

LA VERDADERA DIMENSIÓN DE LA CRISIS DEL
MACROSECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir



La verdadera dimensión de la crisis del macrosector de la construcción. PRESENTACIÓN

Seguimos inmersos en una de las peores recesiones económicas y sus evidencias son claras: un elevado incremento de la morosidad en todos los sectores, culpable hoy, del 65% de las disoluciones societarias en España. Ante este periodo de desconcierto y a la espera de mayores indicios de recuperación, es vital contar con la información más precisa que nos ayude a adquirir el mayor conocimiento y así adoptar la más óptima gestión de esta difícil coyuntura.

Para ello, es fundamental disponer de los datos más actualizados, de mayor valor informativo, y por supuesto, contar con el mejor proceso analítico para interpretarlos.

En axesor llevamos más de 10 años siendo una de las empresas referentes en el mercado de información empresarial. Por eso desde nuestro Gabinete de Estudios Económicos, nos hemos esforzado en analizar y entender tanto el inicio como evolución de este complicado ciclo económico.

No debemos olvidar que el origen de esta crisis ha sido el estallido de la burbuja inmobiliaria, que por los aspectos excepcionales de nuestra economía, ha tenido si cabe un mayor reflejo en España. Por ello este nuevo estudio tiene como protagonista el sector de la Construcción y su radio de influencia. Desvelar la atípica casuística de este sector en España, la evolución desde sus largos años de bonanza hasta el punto de ruptura, nos facilitará un extenso conocimiento sobre la globalidad de la crisis, esperando a que ayude a una mayor comprensión del entorno para generar las políticas comerciales más adecuadas.

Santiago Martín Muñoz
Director General de axesor





La verdadera dimensión de la crisis del macrosector de la construcción. CONTENIDOS

1. Resumen y conclusiones.	7
2. Introducción.	10
3. Ámbito y objetivos del estudio.	10
4. Análisis de la demanda de vivienda.	14
5. Indicadores de oferta: viviendas visadas y consumo aparente de cemento.	16
6. La dimensión del universo empresarial vinculado a la construcción. <i>(Previsiones de creación de empresas en 2010).</i>	17
7. Análisis de la evolución del precio de la vivienda. Previsiones por provincia 2011.	28
8. Incumplimientos de pago, concursos de acreedores y riesgo de crédito.	40
9. El papel del sector financiero en la recuperación del macro sector constructor-inmobiliario.	44
10. Anexo.	51

A finales de 2009 el 41,66% del tejido empresarial nacional activo pertenecía al macro sector de la construcción-promoción y sus actividades vinculadas. Los ceses de actividad y bajas oficiales de empresas del grupo de actividades vinculadas a la construcción entre 2007 y agosto de 2010 representan el 41,5% del total de la economía española, alcanzando las 150.000 sociedades. En total el efecto arrastre sobre industria y servicios se puede valorar en el cierre de más de 25.000 empresas. Los incentivos a la inversión en el conglomerado PCI, por su parte, fueron tan altos que el capital invertido por parte de las nuevas empresas que llegaron al sector igualó el capital invertido (23.000 millones de euros) en el resto de sectores de la economía española en el periodo 2004-2007.





1 | Resumen y conclusiones

El conglomerado promoción-construcción-inmobiliario-hipotecario español es un caso excepcional en el mundo. Prácticamente todos los indicadores son anómalos respecto a los indicadores del resto de países avanzados: alrededor de un 18% de viviendas están vacías, la vivienda en alquiler representa un reducido 13,5% del parque inmobiliario total; el 60% del crédito total de la economía está vinculado al sector inmobiliario; el 95% de los nuevos créditos se han concedido a tipo de interés variable; la construcción llegó a representar el 18% del PIB español, alcanzando el sector residencial casi el 9%. Finalmente, y especialmente en los últimos años, se iniciaron un número desproporcionado de viviendas, muy superior al del resto de países desarrollados en términos relativos.

El fuerte ritmo promotor y constructor, especialmente en la segunda etapa del auge inmobiliario (2003-2007) impulsó la aparición de un extenso tejido empresarial, la creación de numerosas oportunidades de empleo y llevó la recaudación de ayuntamientos, de comunidades autónomas y del Estado a máximos históricos. A finales de 2009 el 41,66% del tejido empresarial nacional activo pertenecía al macro sector de la construcción-promoción y sus actividades vinculadas. Debido a la dimensión alcanzada por este macro sector, gran parte de la suerte de la economía española en la próxima década dependerá de la amplitud y brusquedad del ajuste en su actividad y de la evolución de los precios de sus activos.

Si el ritmo de creación de empresas fue espectacular, lo fue aún más la capacidad de las promotoras, las empresas de la construcción y las inmobiliarias (Conglomerado PCI) para atraer inversión. El capital escriturado por las nuevas empresas aparecidas en España ajenas a la actividad promotora, constructora e inmobiliaria entre 2004 y 2007 fue un 40,77% inferior al del periodo 1999-2002. Sin embargo, el capital puesto a disposición de las nuevas empresas PCI creció un 66,77% en el mismo periodo de tiempo. Los incentivos a la inversión en el conglomerado PCI fueron tan altos que el capital invertido por parte de las nuevas empresas que llegaron al sector igualó el capital invertido (23.000 millones de euros) en el resto de sectores de la economía española en el periodo 2004-2007.

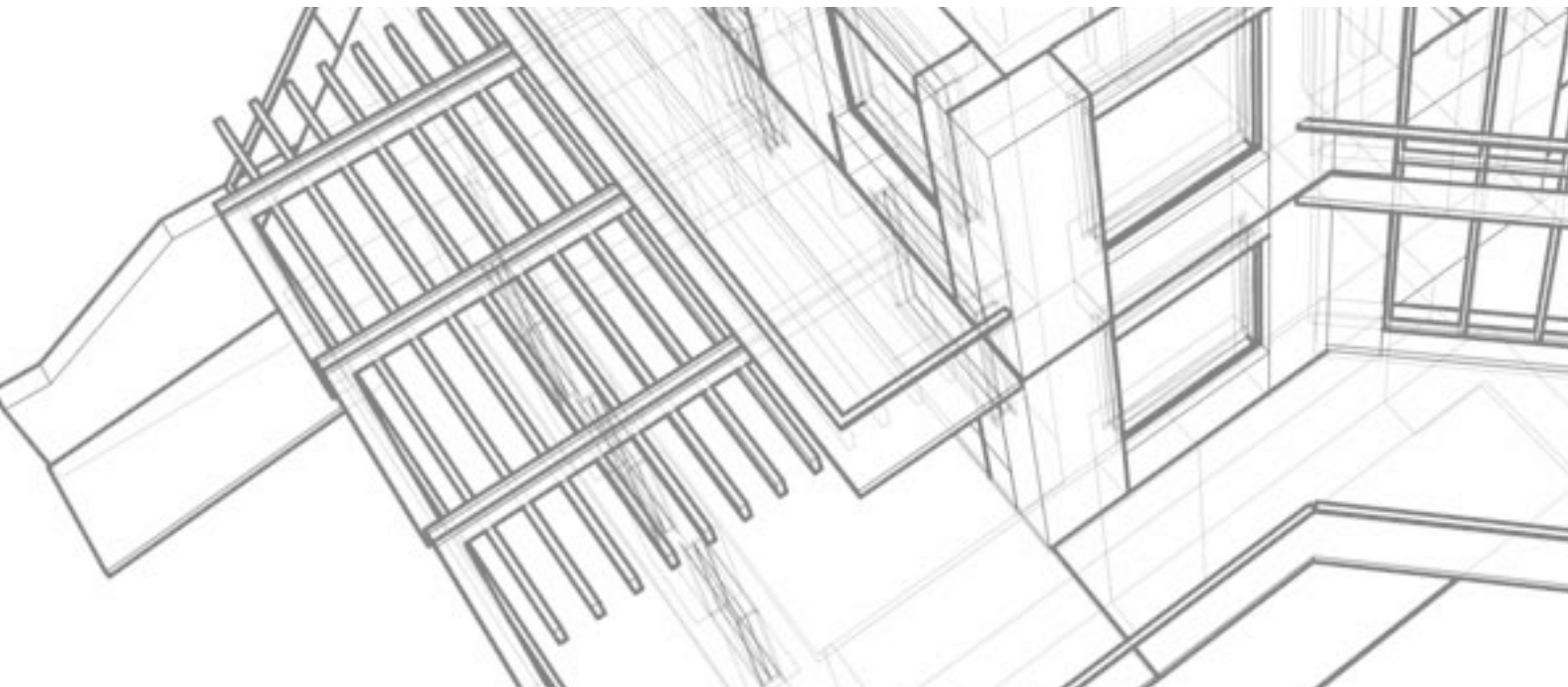
Las previsiones apuntan a que 2010 cerrará con una nueva caída en el número de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias del 7,38%, que se sumará a la caída acumulada del 84,75% acontecida desde el inicio de la crisis inmobiliaria (2007).

Si a las tres actividades núcleo del boom inmobiliario (promoción, construcción y actividades inmobiliarias) añadimos aquellas empresas en sectores relacionados con la construcción (incluida industria, comercio y otros servicios vinculados), **en 2006 se crearon 72.687 empresas pertenecientes al macro sector de la construcción. 2010 se estima que cierre con la creación de 24.046 empresas.** Ello da idea del impacto diferencial de la crisis inmobiliaria sobre la creación de empresas. Frente a la caída de un 20% en creación de empresas de los sectores ajenos a la construcción en 2010 sobre el máximo de 2006, la creación de empresas en los sectores relacionados con la construcción (incluida la industria, el comercio y otros servicios) habrá caído un 67% en el mismo periodo.

Los ceses de actividad y bajas oficiales de empresas del grupo de actividades vinculadas a la construcción entre 2007 y agosto de 2010 representan el 41,5% del total de la economía española, alcanzando las 150.000 sociedades. Si bien el porcentaje anterior tiende a reducirse en lo que llevamos de 2010, aún hoy 1 de cada 3 de las bajas o ceses de actividad que tienen lugar en España están protagonizados por alguna empresa promotora, constructora o inmobiliaria.

La crisis inmobiliaria y de crédito ha conllevado desde 2007 hasta agosto de 2010 el cierre o cese de actividad de 29.000 promotoras, 39.000 empresas de la construcción y 50.000 inmobiliarias. La caída de actividad y el cierre de estas empresas han arrastrado consigo 8.000 empresas vinculadas a la industria de la construcción, 10.000 distribuidores comerciales y 7.500 empresas de servicios vinculadas a la construcción. En total el **efecto arrastre sobre industria y servicios se puede valorar en el cierre de más de 25.000 empresas.**

Uno de los factores determinantes del cierre de muchas empresas del sector está siendo el retraso en los cobros y la morosidad empresarial. Orientativo del deterioro en los ratios de incumplimiento es el hecho de que el 22,09% de las empresas activas del sector de la construcción incurrió en algún tipo de incidencia por impago a lo largo de 2009, frente



El precio de la vivienda, registra una caída acumulada de un 12,02%. Ello ha condicionado la caída acumulada aún mayor del 31,36% del precio del suelo en las transacciones registradas hasta marzo de 2010. Con diferencias importantes por provincia, Axesor estima que los precios seguirán cayendo durante la segunda mitad de 2010 y a lo largo de todo 2011.

