformar con una del 4 por ciento». Según Antonio López, de Forcadell, la rentabilidad del alquiler ya está en el 3,5 por ciento.

Este inconveniente puede ser más grande en el caso de que la inversión se haya hecho con deuda y contando con que se logrará un determinado precio de alquiler para ir amortizando la hipoteca. Palomar insiste en que el problema de quienes han comprado para alquilar podría estar en aquellos inversores que se han endeudado para realizar su inversión: podríamos entrar en un escenario, advierte este analista, en el cual las rentabilidades se reducen y el coste de la financiación del crédito se incrementa, un contexto que se puede materializar si el precio oficial del dinero sube.

En principio, dice Rodríguez de Acuña, el inversor podría tener que asumir menor rentabilidad, pero no minusvalías en su inversión si después de unos años sacando provecho del inmueble en alquiler se pone en venta. Quizás únicamente se sufrirían pérdidas en el caso de que haya comprado muy caro. Y sí, ya se ha podido comprar muy caro. Rodríguez de Acuña pone el ejemplo de los desarrollos inmobiliarios en Pozuelo de Alarcón, donde los precios son ya exagerados.

Por tanto, atención a los cálculos que se hagan a partir de ahora si se quiere realizar una inversión inmobiliaria. César Hernández, de Sociedad de Tasación, advierte de que en algunos lugares los precios del alquiler no se van a poder mantener, porque se encuentran en el límite a partir del cual quizás no se puedan pagar, lo que invita a pensar que se van a tener que frenar. Y ello, además, cuando el precio de las viviendas ha subido mucho, lo que también juega en detrimento de las rentabilidades esperadas. Fernando Encinar, de Idealista, señala que el inversor ahora ha de discernir muy bien el producto que compra y calcular la rentabilidad esperada a corto y a largo plazo, porque ya no todos los merca- ▶

**LOS INVERSORES  
QUE APUESTAN POR  
EL ALQUILER  
TENDRÁN QUE  
REDUCIR SUS  
EXPECTATIVAS: LAS  
RENTAS ESTÁN  
LLEGANDO AL  
LÍMITE**

**EN PORTADA**

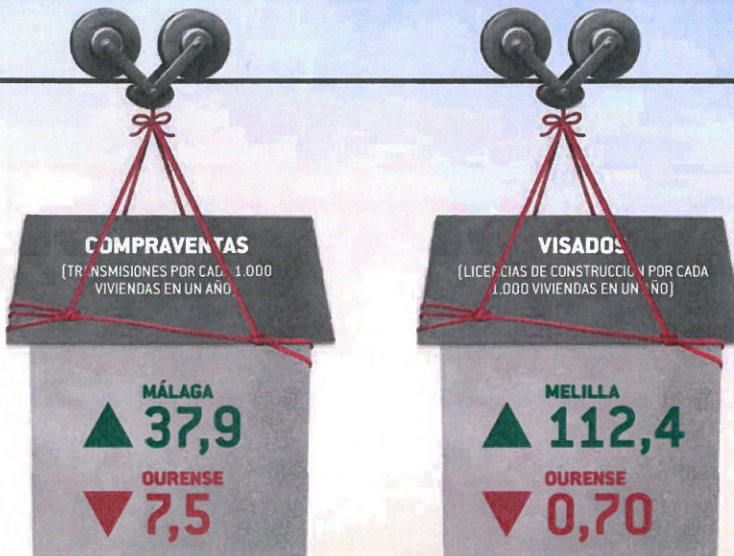
dos están igual. «Hay que mirar calles y barrios. Es un momento para analizar muy bien los activos. No estamos como en 2014 o 2015, cuando la inmobiliaria fue una buena inversión», añade Encinar. Este experto cree que inversiones ahora con menos riesgo serían en ciudades de costa, dada la demanda vacacional, así como los municipios alrededor de los grandes mercados.