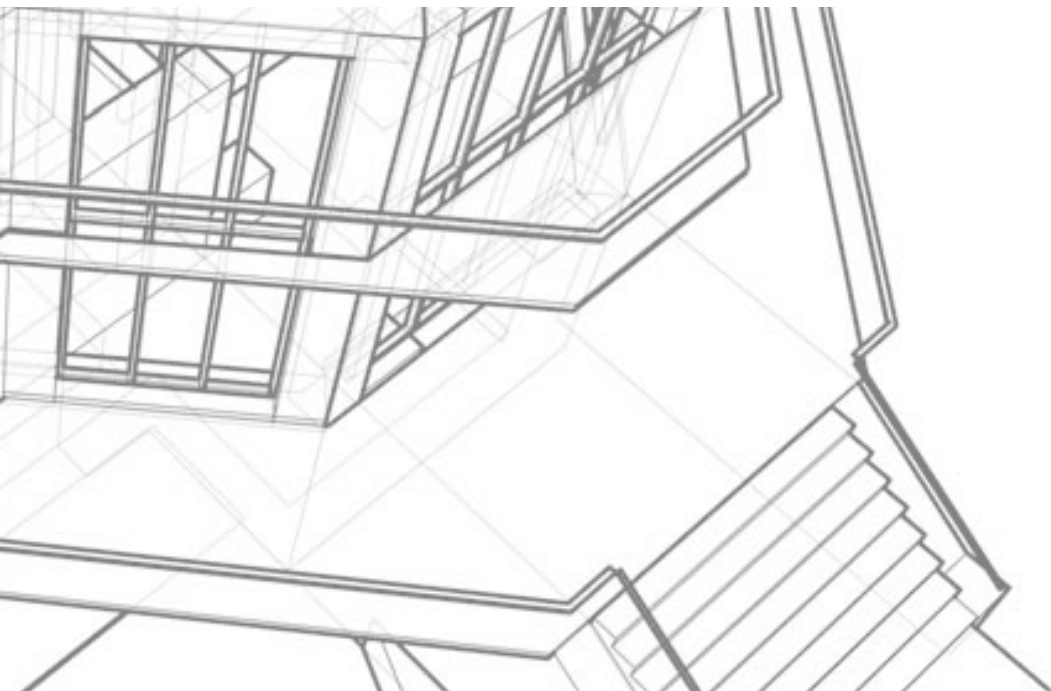
al 6,5% de empresas incumplidoras en 2006. Al sector de la construcción le siguen en el ranking la promoción inmobiliaria y la industria manufacturera dependiente de la construcción, ambas con unos ratios de incumplimiento en 2009 del 17%. Mientras que el crecimiento del número de promotoras y constructoras morosas tendió a una cierta estabilización en el primer trimestre de 2010, el ratio de incumplimiento de las empresas vinculadas a la industria manufacturera dependiente de la construcción aumento un 15,50% con respecto al primer trimestre de 2009, lo que muestra las tensiones financieras existentes en esta industria.

Los retrasos en los cobros, la morosidad empresarial, la falta de crédito y la fuerte caída de la actividad llevaron muy pronto al macro sector a sentir la dureza de la crisis. **Los concursos de acreedores crecieron en 2008 un 311% con respecto a los registrados en 2007.** Dicho crecimiento se ralentizó en 2009, pese a registrarse un nuevo incremento en el número de sociedades concursadas del 86,46%. Las tasas de incremento en los concursos de acreedores para el resto de sectores de la economía española fueron de un 103,34% en 2008 y de un 97,84% en 2009. El total de insolvencias judiciales del macro sector de la construcción fue superior al total de concursos de acreedores del resto de sectores de la economía española juntos, tanto en 2008 como en 2009, lo que una idea de la dimensión y magnitud de la crisis inmobiliaria.

Pese al elevado número de concursos de acreedores en términos históricos, los primeros seis meses de 2010 han registrado una caída interanual del 22,18% del número de constructoras concursadas, del 18,64% de sociedades concursadas pertenecientes a la industria manufacturera dependiente de la construcción y del 38,16% de distribuidores concursados vinculados a la construcción. Sin embargo, la promoción inmobiliaria, las actividades inmobiliarias y los servicios vinculados a la construcción (por ejemplo, servicios técnicos de arquitectura, servicios de mudanza, etc...), muestran, incrementos en el número de sociedades concursadas con respecto al primer semestre de 2009. **Destaca el fuerte incremento de los concursos de acreedores de las actividades inmobiliarias (+42,57%) así como de otros servicios de la construcción (+28,30%).**

El aumento en el número de impagos así como en las declaraciones de concursos de acreedores, entre otros factores, desembocaron en un **paulatino deterioro de la calidad crediticia**, tanto del sector de la construcción como del sector inmobiliario desde el inicio de la crisis, pero especialmente en su fase inicial (2007-2008) y de nuevo desde 2009. La construcción es el sector que registra una distribución de los ratings con mayor presencia en las calificaciones de peor calidad, superior al sector inmobiliario.

Otro de los factores que explican la destrucción de tejido empresarial en el sector de la construcción y sus actividades anexas es la **falta de crédito**. Con el estallido de la crisis financiera internacional primero y debido a la crisis de deuda soberana después, las entidades financieras han acusado duramente la crisis en forma de dificultades de acceso a la financiación, dificultades que se traducen en falta de liquidez para las empresas del sector y para las familias, lo que impide que la demanda potencial existente de vivienda se transforme en demanda efectiva. La elevada exposición al sector de la construcción e inmobiliario, el incremento en la tasa de morosidad unido al deterioro paulatino experimentado por la calidad crediticia desembocó en una fuerte contracción del crédito para las empresas del sector así como para la adquisición de vivienda. **La contracción de crédito para actividades productivas hasta marzo de 2010 ha sido drástica para las**



Uno de los factores determinantes del cierre de muchas empresas del sector está siendo el retraso en los cobros y la morosidad empresarial. Orientativo del deterioro en los ratios de incumplimiento es el hecho de que el 22,09% de las empresas activas del sector de la construcción incurrió en algún tipo de incidencia por impago a lo largo de 2009, frente al 6,5% de empresas incumplidoras en 2006.

empresas del sector de la construcción (-20,81%). Sorprende, en este contexto, que la contracción del crédito a promotor e inmobiliarias haya sido de tan sólo un 0,55% en el mismo periodo. La explicación es necesario buscarla en la ausencia de devolución de los créditos por parte de los promotores, que están siendo refinanciados por parte de bancos y cajas a fin de evitar tener que reconocer deudas y ganar tiempo con la esperanza de una futura recuperación de las ventas de las nuevas promociones así como de lograr dar salida al importante stock de suelo urbano para nuevos proyectos recogido en los balances de promotoras, inmobiliarias y entidades financieras en la actualidad.

Junto a la recuperación del crédito y el acceso a la financiación y la mejora en los plazos de cumplimiento de pago, **otros factores que condicionaran el futuro del sector en los próximos trimestres** serán las expectativas de mayores caídas de precios que existan entre los potenciales compradores, la influencia que los incentivos fiscales tengan sobre el comportamiento de los agentes, la evolución que siga el desempleo y la capacidad de pago de los hogares españoles y, finalmente, el ritmo de ajuste del stock de viviendas por vender, el cual, por un lado, indica a los compradores de vivienda la capacidad que tienen para presionar a los vendedores, y, por otro, predice caídas en los precios en los siguientes periodos. Debido a la fuerte caída de la actividad inmobiliaria y la aún mayor caída de la actividad promotora- constructora, la apuesta a corto plazo de las empresas del sector menos diversificadas y sin acceso al mercado exterior pasa por un impulso de la actividad de rehabilitación así como del alquiler, ambas favorecidas por las medidas adoptadas por el gobierno.

Por lo que se refiere a la evolución del precio de los activos inmobiliarios, desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008 y hasta el segundo trimestre de 2010, **el precio de la vivienda, según los datos del Ministerio de la Vivienda registra una caída acumulada de un 12,02%. Ello ha condicionado la caída acumulada aún mayor del 31,36% del precio del suelo** en las transacciones registradas hasta marzo de 2010. **Con diferencias importantes por provincia, se estima que los precios sigan cayendo durante la segunda mitad de 2010 y a lo largo de todo 2011.**

Se trata, en definitiva, de un **macro sector clave para la economía española** ya que los efectos de arrastre, hacia atrás y hacia delante, son superiores al promedio nacional. Es por ello que el sector inmobiliario y de la construcción en España se verá, además, más beneficiado que la media ante un crecimiento futuro de la demanda final de la economía cuando el próximo ciclo expansivo comience. Ello justifica, en parte, la resolución del dilema crecimiento-eficiencia a favor de minimizar el impacto de la caída del macro sector sobre la actividad económica, aún a costa de conservar sectores con fuertes ineficiencias que necesitan de una profunda reestructuración y del mantenimiento de empresas teóricamente insolventes, al estilo de lo sucedido en Japón tras el estallido de su burbuja inmobiliaria.



2 | Introducción

Conforme el riesgo de sostenibilidad del déficit público y de la deuda pública se sitúa el primero de la larga lista de preocupaciones macroeconómicas, parece oportuno recordar que la mayor crisis económica y financiera internacional empezó con el hundimiento del mercado inmobiliario en Estados Unidos y que la mayor crisis económica y financiera vivida por la economía española en la era moderna también tuvo su origen en la crisis inmobiliaria.

Dado el tiempo y los importantes costes de ajuste que conllevará el desarrollo de un nuevo modelo de crecimiento económico basado más en incrementos de productividad y tecnología que en horas de trabajo y construcción residencial, parece cada vez más evidente que una recuperación sostenida a medio plazo de la economía española depende en gran medida de la recuperación de la actividad en sector de la construcción así como de un cierto dinamismo en el mercado inmobiliario.

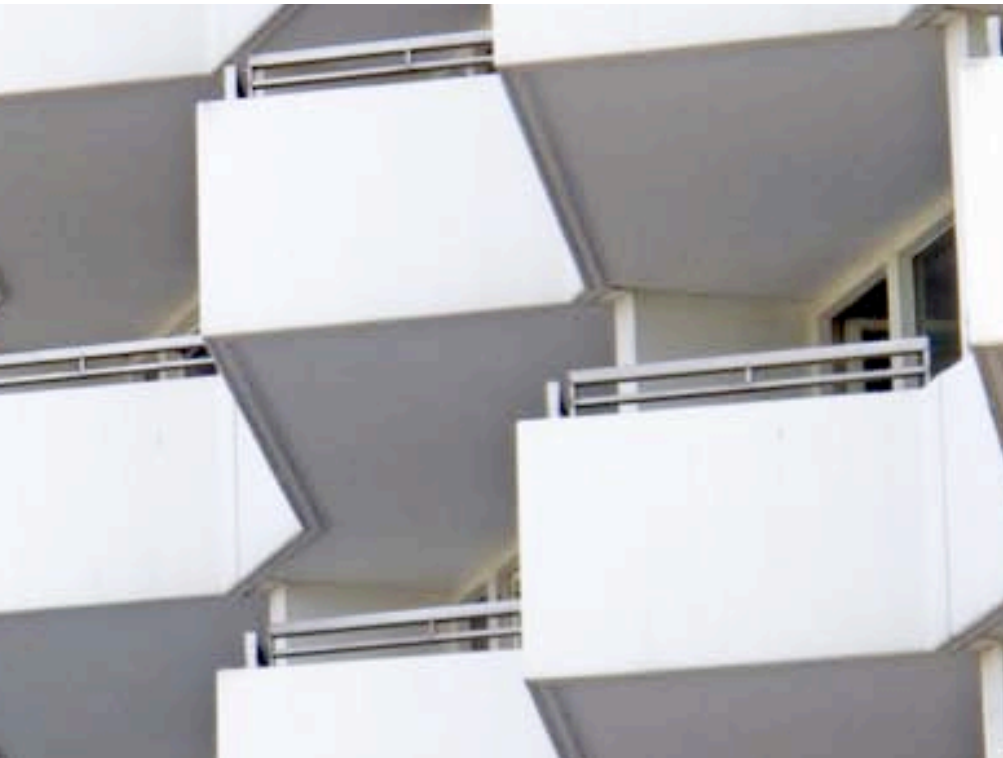
La construcción y el universo de actividades a ella asociadas es un componente particularmente potente y volátil de la actividad económica en las economías desarrolladas y aún lo es más para la economía española. Los cambios en los precios de los activos inmobiliarios pueden tener un fuerte impacto sobre la confianza de los agentes económicos. La evolución de dichos precios tiene implicaciones más que obvias sobre los balances y el estado de salud del sistema financiero.

Parecen por tanto razones suficientes para mostrar preocupación e inquietud por un hecho corroborado por la evidencia empírica: sin la vuelta a la normalidad del mercado inmobiliario es poco probable que la economía española sea capaz de volver a situarse sobre una senda de crecimiento económico sostenido.

3 | Ámbito y objetivos del estudio

El presente estudio analiza la evolución y situación de un amplio espectro de empresas, repartidas por muchos sectores de la economía española, de modo que va mucho más allá del sector de la construcción. De este modo aspira a recoger la verdadera dimensión empresarial de la crisis del sector de la construcción a través del radio de influencia de dicha actividad sobre la industria y sobre el sector servicios.

El parón constructor implica el parón de una parte de la industria española así como una menor necesidad de servicios vinculados a la misma. La menor actividad constructora se traduce en un exceso de capacidad instalada de todas las empresas del macro sector. Se trata de un conjunto de empresas altamente interdependientes, donde los efectos de arrastre hacia atrás y hacia delante son muy elevados. El exceso de viviendas y suelo urbano existente en la actualidad se traduce en un endeudamiento excesivo de muchas promotoras y de algunas constructoras e inmobiliarias, los tres sectores que forman el conglomerado de empresas núcleo del auge inmobiliario.



Dado el tiempo y los importantes costes de ajuste que conllevará el desarrollo de un nuevo modelo de crecimiento económico basado más en incrementos de productividad y tecnología que en horas de trabajo y construcción residencial, parece cada vez más evidente que una recuperación sostenida a medio plazo de la economía española depende en gran medida de la recuperación de la actividad en sector de la construcción así como de un cierto dinamismo en el mercado inmobiliario.

En el largo periodo de bonanza vivido por el sector y sus actividades anexas, la rentabilidad de la actividad constructora crecía al abrigo de las subidas del precio del m² en prácticamente todas las localidades del país, lo que evidentemente inducía la aparición de nuevas empresas e inversores en la búsqueda del alto beneficio. El elevado ritmo constructor nutría de pedidos la industria extractiva y manufacturera vinculada a la construcción, vaciaba los estantes de las empresas comercializadoras de materiales de construcción, muebles o electrodomésticos, y estimulaba la demanda de todo tipo de servicios vinculados a la misma, desde los servicios de arquitectura, jardinería o mudanza hasta el alquiler de maquinaria, pasando por los propios servicios de actividades inmobiliarias.

El estallido de la burbuja inmobiliaria y el parón de la construcción residencial suponen un giro de 360 grados para toda la actividad económica vinculada al “ladrillo”, un inesperado revés para muchas empresas que han quebrado o están en una situación financiera de extrema debilidad. Paro, quiebras, enormes deudas, que ya está absorbiendo la banca, y un exceso de viviendas que tardará tiempo en reducirse es el legado de años de excesos inmobiliarios.

El objetivo, y ámbito del presente estudio, es describir con detalle el alto número de actividades que dependen en mayor o menor medida de la actividad constructora, tanto en la rama promotora o constructora como en su vertiente industrial, de comercialización de productos o de servicios prestados.

Procedemos a separar las empresas en dos grandes grupos.

Un **primer grupo** está formado por todas las sociedades vinculadas directa o indirectamente al sector de la construcción y que fueron, en general, las “ganadoras” del “boom inmobiliario” en España (no se incluyen las entidades financieras ni las tasadoras). Este grupo incluye los siguientes sectores de actividad:

1. Promoción inmobiliaria.
2. Construcción.
3. Actividades inmobiliarias.
4. Industria vinculada al sector de la construcción, tanto industrias extractivas como industrias manufactureras.
5. Distribución comercial vinculada al sector de la construcción.
6. Otros servicios vinculados al sector de la construcción.

Los tres primeros sectores de actividad se engloban para el análisis en “**Conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias**” (en adelante **Conglomerado PCI**).

La totalidad de los seis grupos de actividad lo denominaremos para facilitar la referencia a este amplio conjunto de empresas como **Grupo de actividades dependientes de la construcción o Macro**

sector de la construcción. El grupo de empresas aquí incluido es el ámbito de estudio del presente informe, el cual se detalla en el Anexo.

Atendiendo a la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009) el sector de la construcción incluye actividades con personalidad propia. En primer lugar la promoción inmobiliaria se diferencia sustancialmente de la construcción propiamente dicha. Además, dentro de la construcción es necesario distinguir entre actividades como la construcción de edificios, la obra pública o ingeniería civil y las actividades de la construcción especializadas, estando estas últimas, en general, más estrechamente vinculadas al sector de Rehabilitación y Mantenimiento. A lo largo del estudio nos referiremos indistintamente a este amplio grupo de actividades cuando hablemos de construcción, a pesar de existir diferencias importantes entre ellas que hacen que los factores que pueden condicionar unas y otras actividades puedan ser muy específicos. En cualquier caso, tanto al analizar la demanda como la evolución estimada del precio para 2010 y 2011 nuestro análisis centrará su atención en el sector de construcción residencial, por ser éste el que más severamente se está viendo afectado por la crisis del sector. Una crisis inmobiliaria y de la construcción que también afecta a la Obra Pública y al sector de Rehabilitación y Mantenimiento, pese a la voluntad del gobierno de seguir invirtiendo en las infraestructuras que considera prioritarias y de impulsar el sector de rehabilitación y mantenimiento como alternativa a la histórica caída de los visados de obra nueva.

El **segundo grupo** estará formado por todas las empresas no incluidas dentro del primer grupo y que a partir de ahora recibirá el nombre genérico de **Resto de sectores de la economía española o Actividades ajenas al sector de la construcción.** La suma de empresas ambos grupos recoge la totalidad de sociedades mercantiles que conforman el tejido empresarial nacional.

Esta separación en dos grandes grupos del conjunto de empresas nacionales permitirá observar las diferencias existentes entre ellas y tener muy presente la dualidad de la estructura de la economía española referida a creación, disolución y cierre de empresas, capital societario invertido por las nuevas empresas creadas y concursos de acreedores. El auge y caída del Macro Sector de la Construcción queda reflejada en la amplitud y dimensión alcanzada en sus registros frente al comportamiento observado por el Resto de Sectores de la economía española.

Dado que cualquier amago de recuperación y crecimiento del sector pasa por la evolución positiva de las ventas y la reducción del actual exceso de oferta existente en España, comenzamos describiendo la **evolución de la demanda de vivienda** en los últimos años así como los factores explicativos subyacentes tanto en el auge como en la crisis, y las posibilidades de recuperación a medio plazo. El primer semestre de 2010 ya ha servido para la recuperación del mercado de vivienda de segunda mano. Falta ver si se trata de una recuperación sólida o simplemente el impacto tempo-



ral de las medidas fiscales introducidas por el gobierno que influyen sobre los incentivos a la compra de vivienda, y, por ende, a la demanda inmobiliaria.

A continuación (apartados 4 y 5) centraremos nuestra atención en dos indicadores de oferta especialmente significativos para describir la magnitud de la crisis inmobiliaria (**visados de obra nueva y consumo aparente de cemento**), para, seguidamente, aproximarnos al **tejido empresarial del macro sector de la construcción**, analizando la **cifra de negocios** que representa y, fundamentalmente, la evolución de la **demografía empresarial**. El análisis del tejido empresarial de un grupo de sectores tan variado y extenso pretende aportar luz sobre la verdadera dimensión del universo inmobiliario en España. La importancia de la construcción como factor de arrastre de otros sectores productivos se explica por los efectos que su actividad genera en relación con el resto de la economía, con efectos de arrastre que actúan tanto “hacia delante”, al abastecer el sector constructor al resto de ramas productivas, además de a la demanda final, como “hacia atrás”, debido a las demandas que la construcción realiza a los sectores que la proveen de productos intermedios. Consideramos de gran importancia describir y analizar los grandes cambios experimentados por la demografía empresarial del macro sector formado por empresas que directa o indirectamente dependieron del boom inmobiliario pues es una forma adecuada y precisa para aproximarnos a medir el efecto arrastre del parón constructor sobre el tejido empresarial directa o indirectamente vinculado y, de esta forma, destacar lo alargada que es la sombra de la construcción y de lo inmobiliario en la economía española.

El sexto análisis recorre la evolución seguida por el **precio de la vivienda**. Los desajustes temporales entre oferta y demanda, la política económica y regulatoria y las expectativas de los agentes económicos han condicionado su evolución reciente. Su evolución futura preocupa a todos los agentes económicos, conscientes de la importancia microeconómica del valor de una vivienda donde poder vivir y del riesgo macroeconómico de oscilaciones en el valor del patrimonio inmobiliario del país. Por todo ello, y a través del Servicio de Análisis estadístico, hemos elaborado previsiones científicas de la corrección de precios que finalmente podría tener lugar (2008-2011) en las distintas provincias españolas.

El séptimo apartado evalúa la evolución seguida por la **calidad crediticia de las empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias** en España. Se trata de una variable clave dada la enorme incertidumbre que existe sobre la evolución futura del sector. En un momento en que el riesgo de crédito es máximo aspectos tales como el incumplimiento y la probabilidad de impago, la severidad de la pérdida o el grado de exposición al sector constructor y al sector inmobiliario adquieren una relevancia también máxima.

El parón constructor implica el parón de una parte de la industria española así como una menor necesidad de servicios vinculados a la misma. La menor actividad constructora se traduce en un exceso de capacidad instalada de todas las empresas del macro sector. Se trata de un conjunto de empresas altamente interdependientes, donde los efectos de arrastre hacia atrás y hacia delante son muy elevados.

El objetivo, y ámbito del presente estudio, es describir con detalle el alto número de actividades que dependen en mayor o menor medida de la actividad constructora, tanto en la rama promotora o constructora como en su vertiente industrial, de comercialización de productos o de servicios prestados.



Por último, en un contexto económico caracterizado por una fuerte contracción del crédito, **la recuperación del sector va a depender sobremanera del papel que juegue el sector financiero.** El flujo del crédito ha variado recientemente atendiendo al subsector de la construcción analizado. Mientras que el crédito para actividades inmobiliarias (que incluye el crédito a promotor) ha caído sólo un 0,55%, el crédito al sector de la construcción ha caído un 20,81% desde diciembre de 2008. Ello condiciona la probabilidad de supervivencia de las empresas así como la evolución y el destino del capital escriturado o invertido por las nuevas empresas que se crean en el sector. Se llevará a cabo un breve diagnóstico de la situación actual así como del papel jugado por el sistema financiero en la expansión del conglomerado de promotoras, constructoras e inmobiliarias en los últimos años. Dado que la distribución sectorial del crédito condiciona la de la inversión, el patrón productivo de un país y la evolución de la productividad son también herederos de dicha política de crédito seguida por las entidades financieras a lo largo de la última década. No debemos olvidar que junto a la baja productividad que se manifiesta en nuestro desequilibrio exterior, los problemas de liquidez y de confianza recientes de la economía están vinculados al miedo de los agentes económicos (especialmente inversores extranjeros) sobre la excesiva exposición al ladrillo del sector financiero español, su falta de confianza en que el sector de la construcción pueda seguir contribuyendo al crecimiento del PIB nacional y sus dudas acerca de la posibilidad de un cambio de modelo productivo rápido capaz de devolver a la economía española a una senda de crecimiento económico sostenible y, por tanto, solvente.

4 | Análisis de la demanda de vivienda.

4.1. Condicionantes y evolución reciente.

Una de las claves para la recuperación del sector es la evolución que siga la demanda inmobiliaria. Su comportamiento dependerá de la mayor o menor dificultad de acceder al crédito, de la evolución de la tasa de desempleo, de la evolución que siga el precio de los activos inmobiliarios y del componente demográfico, al que recientemente se ha sumado el fuerte incremento en la llegada de inmigrantes así como la demanda inmobiliaria por parte de inversores extranjeros, estando ambas variables que han impulsado la demanda de vivienda en España en los últimos años también en plena crisis.

El gráfico 1 recoge la evolución seguida por la demanda de vivienda en España entre 2004 y 2009. En él se observa la fuerza del impacto de la crisis sobre el mercado inmobiliario. El número de operaciones de compra-venta ce-

rradas en 2009 fue un 56,72% menor que en 2006.