**REDUCCIÓN DE EXPECTATIVAS SOBRE LOS PRECIOS**

Si los inversores que buscan rentabilidad tienen muy probablemente que rebajar sus expectativas, algo parecido ocurre con los que han invertido en vivienda para obtener una plusvalía cuando revenden el inmueble. «Entre finales de 2017 y principios de 2018, las previsiones de evolución de los precios eran espectaculares, pero desde entonces se han revisado a la baja. Siguen siendo positivas, pero no tan brutales como hace un año y medio. La demanda potencial está ahí, pero las previsiones previas son muy difíciles de justificar», afirma Rodríguez de Acuña.

Patricio Palomar coincide en que la situación actual del mercado no es tan positiva como en los tres años anteriores y apunta que, en gran medida, ello obedece a la coyuntura que atraviesan los países europeos: la inestabilidad del Reino Unido con el Brexit; el conflicto social de Francia, cuyo retail tiene muchos intereses en España; y la desaceleración de Alemania, un gran inversor en España, que podría reducir su apuesta o incluso materializar alguna desinversión. A ello se une el riesgo promotor: Palomar observa que los costes de ejecución de obra ha aumentado porque el mercado laboral se ha tensionado y porque el precio del suelo ha subido mucho. Según Palomar, a las promotoras les puede ser difícil trasladar el incremento de los costes al precio final de la vivienda, porque ésta ya ha subido mucho y el comprador posiblemente no puede pagar precios más altos. En definitiva, los promotores podrían verse obligados a disminuir sus márgenes. Y ello es, por supuesto, una pista para los inversores particulares.

Además, en estas circunstancias, afirma Smerdou, al inversor más especulativo, al que quiere comprar para vender rápido, se le puede hacer difícil cumplir con su objetivo de ganar con la venta de la vivienda que había comprado previamente, sobre todo teniendo en cuenta el 10 por ciento de IVA que



*Escogemos en cada cuestión a la provincia con mejor y peor registro, según datos de Tinsa para el cuarto trimestre de 2018.*

ha tenido que pagar por comprar el piso y el impuesto de plusvalías que tendrá que abonar una vez vendida la vivienda.

Carlos Smerdou lleva observando que el ritmo de ventas se ha reducido desde el mes de septiembre, lo que considera que es positivo, porque ello va a ayudar a contener la evolución del precio del suelo. De acuerdo con este experto, si bien los primeros que compran son los que buscan una vivienda de reposición, es decir, cambiarse de piso, quienes están buscando su primera vivienda están viendo dificultades para hacerlo, debido a la fuerte subida de los precios que se ha registrado. Quienes primero compraron pueden tener problemas para revender, porque el relevo de demanda es difícil.

Por lo tanto, puede comenzar a asistirse a un momento en que puede empezar a costar un poco más vender o alquilar, debido, una vez más, a que parte de la demanda embolsada ya ha satisfecho su necesidad de comprar vivienda y otra parte no puede acceder a ella por su precaria situación económica y por lo que se ha encarecido la vivienda.

**LOS PISOS CON MÁS RIESGO**

López señala qué inmuebles tienen más riesgo de no encontrar compradores, o de tener menos demanda. En su opinión, si los pisos más baratos hasta los 180.000 euros sí tienen salida en el mercado, y lo mismo sucede para las gamas más altas, por encima de los 600.000 euros, en la horquilla que se encuentra entre estos dos valores, entre los 200.000 y los 600.000 euros, es más difícil, puesto que se trata de un tipo

**LA OPINIÓN DE LOS EXPERTOS**



**Fernando Rodríguez de Acuña**, RR Acuña y Asociados

«Parte del crecimiento de ciertas zonas no ha sido por la demanda finalista, sino por la inversora»