Como se observa en el gráfico 2, la compra-venta de viviendas usadas ha estado cayendo de manera continua en términos interanuales desde el cuarto trimestre de 2006 hasta el tercer trimestre de 2009, y cayó con más fuerza que la demanda de viviendas nuevas (situación anómala dentro de cualquier mercado inmobiliario). Los altos precios de los inmuebles y la crisis económica y financiera coadyuvaron a reducir de manera considerable la demanda de vivienda. La enorme caída de las ventas de viviendas de segunda mano entre 2006 y principios de 2009 podría encontrar una parte importante de su explicación en la congelación del crédito por parte de las entidades financieras hacia este tipo de activos, otorgando prioridad, dentro de la política de crédito escaso, a la financiación de nuevas promociones, dada el interés obvio de las entidades financieras de dar salida a las nuevas promociones que faciliten el pago de la deuda por parte de las empresas promotoras, altamente endeudadas. A partir del tercer trimestre de 2009 se observa la recuperación de la demanda de vivienda usada en términos interanuales, volviendo a situarse la demanda de vivienda de segunda mano ligeramente por encima de la demanda de vivienda nueva. La demanda de vivienda nueva, por su parte, continúa estancada en términos interanuales.

La menor demanda derivó en una caída del precio (gráfico 3). Los precios del m² de la vivienda en España acumulan una caída del

9,95% a finales de 2009, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008 y se sitúan a niveles del primer trimestre de 2006, según los datos del Ministerio de la Vivienda. 2010 ha recogido nuevas caídas, que si bien más moderadas, sitúan la caída desde el auge hasta el segundo trimestre de 2010 en un 12,02%.

Atendiendo a los datos del Instituto Nacional de Estadística, el precio de la vivienda usada cayó más que el precio de la vivienda nueva. A partir del tercer trimestre de 2009 la demanda de viviendas usadas logra crecer, mientras que la demanda de viviendas nuevas sigue en negativo. Este hecho ha logrado que la variación interanual de compra-venta de viviendas de cuarto trimestre de 2009 sea por primera vez positiva (+4,11%), rompiendo una tendencia bajista que se inició en el primer trimestre de 2007. Ello también ha permitido una ralentización en el ritmo de caída del precio de la vivienda de segunda mano (del 8,3% al que caía en el tercer trimestre de 2009 a caer sólo un 3,5% en el cuarto trimestre de 2009, según el índice de precios de la vivienda del INE). Mientras, la menor demanda de vivienda nueva apenas logra conseguir que el precio de la vivienda nueva ralentice su caída (el tercer trimestre de 2009 es cuando cae con más fuerza, -5,6%, caída que prácticamente se mantiene en el cuarto trimestre, -5,1%).

La demanda de vivienda de segunda mano se recupera así ligeramente desde el tercer trimestre de 2009. La caída en la demanda, natural o inducida, sirvió para reducir el pre-

Gráfico 1. Evolución de la demanda de viviendas en España (2004-2009). Fuente: INE.

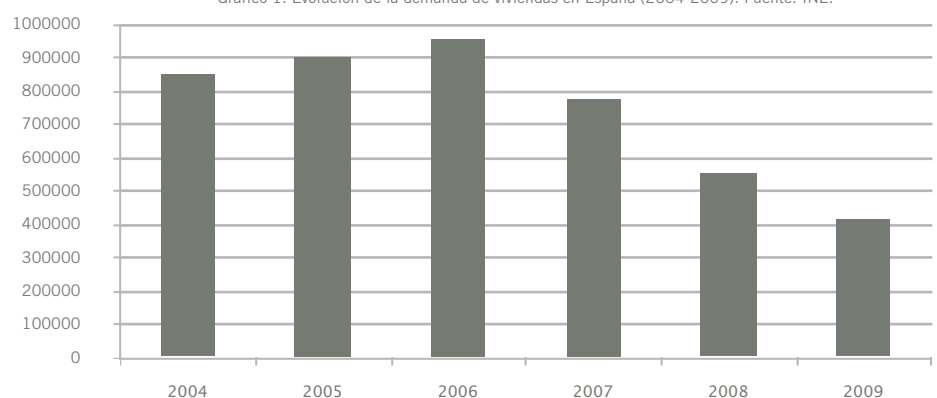
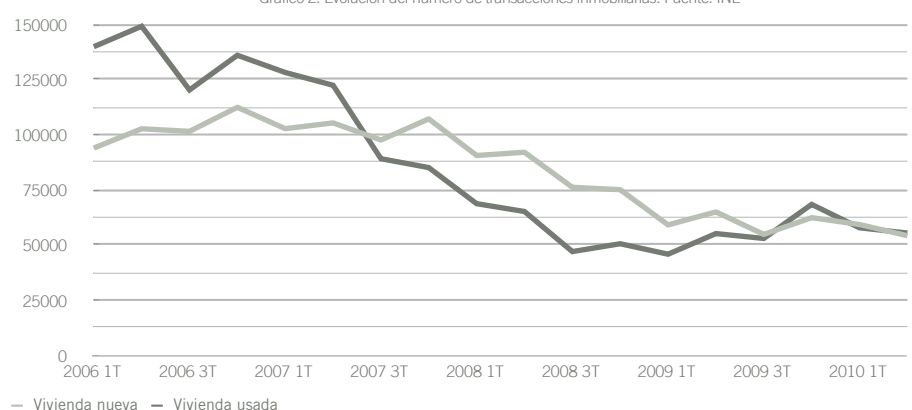


Gráfico 2. Evolución del número de transacciones inmobiliarias. Fuente: INE



cio más que en el caso de la vivienda nueva. En este sentido, desde el cuarto trimestre de 2009 se han vendido más viviendas de segunda mano que nuevas, algo que no sucedía desde el tercer trimestre de 2007. Pese a la leve, pero importante, recuperación del mercado de vivienda usada, el número de transacciones inmobiliarias en España continúa en niveles muy bajos.

Las 413.393 operaciones cerradas en 2009 representan un 56,72% menos de transacciones que en 2006, cuando se registraron 955.186 operaciones de compra-venta de vivienda, dato histórico en el número de transacciones de compra-venta registradas. La demanda de vivienda acumuló 3 años consecutivos de caída, si bien ralentizó el ritmo de caída en 2009 y se ha recuperado ligeramente en el primer semestre de 2010, gracias a la mejora de la demanda de vivienda de segunda mano.

En efecto, el primer semestre de 2010 se ha caracterizado por la recuperación de la actividad comercial en el mercado inmobiliario. El número de transacciones finalizadas con éxito subió un 10,75% con respecto al primer semestre de 2009, según los datos del INE. Este incremento vino impulsado por la fuerte recuperación del mercado de vivienda de segunda mano, cuyas ventas crecieron un 19,43% en términos interanuales. Las transacciones de vivienda nueva se mantienen estables en los niveles del primer semestre de 2009, registrando un ligero incremento del 3,26%. De este modo, el primer semestre de 2010 recoge como dato más relevante la

recuperación del mercado de vivienda usada en España (gráfico 4) tras 3 años consecutivos de fuertes caídas.

La razón de privilegiar la financiación de la nueva promoción se encuentra en la falta de liquidez de las entidades financieras a partir de la segunda mitad de 2007 (cuyas causas analizaremos posteriormente) y cuyo efecto sobre la oferta de crédito se observa en el gráfico 5. Al escasear la liquidez, los bancos se ven obligados a racionar los préstamos para vivienda de segunda mano para de este modo prestar todo lo posible para vivienda nueva.

Otro factor que sin duda ha influido sobre el comportamiento de la demanda inmobiliaria en España es la evolución registrada en el número de desempleados consecuencia de la crisis económica y financiera internacional y de la crisis inmobiliaria. Como se observa en el gráfico 6, el número de desempleados en el primer trimestre de 2010 es más del doble en la actualidad frente a la situación de hace apenas dos años. Un incremento tan drástico condiciona la demanda presente y futura en el mercado inmobiliario.

4.2 Perspectivas a medio plazo.

Entre las razones que invitan al optimismo se encuentran la previsible mayor caída del precio de los activos inmobiliarios y los bajos tipos de interés. La primera debería producirse en los próximos trimestres animando en mayor o menor medida la demanda de vivienda en función de la velocidad de ajuste que siga el precio. Respecto a la segunda, se trata de una variable que hoy invita al optimismo

pero que ya no puede caer más, de modo que cualquier variación futura penalizará el mercado inmobiliario, si bien no es probable que subidas de tipos de interés se produzcan a corto plazo, dada la encrucijada financiera en la que se encuentra inmersa la zona euro.

Las malas perspectivas provienen del enorme número de parados y de la escasez de financiación. Es indudable que ambas han agravado la crisis inmobiliaria y parece probable que estas variables no vayan a experimentar un rápido cambio de tendencia ni a corto ni a medio plazo. A ello se suma el stock existente en la actualidad de viviendas sin vender, siendo este de difícil medición, pero que se sitúa probablemente entre 700.000 y un millón de viviendas.

La demanda natural proveniente de la evolución demográfica de la población española aparece como otra variable que no va a hacer nada fácil registrar cifras de transacciones inmobiliarias como las observadas durante el último boom inmobiliario en España.

El gráfico 7 muestra el número de habitantes potenciales de demanda inmobiliaria separados por edades. La población que debe dar lugar a la formación de nuevos hogares a lo largo de la próxima década es un 23% inferior a la demanda potencial que logró mantener ritmos de crecimiento del crédito hipotecario del 20% en España durante la fase alcista del ciclo inmobiliario. A ello se suma un saldo migratorio que de ser el que registró una mayor afluencia de entrada en la economía mundial podría convertirse en un flujo neto de

Gráfico 3. Evolución reciente del precio del m2 de la vivienda en España. Fuente: Ministerio de la vivienda.

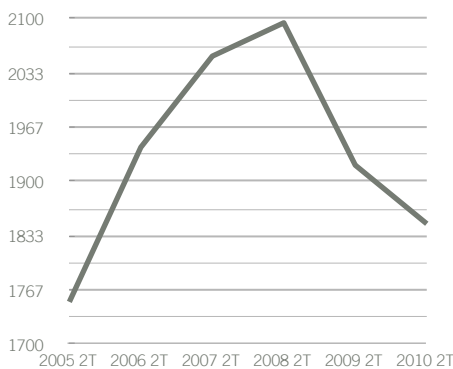


Gráfico 5. Tasa de valoración de crédito para la adquisición de vivienda. Fuente: Banco de España.

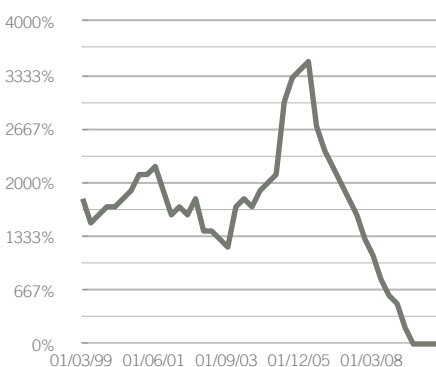


Gráfico 4. Evolución compra-venta de vivienda. Primer semestre (2007-2010). Fuente: INE.

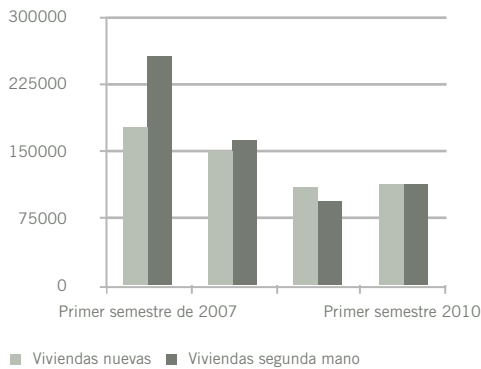
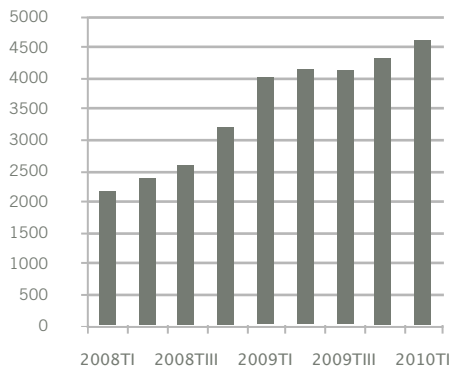


Gráfico 6. Evolución del número de desempleados en España (2008T1-2010T1). Millones de personas. Fuente: EPA.