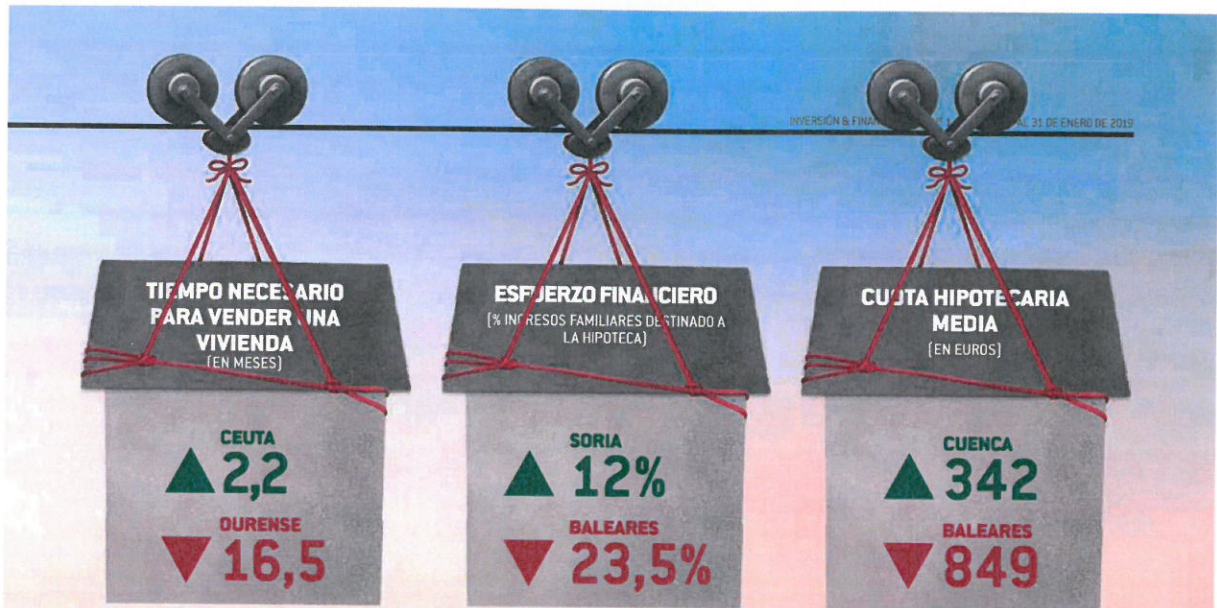
**Patricio Palomar**, Aire Partners

«El comprador más especulador se puede quedar atrapado en su inversión ante la escasez de la demanda final»



**Antonio López**, Forcadell

«Las viviendas con precios entre los 200.000 y los 600.000 euros pueden tener problemas de demanda»



de inmuebles típico de una clase media que no tiene mucho ahorro y no llega a cubrir sus expectativas de vida. Por ello este experto considera que ésta es la clase de pisos que va a sufrir: «No hay tanta demanda y la rentabilidad va a ser baja».

Hernández aporta contexto: el mercado inmobiliario es cíclico y «estamos viendo que cada siete u ocho años se produce un ciclo bajista en los precios, pero que luego viene una recuperación. Quien aguanta el envite y tiene paciencia, recupera. El problema es necesitar el dinero o haber financiado la operación con deuda». Hernández recuerda que desde su firma llevan medio año diciendo que en determinados lugares, los precios ya han subido muchísimo. Y, de hecho, López apunta que los precios están tocando techo en muchas zonas de Barcelona, en algunos sitios se están asentando y en otros se empieza a ver un poco de caída.

El problema añadido de los ciclos es que, como explica Antonio López, «la masa social» siempre llega la última, al final del ciclo, mucho después de los fondos buitres, los primeros en sacar partido de la bajada de precios. Estos últimos son los que con más recorrido cuentan tanto en rentabilidad como por plusvalía.