La enorme caída de las ventas de viviendas de segunda mano entre 2006 y principios de 2009 podría encontrar una parte importante de su explicación en la congelación del crédito por parte de las entidades financieras hacia este tipo de activos, otorgando prioridad, dentro de la política de crédito escaso, a la financiación de nuevas promociones, dada el interés obvio de las entidades financieras de dar salida a las nuevas promociones que faciliten el pago de la deuda por parte de las empresas promotoras, altamente endeudadas.

Los precios del m² de la vivienda en España acumulan una caída del 9,95% a finales de 2009, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008 y se sitúan a niveles del primer trimestre de 2006, según los datos del Ministerio de la Vivienda. 2010 ha recogido nuevas caídas, que si bien más moderadas, sitúan la caída desde el auge hasta el segundo trimestre de 2010 en un 12,02%.



salida en un breve espacio de tiempo, dada la difícil situación económica y laboral de la economía española. Finalmente, y pese a que se puede ser más optimista en esta variable, de momento la inversión extranjera en inmuebles cerró el año 2009 con una caída del 32%, lo que tampoco sirve de apoyo a la ya de por sí débil demanda de vivienda interna.

Por último, el elevado grado de incertidumbre reinante y las expectativas de mayores caídas de precios pueden afectar el ritmo de recuperación de la demanda. Los problemas que existen en el mercado de trabajo español inciden de manera directa sobre la demanda de viviendas a través del incremento en el número de parados. Pero además elevan el grado de incertidumbre sobre las personas ocupadas, lo que ejerce un poderoso incentivo a retrasar la compra de una vivienda.

Por lo tanto, la mayoría de los indicadores desde el lado de la demanda invitan a ser prudentes a la hora de concluir que una recuperación rápida y consolidada de la demanda inmobiliaria se atisba en un horizonte cercano. Como tendremos lugar de ilustrar posteriormente, ni los severos problemas de liquidez de nuestro sistema financiero ni la evolución reciente del número de parados permiten mirar con optimismo la reactivación de la demanda de vivienda y la salida de la crisis inmobiliaria. En cualquier caso, dicha salida y la reducción del excedente de inmuebles existente, será mucho más rápida con crédito que sin él, será mucho más ágil y menos perniciosa cuanto antes se ajusten los precios a sus niveles de equilibrio, determinados en este caso por la capacidad de pago a largo plazo de las familias españolas, y estará condicionada en gran medida por la capacidad de la economía española de crear empleo.

5 | Indicadores de oferta: viviendas visadas y consumo aparente de cemento.

Si la caída de la demanda inmobiliaria ha sido brusca, la práctica desaparición de la edifica

Gráfico 7. Estructura de la población y demanda potencial de vivienda. Fuente: INE y elaboración propia.

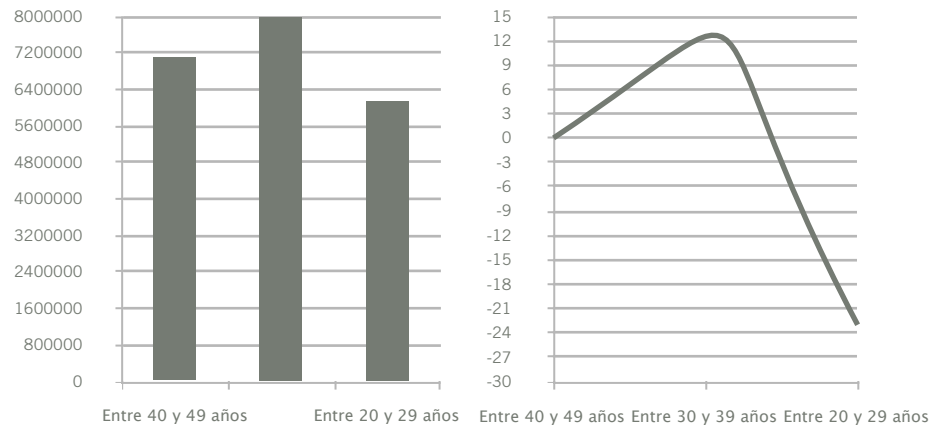


Gráfico 8. Oferta. Evolución número de viviendas visadas (1987-2009). Fuente: Colegio Superior de Arquitectos.

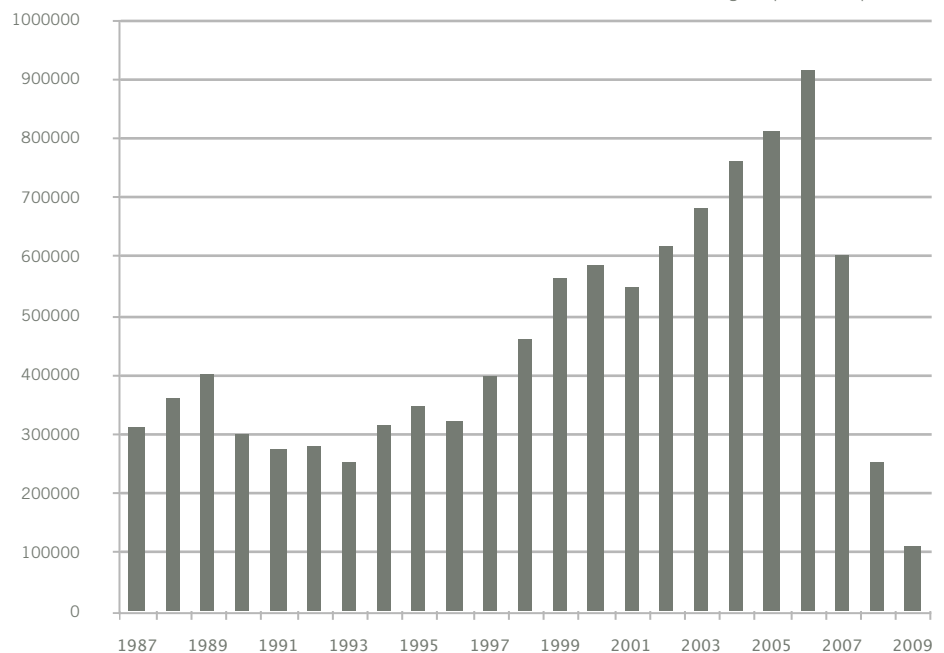


Tabla 2. Facturación por sector y por tamaño. Fuente: axesor.

	GRANDES	MEDIANAS	PEQUEÑAS
01. ACTIVIDADES EXTRACTIVAS	8,93%	40,06%	51,01%
02. INDUSTRIA MANUFACTURERA	27,00%	29,67%	43,33%
03. CONSTRUCCION	31,16%	24,03%	44,81%
04. DISTRIBUCION COMERCIAL	26,38%	28,37%	45,25%
05. SERVICIOS DE LA CONSTRUCCION	27,55%	17,73%	54,72%
06. PROMOCION INMOBILIARIA	23,30%	27,18%	49,52%

Gráfico 9. Consumo aparente de cemento. Tasa de variación interanual_%. Fuente: OFICEMEN.

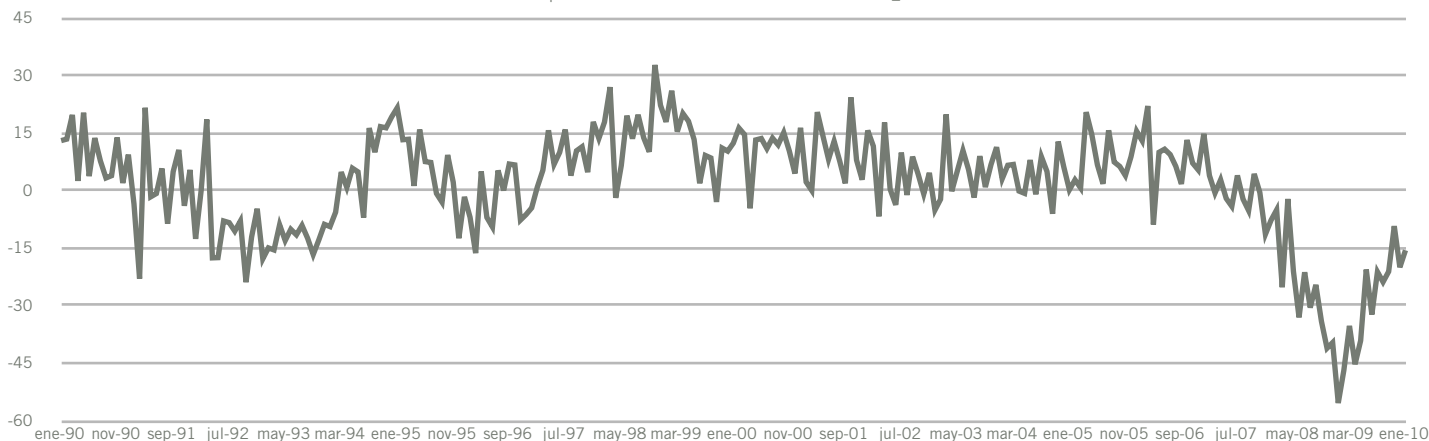
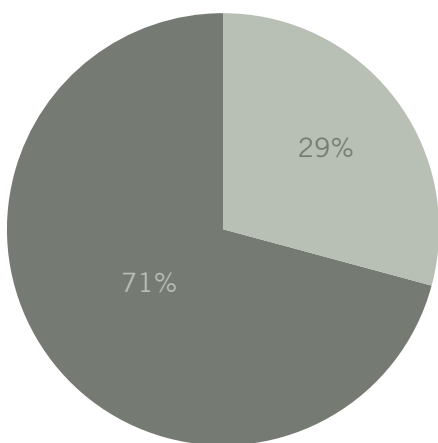
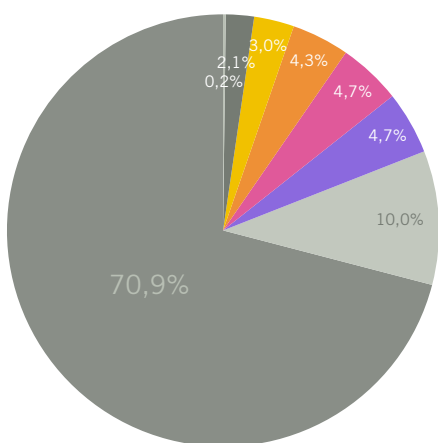


Gráfico 10. Peso de la facturación del Macro Sector Construcción. Fuente: axesor.



● Sectores dependientes de la construcción
● Resto de sectores

Gráfico 11. Peso de la facturación de cada sector en la cifra de negocios nacional. Fuente: axesor.



● ACTIVIDADES EXTRACTIVAS-CONSTRU
● OTROS SERVICIOS DE LA CONSTRUCCIÓN
● INDUSTRIA MANUFACTURERA-CONSTRU
● PROMOCION INMOBILIARIA
● ACTIVIDADES INMOBILIARIAS
● DISTRIBUCION COMERCIAL-CONSTRUCCION
● CONSTRUCCION
● ACTIVIDADES AJENAS A LA CONSTRUCCION

5.1 Viviendas visadas y consumo aparente de cemento.

Analizamos el comportamiento de la oferta a partir de los visados de proyecto de arquitecto por ser la fuente de información más exhaustiva, y pese a la existencia de algunas edificaciones visadas y no terminadas por dificultades financieras de la empresa constructora.

El gráfico 8 muestra la evolución experimentada por los visados de vivienda entre 1987 y 2009. Las 100.000 viviendas visadas en nuestro país en 2009 es algo inaudito en esta serie histórica y refleja de manera indirecta el enorme stock de vivienda excedente acumulado tras el periodo de auge inmobiliario vivido en España.

La oferta inmobiliaria en España pasa de registrar el inicio de construcción de 900.000 viviendas en 2006 a cerrar 2009 con el inicio de 100.000 viviendas. Ello sirve para hacernos una idea inicial de la destrucción masiva de empresas y de empleos de esta caída.

Los datos del primer semestre de 2010 no recogen recuperación alguna. El número de viviendas visadas cayó un 26,6% interanual en los primeros seis meses del año. Tan sólo se visaron 44.826 viviendas según los datos del Colegio Superior de Arquitectos de España. La cifra anualizada se acerca a una cifra final de viviendas visadas a final de 2010 ligeramente por debajo de las 90.000 viviendas, cifra aún menor que el mínimo histórico registrado en 2009, que ya reflejó una caída en el número de viviendas visadas del 56%.