Pero Hernández advierte de que, al margen de las capitales de provincia más grandes, en el resto, las subidas de precios están siendo a los mismos ritmos que el PIB, lo que significa que se está asistiendo a crecimientos bastante razonables. Por tanto, Hernández señala que en las capitales que se

han quedado atrás en la recuperación, es menos arriesgado comprar, pero también avisa de que cuesta más tiempo recuperar la inversión, dado que la demanda potencial es menor. El mismo Hernández apunta cómo en España aún hay zonas que no han salido de la crisis, donde incluso se siguen produciendo bajadas puntuales.



**EL MEJOR MOMENTO PARA COMPRAR HA QUEDADO ATRÁS**

#### ¿SE LLEGA TARDE A COMPRAR?

A la vista de lo que opinan los expertos (que en alquiler hay que esperar rentabilidades menores y que cada vez se tarda más en vender), quizá hay que sacar la conclusión de que ya es tarde entrar en el mercado inmobiliario y que, haciéndolo, se asumen más riesgos. En este sentido, Carlos Smerdou afirma: «El que compró hace dos o tres años, hizo un buen negocio. El que compra ahora, menos, aunque sigue habiendo oportunidades». Y este experto apunta un signo de que el ciclo puede estar agotándose: si en 2015 y ▶



**Carlos Smerdou**, Foro Consultores

«Quizá las rentas del alquiler han tocado techo, pero la fuerte demanda limitará sus caídas»



**Ferrán Font**, pisos.com

«La vivienda seguirá siendo rentable, pero quizás no tanto como el año pasado. Hay síntomas de moderación»



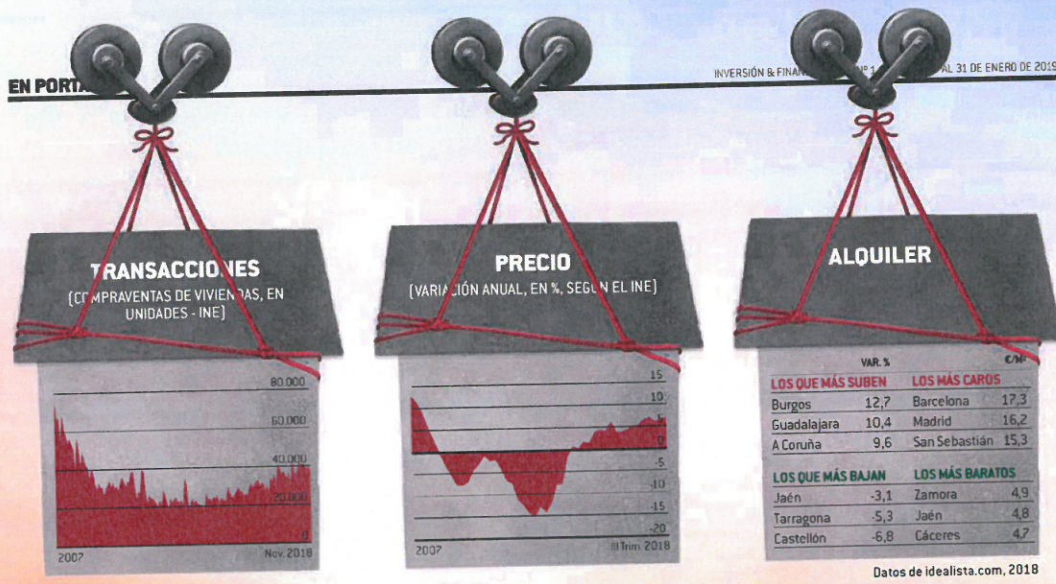
**César Hernández**, Scdad. de Tasación

«En Madrid y Barcelona el precio ha subido mucho, pero en el resto de España vemos crecimientos saludables, del entorno del PIB»



**Fernando Encinar**, Idealista

«Ya no estamos en 2014 o 2015; éste es un momento para analizar muy bien los activos y la rentabilidad a corto y a largo plazo»



2016 las viviendas que se emprendían eran las grandes, de cuatro dormitorios, a medida que se ha ido encareciendo el metro cuadrado, se han ido reduciendo tanto el tamaño de las unidades como el número de habitaciones y ya se están empezando a proyectar pisos de uno y dos dormitorios de manera mayoritaria.

López añade: «Es un mercado maduro en el que quedan pocas oportunidades». Pero advierte del riesgo de lanzar malos pronósticos: «Los mensajes preocupantes provocan que el que tiene capital disponible se repliegue. Y eso es lo que puede estar pasando, que la inversión se esté parando, que haya un efecto en cadena y que no esté causado por ningún motivo real».

López considera que el mercado inmobiliario no va a repetir la catástrofe del año 2008. Y ello, debido a que el riesgo está mucho más disperso, no está tan concentrado en el sector financiero. No sería una crisis sistémica como la anterior.

Ferrán Font, de pisos.com, añade que si bien con vistas a 2020 el mercado inmobiliario se enfrentará a ciertos condicionantes, éstos no son de la dimensión de los de 2008: la acumulación de excesos actual no tiene nada que ver con la de entonces. «Ahora hablamos de subidas de precio sostenidas, no existe una previsión de fuerte caída; en el alquiler hay una revolución, pero se puede moderar; el número de hipotecas y operaciones es muy saludable...», afirma Font, que remata: «Las consecuencias no serán las mismas que en 2008: aunque hay zonas ya tensionadas, se están autorregulando». «Asistimos a síntomas de moderación en los

aspectos en los que había tensión. Sigue habiendo expectativas de rentabilidad. Nos encaminamos a un periodo más o menos largo de estabilidad y crecimiento. Quien quiera rentabilidad a corto plazo, la encontrará más fácil en las periferias, mientras que a largo sigue estando en las zonas céntricas».

**RIESGOS REGULATORIOS**

A la hora de analizar los riesgos, los analistas también apuntan los regulatorios. Aunque en los últimos días se han despejado los de los propietarios. Como explica Font, «el Real Decreto Ley que regulaba los alquileres no se ha convalidado en el Congreso, dejando sin efecto los cambios aprobados hace poco más de un mes. Estas medidas buscaban otorgar mayor seguridad a los inquilinos y frenar el crecimiento de las mensualidades, principalmente, en el centro de grandes capitales, como Madrid y Barcelona». Como continúa Font, el rechazo del Ejecutivo a limitar las rentas en las zonas más tensionadas ha provocado que sus aliados políticos (Unidos Podemos) voten en contra. Con ello, la duración del contrato vuelve a pasar de cinco a tres años y su prórroga, de tres a un año. Y también queda sin efecto la limitación en las garantías que un propietario puede poner a un inquilino en el contrato de alquiler. «La votación genera una situación excepcional en la que existe una legalidad para todos los contratos de alquiler menos para los que se firmaron durante los 35 en los que esta normativa ha estado en vigor. Aunque esta batería de cambios legislativos había recibido críticas y existían dudas sobre su efectividad, rectificar y dar un paso atrás no ayuda a generar el clima de seguridad jurídica necesario para que el sector avance y se establezca», concluye Font. En particular, según precisa Francisco Javier Fajardo Fernández, profesor de Derecho Civil de la Universidad de Navarra, los contratos firmados entre el 18 de diciembre y el 22 de enero estarán sujetos a un régimen especial respecto a los contratos firmados antes y después de esa fecha.

Pero los expertos no dan por cerrado el riesgo regulatorio. Encinar, por ejemplo, apunta el que puede derivarse de los resultados de las elecciones municipales y autonómicas. Respecto a ello, Palomar una de las cosas que más teme es el retraso de la concesión de licencias, que provoca que las nuevas promotoras estén advirtiendo de retrasos en entregas y beneficios. No hay que olvidar tampoco la intención de gravar a las socimis, lo que reduce su capacidad inversora.



**EL CONGRESO HA TUMBADO EL DECRETO QUE QUERÍA PROTEGER A LOS INQUILINOS**