Otro indicador que refleja muy bien la crisis inmobiliaria y cuya caída tampoco tiene precedente histórico es la producción de cemento.

Como se puede observar en el gráfico 9, el consumo aparente de cemento llegó a caer un 60% interanual en octubre de 2008 y acumuló una caída del 83% entre marzo de 2007 y marzo de 2010.

Pero detrás de este auge y caída inmobiliarios hay todo un universo inmobiliario de empresas de muchos sectores de la economía española que evolucionan con el ciclo inmobiliario y

cuya dimensión pasamos a ilustrar. Tras detenernos brevemente sobre el peso de la facturación de este macro sector en el global de la economía española analizaremos la evolución seguida por la demografía empresarial, huella estadística inequívoca del auge y la caída del sector del ladrillo en España.

6 | La dimensión del universo empresarial vinculado a la construcción.

6.1 Dimensión desde el punto de vista de la facturación.

La dimensión alcanzada por el macro sector que hemos denominado Grupo de actividades dependientes de la construcción es muy elevado en términos históricos y en términos comparativos con otras economías de nuestro entorno. No obstante, la actividad, y por tanto el riesgo ante la caída de dicha actividad, difiere por regiones en función del grado de concentración geográfica de las empresas vinculadas a este sector y, por ende, de su cifra de negocios. El universo inmobiliario de empresas representó en 2008 según nuestros datos (últimos datos disponibles), el 29% de la cifra de negocios del conjunto de empresas españolas (Gráfico 10). Casi 1 de cada 3 euros facturados en España en el año 2008 provenía de promotoras, constructoras, inmobiliarias o de alguna empresa industrial o de servicios dependiente de la actividad constructora e inmobiliaria.

Ello da una idea bastante elocuente de la dimensión alcanzada por este macro sector en España en los últimos años. El análisis por sectores permite conocer el peso de cada actividad en el global del macro sector de actividades dependientes de la construcción.

Como se observa en el gráfico 11, el sector de mayor peso en el universo inmobiliario es el sector de la construcción, que representa el 10% de la facturación del conjunto de empresas nacionales. Le siguen la distribución comercial vinculada con la construcción y las actividades inmobiliarias con un 5% cada uno. La promoción inmobiliaria, por su parte,

ción residencial no tiene precedente histórico, como tendremos ocasión de confirmar desde el lado del nivel de actividad, desde el ámbito del mercado de trabajo y desde la demografía de empresas. La contrapartida de un ajuste en precios por defecto es un ajuste en cantidades por exceso.

representó en 2008 el 4% de la facturación a nivel nacional. Del total de la industria (extractiva y manufacturera), las actividades vinculadas a la construcción incluidas en este estudio vienen a representar en torno al 3,20% del total de la facturación nacional. El peso de la industria manufacturera (2,94%) es mayor al de las actividades extractivas (0,27%). Por último, el conjunto de empresas que representan otros servicios a empresas de la construcción alcanzó en 2008 el 2,16% de la cifra de negocios del conjunto del tejido empresarial nacional.

El peso sectorial atendiendo a la cifra de negocios de las empresas varía significativamente al considerar otra variable, el excedente bruto de explotación. Los beneficios obtenidos por promotoras e inmobiliarias destacan por su peso relativo con respecto a constructoras y a empresas industriales y de servicios vinculadas a la construcción.

Atendiendo al tamaño, y como se observa en la tabla 2, la **distribución de la facturación** atendiendo al **tamaño de la empresa** difiere entre sectores.

La facturación de las pymes es más importante en las actividades extractivas, en la promoción inmobiliaria o en la distribución comercial. En otros sectores, tales como la construcción, la Industria manufacturera o los servicios de la construcción (que incluye las actividades inmobiliarias), las empresas grandes abarcan un mayor porcentaje de la facturación total, si bien el grueso de la facturación también se produce en las pymes.

La dimensión alcanzada por el macro sector de la construcción y sus sectores auxiliares en la última larga etapa expansiva de la economía española no ha sido la misma en todas las regiones. En el gráfico 12 se observan diferencias importantes en la facturación relativa que este conjunto de empresas representa con respecto a la facturación total de las empresas de su región para el último año del que se cuenta con información disponible (2008). La región más diversificada y menos dependiente de los ingresos provenientes de promotoras, constructoras, inmobiliarias, fabricantes, distribuidores o empresas de servicios vinculados a la construcción es Madrid, seguida de Navarra, Palencia, Vizcaya, Pontevedra y Barcelona. En el extremo opuesto, las provincias con empresas más expuestas a la corrección de los ingresos provenientes del ladrillo son Toledo, Málaga, Córdoba, Valladolid y Huelva. En todas ellas las empresas vinculadas a este macro sector superan el 45% de los ingresos totales de las empresas de dichas provincias.

La aparición de nuevas empresas atraídas por el momento dulce que vivía la construcción

Gráfico 12. Exposición a los ingresos provenientes del Macro sector promoción-Construcción-Inmobiliario y actividades vinculadas. Año 2008. Fuente: axesor.

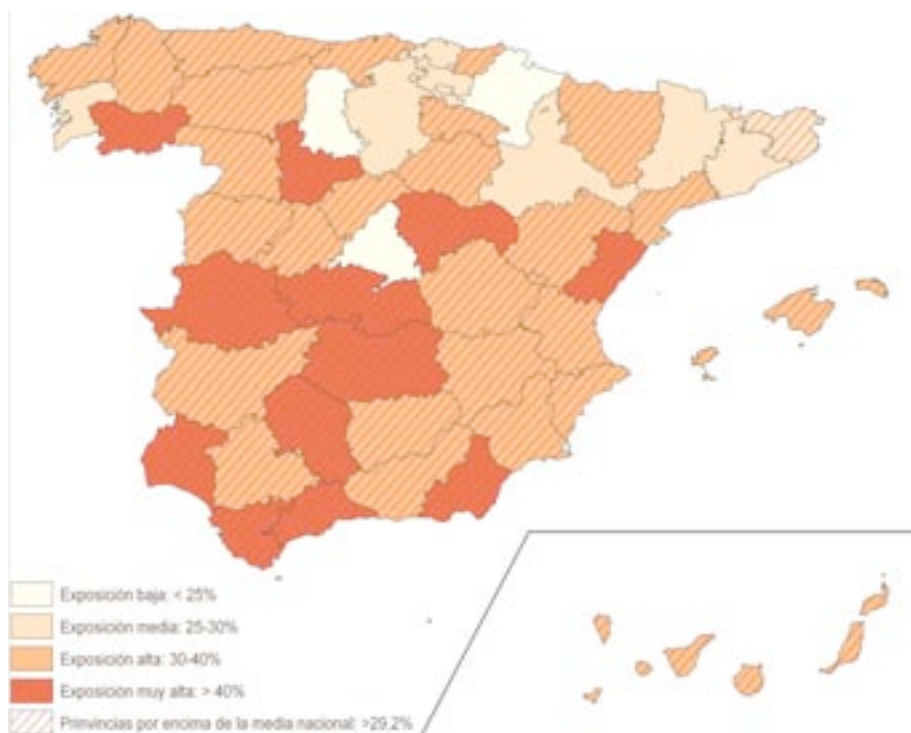


Tabla 3. Sectores dependientes de la construcción. Número de sociedades activas a finales de 2009. Fuente: axesor.

SECTOR DE ACTIVIDAD	2009
PROMOCION INMOBILIARIA	102.160
CONSTRUCCION	185.942
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	173.564
Conglomerado PROMOCIÓN-CONSTRUCCIÓN-INMOBILIARIO (PCI)	461.666
ACTIVIDADES EXTRACTIVAS (vinculadas directa o indirectamente con la construcción)	3.183
INDUSTRIA MANUFACTURERA (vinculadas directa o indirectamente con la construcción)	35.964
TOTAL INDUSTRIA VINCULADA A LA CONSTRUCCIÓN	39.147
DISTRIBUCION COMERCIAL	50.958
OTROS SERVICIOS RELACIONADOS CON LA CONSTRUCCION	43.623
TOTAL MACROSECTOR PROMOCIÓN-CONSTRUCCIÓN-INMOBILIARIO Y ACTIVIDADES VINCULADAS	595.394

Tabla 4. Sectores dependientes de la construcción. Número de sociedades activas sobre el total nacional a finales de 2009. Fuente: axesor.

SECTOR DE ACTIVIDAD	En porcentaje
PROMOCION INMOBILIARIA	7,15%
CONSTRUCCION	13,01%
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	12,15%
Conglomerado PROMOCIÓN-CONSTRUCCIÓN-INMOBILIARIO (PCI)	32,31%
ACTIVIDADES EXTRACTIVAS (vinculadas directa o indirectamente con la construcción)	0,22%
INDUSTRIA MANUFACTURERA (vinculadas directa o indirectamente con la construcción)	2,52%
TOTAL INDUSTRIA VINCULADA A LA CONSTRUCCIÓN	2,74%
DISTRIBUCION COMERCIAL	3,57%
OTROS SERVICIOS RELACIONADOS CON LA CONSTRUCCION	3,05%
TOTAL MACROSECTOR PROMOCIÓN-CONSTRUCCIÓN-INMOBILIARIO Y ACTIVIDADES VINCULADAS	41,66%



disparó hasta niveles históricos la inversión residencial en España. En la etapa de expansión, el crecimiento medio anual de la inversión en vivienda superó el 8% y su participación en el PIB nominal alcanzó su nivel máximo en 2007 (9.3%), algo más de 5 puntos porcentuales por encima del observado en 1995 y muy superior al registrado en la zona euro o en Estados Unidos.

La fuerte expansión de la oferta de viviendas llevó aparejada una notable expansión del empleo en el sector de la construcción, cuya participación en el empleo total alcanzó el 13,8% en 2007, casi 5 puntos porcentuales más que en 1996. Desde el año 2008 se ha registrado un intenso ajuste de la inversión residencial, lo que ha reducido rápidamente su importancia en términos de PIB y de ocupación. El coste en términos de empleo de la crisis inmobiliaria roza el millón de puestos de trabajo.

Tras acercarnos a la dimensión del macro sector objeto de este estudio desde el lado del

peso de su facturación, pasamos a continuación a caracterizar su peso desde el ámbito de la demografía de empresas.

6.2. Dimensión desde el punto de vista de la demografía empresarial.

Analizamos a continuación la evolución de la demografía empresarial (sociedades activas). Los datos de demografía de empresas se analizan desde el comienzo del ciclo inmobiliario (hemos cogido 1999 como año de referencia).

Procedemos a separar las empresas en dos grandes grupos.

Un primer grupo está formado por todas las sociedades vinculadas directamente o indirectamente al sector de la construcción y que fueron las ganadoras del “boom inmobiliario” en España. Este grupo incluye los siguientes sectores de actividad:

1. Promoción inmobiliaria.
2. Construcción.
3. Actividades inmobiliarias.

4. Industria vinculada al sector de la construcción, tanto industrias extractivas como industrias manufactureras.
5. Distribución comercial vinculada al sector de la construcción.
6. Otros servicios vinculados al sector de la construcción.

Los tres primeros sectores de actividad se engloban para el análisis en “Conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias”, o “Conglomerado PCI”. Estos tres sectores forman un grupo de 461.666 empresas.

El número total de sociedades activas de este macro sector o clúster de empresas (conglomerado PCI junto a empresas de la industria, comercio y servicios) alcanzó a finales de 2009 la cifra de 595.394, tal y como refleja la tabla 3.

Un segundo grupo formado por todas las sociedades no incluidas dentro del primer grupo y que recoge el resto de sectores y actividades económicas de la economía española. El número de empresas existentes cuya actividad es ajena al Conglomerado PCI y a su industria y servicios dependientes asciende a finales de 2009 a 833.458 empresas. La suma de ambos grupos conforma el número total de sociedades activas en España a finales de 2009: 1.428.852.

Las tablas 3 y 4 recogen todos aquellos grupos de actividades que se incluyen en el grupo 1. En ella se distinguen cuatro grandes grupos de actividad que conforman lo que hemos denominado “Macro Sector Promoción-Construcción-Inmobiliario y actividades vinculadas”:

El conjunto o conglomerado de empresas promotoras, constructoras (de edificios, obra civil o actividades especializadas) e inmobiliarias que la Clasificación Nacional de Actividades Económicas incluye dentro de los CNAEs 41, 42, 43 y 68. El número de empresas activas aquí incluidas asciende, a finales de 2009, a 461.666 y representa el 32,31% de las empresas activas en España.

El conjunto de empresas pertenecientes a las industrias extractiva o manufacturera y cuya actividad está directa o indirectamente vinculada a la actividad constructora o inmobiliaria. Ella incluye desde la actividad de extracción de arenas y gravas hasta la fabricación de otros productos no metálicos (fabricación de cemento, ladrillos, azulejos, vidrio...), pasando por la fabricación de puertas, muebles o persianas. Este conjunto de empresas industriales vinculadas al sector de la construcción ascendía a finales de 2009 a 39.147, un 2,74% del tejido empresarial nacional.

El conjunto de empresas de la distribución comercial que operan en el ámbito de la construcción o de las actividades inmobiliarias.

La región más diversificada y menos dependiente de los ingresos provenientes de promotoras, constructoras, inmobiliarias, fabricantes, distribuidores o empresas de servicios vinculados a la construcción es Madrid, seguida de Navarra, Palencia, Vizcaya, Pontevedra y Barcelona. En el extremo opuesto, las provincias con empresas más expuestas a la corrección de los ingresos provenientes del ladrillo son Toledo, Málaga, Córdoba, Valladolid y Huelva.

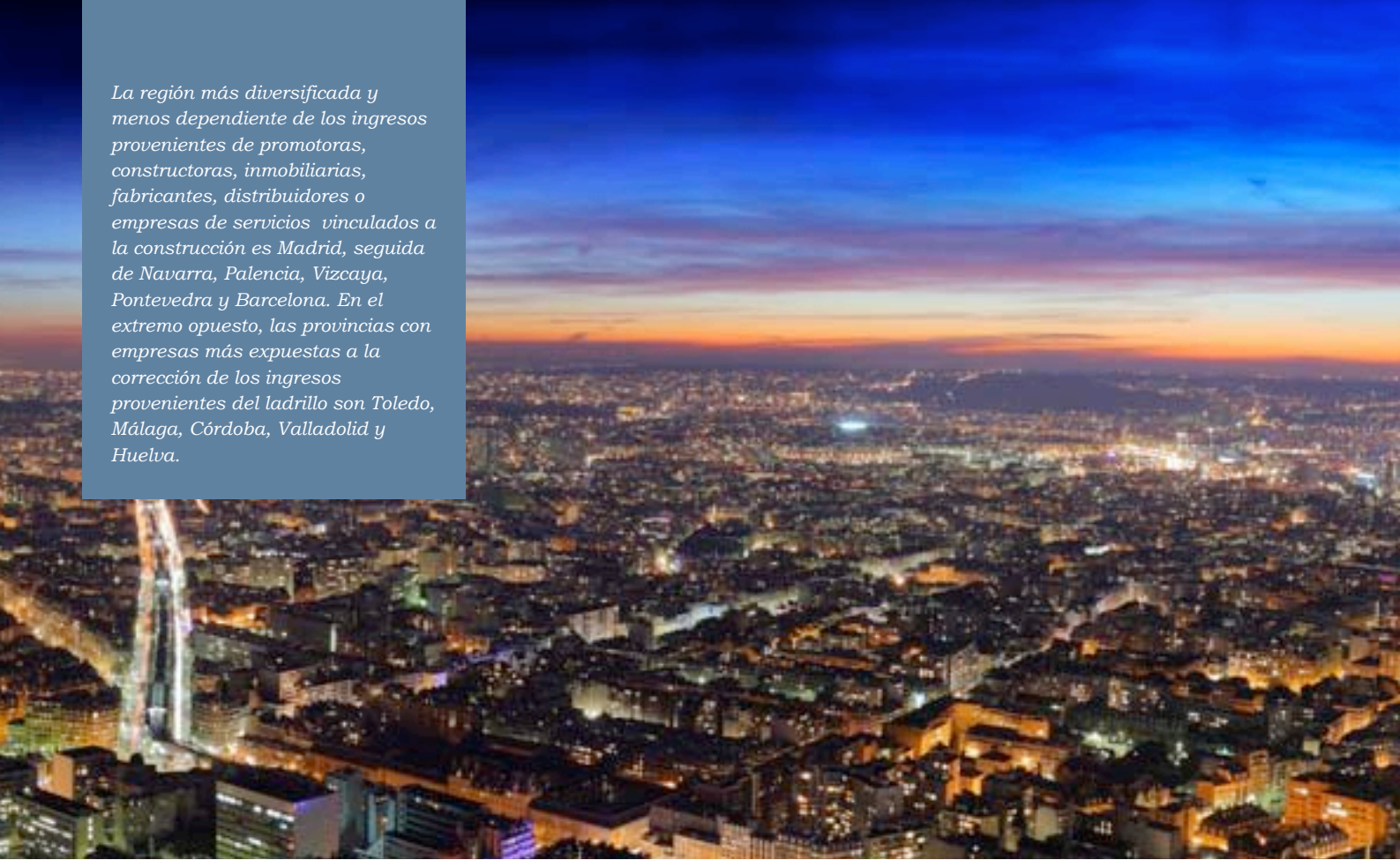


Gráfico 13. Evolución de la estructura económica nacional atendiendo al número de empresas activas. Fuente: axesor.

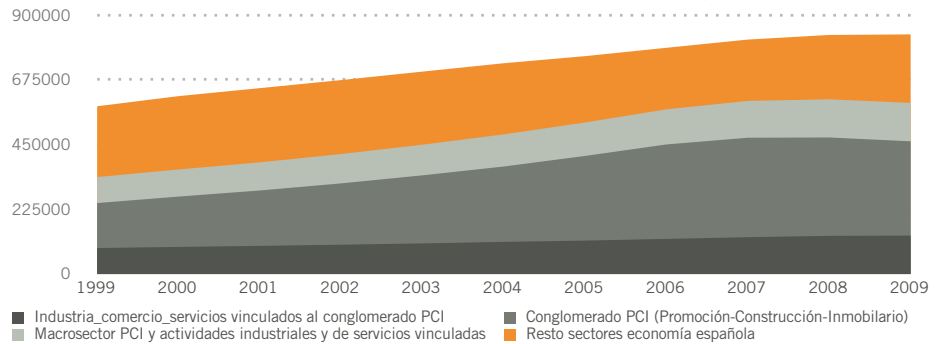


Gráfico 14. Peso demográfico del Conglomerado promoción-construcción-inmobiliario en la economía. Fuente: axesor.

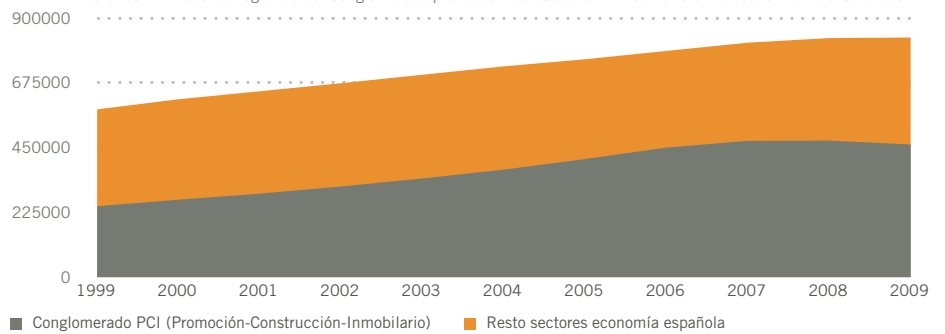
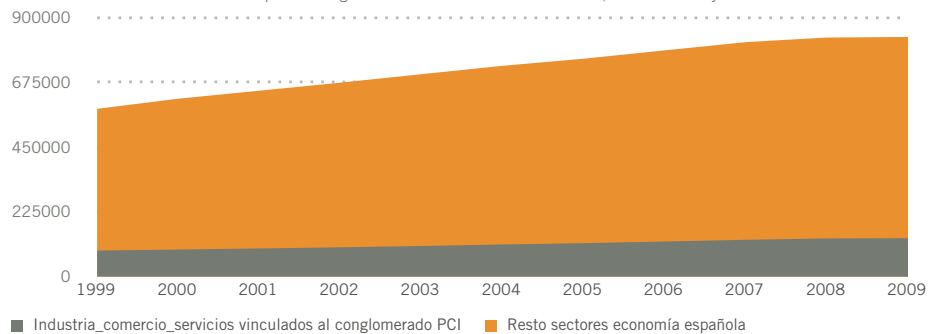
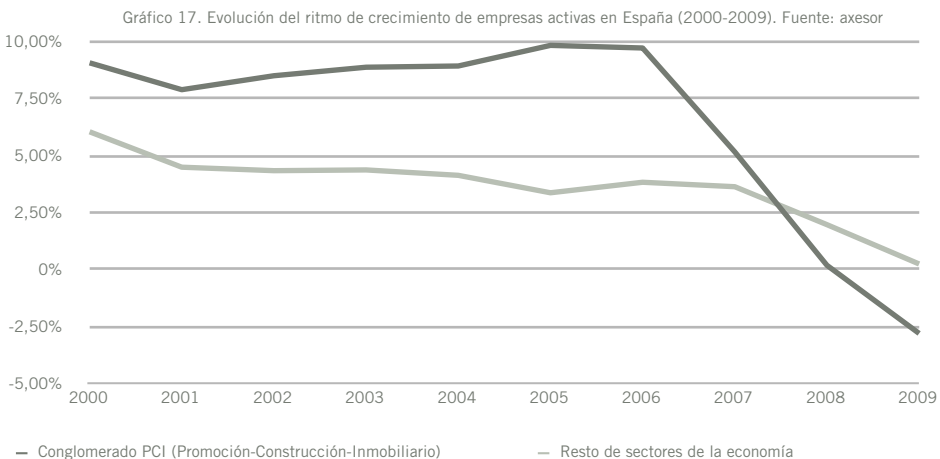
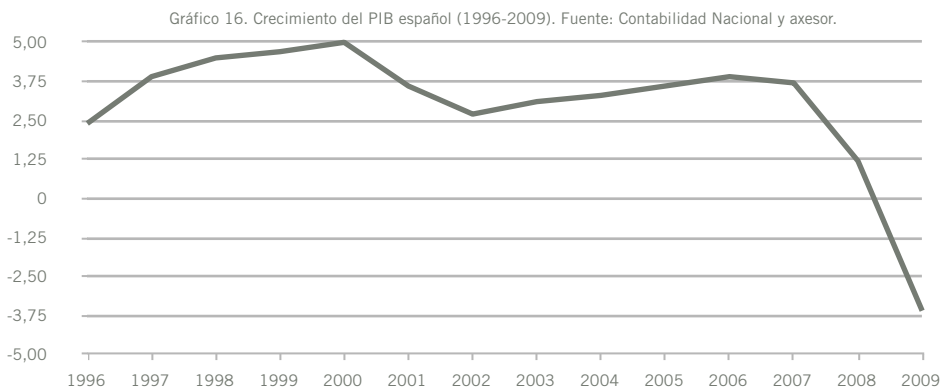


Gráfico 15. Evolución del peso demográfico de las actividades industriales, distribuidoras y de servicios. Fuente: axesor.





— Conglomerado PCI (Promoción-Construcción-Inmobiliario)

— Resto de sectores de la economía

Comercio al por mayor y al por menor de materiales de construcción, muebles, electrodomésticos...El número de empresas incluidas dentro de esta categoría alcanza las 50.958, cifra que representa el 3,57% de las sociedades activas en España.

El conjunto de empresas que ofrecen servicios a la industria de la construcción distintos de la intermediación y de la distribución, como por ejemplo los servicios técnicos de ingeniería y arquitectura. Todas ellas conforman un sector de 43.623 empresas, un 3,05% del total nacional.

La evolución del tamaño del universo inmobiliario se muestra en el gráfico 13.

De todo ello se deduce que el peso del macro sector PCI y actividades industriales y de servicios vinculadas ha sido y aún es muy elevado en la estructura económica de España, alcanzando a finales de 2009 el 41,66% del tejido empresarial nacional. Una referencia de la senda sesgada de crecimiento hacia este macro sector de la economía española es el peso alcanzado por las empresas de este sector en 1999 (36,64%) frente al pico alcanzado, como se observa en el gráfico 13, en el año 2007 con 602.303 empresas, un 42,48% del conjunto de empresas a nivel nacional.

El protagonista absoluto de la demografía de empresas nacional en la última década ha sido sin lugar a dudas el que hemos denominado Conglomerado de empresas promotoras, de la construcción e inmobiliarias, Conglomerado PCI, como se deduce del gráfico 14.

Pues bien, las actividades dependientes de la coyuntura económica del conglomerado de empresas anterior, fundamentalmente dependientes del sector de la construcción, se han caracterizado por sufrir los efectos de la caída en la actividad constructora e inmobiliaria. El gráfico 15 muestra la evolución en el peso de la demografía nacional de este conjunto de actividades productivas. Merece la pena destacar que la industria dependiente de la construcción contaba al final del periodo con 4594 empresas activas más, algo que diverge del comportamiento contractivo experimentado por la industria española en general en el mismo periodo.

6.3. La dualidad de la economía española desde el punto de vista de la demografía de empresas.

6.3.1. Dualidad en el ritmo de crecimiento de empresas activas.

El gráfico 16 permite distinguir los dos periodos de fuerte crecimiento de la economía nacional en los últimos 15 años y hasta la llegada de la crisis económica y financiera. El primero comienza en 1996 y alcanza su auge en el año 2000, con una tasa de crecimiento del PIB del 5%. Dicho crecimiento experimenta una significativa ralentización en 2001 y 2002 para volver a superar tasas del crecimiento del 3% a partir del año 2003. Pues bien, esta segunda etapa de crecimiento de la economía española, se va a caracterizar por un crecimiento desmedido de la inversión en vivienda (que llegaría a alcanzar casi el 10% del PIB en el año 2006, como veremos al analizar las causas y efectos de la burbuja inmobiliaria) y en suelo urbano para nuevas

construcciones, especialmente intensa en los años 2005, 2006 y 2007, ambos impulsados por la expansión del crédito bancario, un tipo de interés demasiado bajo (negativo en términos reales), y un precio de los activos que creció entre 2002 y 2005 un 65,80%, esto es, un incremento anual del 16,5% en términos nominales. Considerando el año 2006 de transición, en cuanto a lo que al mercado inmobiliario se refiere, se observa que la desaceleración del precio de la vivienda así como del número de transacciones a partir de dicho año coincide con el momento en que también se desacelera la creación de promotoras, constructoras y actividades especializadas de la construcción e inmobiliarias.

Queremos llamar la atención, en primer lugar, sobre lo sucedido con la dinámica empresarial en España en el último periodo de fuerte crecimiento económico de la economía española. En este sentido, el año 2001 marca un momento de inflexión que introduce una divergencia en las sendas de crecimiento sectorial de las empresas en España. Como se puede observar en el gráfico 17, a partir de 2001 el ritmo de crecimiento del conjunto de empresas activas ajenas a la construcción disminuye de manera continua durante esta etapa de crecimiento de la economía española. Es por tanto, el ritmo de crecimiento de empresas activas del macro sector Promoción-Construcción-Inmobiliario el que permite que el tejido empresarial nacional experimente incrementos crecientes que se acumulan año tras año, y no incrementos decrecientes, como estaba sucediendo en la estructura empresarial del país ajena a la construcción desde el año 2001. El conjunto de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias registró un crecimiento medio anual en el periodo comprendido entre 2002 y 2006 del 9,18%, alcanzado su máximo en 2005 con una tasa de crecimiento del 9,84%. Mientras el conjunto de empresas no vinculadas al sector del ladrillo logra crecer en este periodo un 4% de media anual, pero, a diferencia del sector PCI, crece cada año a menor ritmo (con la excepción significativa del año 2006).

En consecuencia, el diferencial de crecimiento en el número de empresas activas entre el sector PCI y los sectores ajenos al ladrillo se amplía progresivamente entre 2002 y 2006, llegando a representar un diferencial de crecimiento de 6,5 puntos porcentuales en el año 2005, como se observa en el gráfico 2.

Los ritmos de crecimiento del tejido empresarial de ambos grupos de actividades se invierten con la llegada de la crisis. En el trienio 2007-2009 el tejido empresarial ajeno a la construcción logra crecer, incluso en 2009, un exiguo 0,24%. La otra cara de la crisis la ofrece el Conglomerado PCI que pasa de registrar un incremento de su parque empresarial del 9,73% en 2006 a sufrir una caída del 2,81% en 2009, lo que representa la des-

La oferta inmobiliaria en España pasa de registrar el inicio de la construcción de 900.000 viviendas en 2006 a cerrar 2009 con el inicio de 100.000 viviendas. Los datos del primer semestre de 2010 no recogen recuperación alguna.

El universo inmobiliario de empresas representó en 2008 el 29% de la cifra de negocios del conjunto de empresas españolas.

El ritmo de crecimiento de empresas activas del macro sector Promoción-Construcción-Inmobiliario el que permite que el tejido empresarial nacional experimente incrementos crecientes que se acumulan año tras año, y no incrementos decrecientes, como estaba sucediendo en la estructura empresarial del país ajena a la construcción desde el año 2001.

trucción neta de 13.357 empresas, en torno a un 3% de las empresas del sector a finales de 2009.

6.3.2. Dualidad en la tasa de variación de nuevas empresas creadas.

El gráfico 18 permite observar dicha dualidad desde el punto de vista de la creación de empresas. El macro sector de actividades dependientes de la construcción disfruta de un incremento en la entrada de nuevas empresas del 9,86% medio anual en el periodo 2002-2006. El conjunto de actividades productivas ajenas a la construcción, y para el mismo periodo, registra un ritmo de incremento de entrada de nuevas empresas del 2,25%. Por lo tanto, existe una dualidad evidente detrás de la cifra de crecimiento anual de empresas en la economía española entre 2002 y 2006, que diferencia claramente entre “lo inmobiliario” y lo “no inmobiliario”. **La sobredimensión alcanzada por el sector PCI y el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 justifican el mayor impacto de la crisis en el sector PCI y sus actividades vinculadas. Todo ello nos lleva a concluir que, detrás de la caída media del 25% en la creación de empresas en España en el bienio 2008-2009 como consecuencia de la crisis económica y financiera, se encuentra la sobredimensión de un conjunto de empresas promotoras, constructoras, industriales vinculadas a la construcción, de comercio al por mayor y al por menor, inmobiliarias, y de otro tipo de servicios de apoyo a la construcción, que, en su reajuste, ha llevado la caída en la creación de nuevas empresas en este macro sector de la economía nacional hasta el 35,8% de media en 2008 y 2009. De nuevo una dinámica empresarial dual, pues el azote de la crisis no ha sido, por el momento, tan drástico con el resto de sectores de la economía española, que han registrado una caída en la tasa de variación de nuevas empresas creadas del -17,6% de media en 2008 y 2009.**

Esta dualidad de comportamientos se aprecia en el gráfico 19. Es aún más evidente, al analizar la evolución mensual del número de empresas creadas, como la creación de empresas ajenas al macro sector dependiente de la construcción diverge de lo que sucede con la creación de promotoras, constructoras, inmobiliarias y toda su industria y servicios anexos. Si a lo largo de 2006 ambas curvas caminan de la mano creándose aproximadamente el mismo número de empresas

Gráfico 18. Evolución sectorial del número de empresas creadas (1999-2009). Fuente axesor.

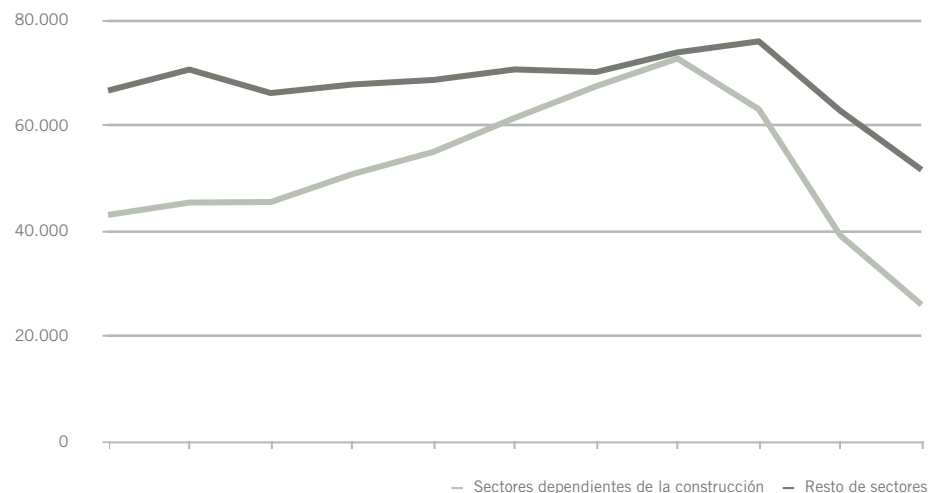
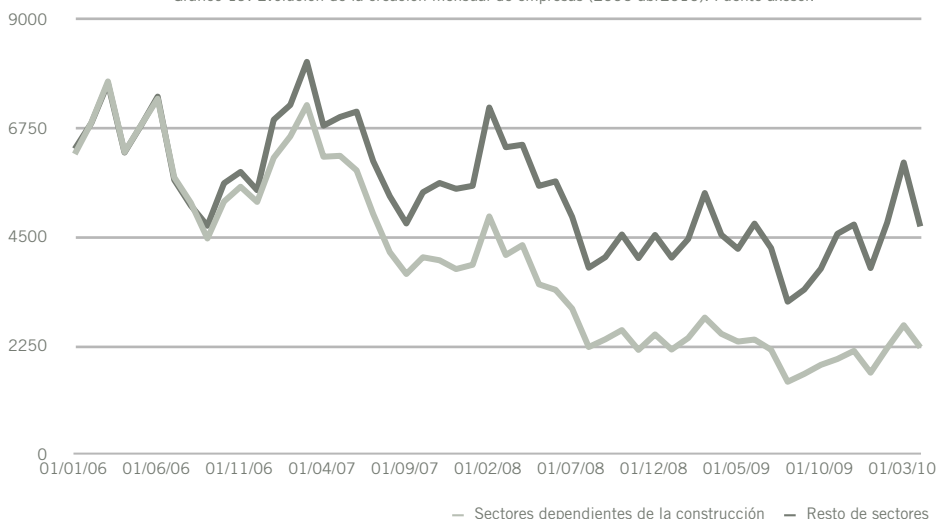


Gráfico 19. Evolución de la creación mensual de empresas (2006-abr2010). Fuente axesor.



vinculadas al ladrillo que ajenas a éste, a partir de 2007 el número de empresas creadas en ambos sectores muestra sendas de evolución bien distintas.

Un análisis más detallado por sectores (gráfico 20) indica que el mayor ajuste en la creación de empresas se ha producido en el sector de promoción inmobiliaria. El ritmo de entrada de nuevas empresas fue en el periodo comprendido entre 2004 y 2006 del 65,72% de media, esto es, se crearon un 65,72% más de empresas promotoras que en el trienio anterior (2001-2003). Pues bien, en el periodo 2007-2009 ese crecimiento del 65,72% se transforma en una caída interanual entre ambos trienios del 62,66%. Las Actividades Inmobiliarias y la Construcción son, por este orden, los sectores que siguen a promoción inmobiliaria en cuanto a lo que el desplome en la creación de empresas se refiere entre 2007 y 2009.

Merece una atención especial lo sucedido en el sector de promoción inmobiliaria. En el gráfico 21 se muestra la evolución del número absoluto de empresas creadas. De las 14.000 promotoras que se creaban al año en el periodo 2004-2006 se pasa a algo más de 5.000 entre 2007 y 2009.

El gráfico 22 muestra con mayor claridad aún un aspecto no comentado anteriormente y referido al gráfico 3. Si la economía española en los años 1999, 2000 y 2001 crea, de media, unas 23.000 empresas no vinculadas al sector de la construcción más que las que se incluyen dentro de su ámbito, ésta cifra se reduce a un exiguo 1.163 en el año 2006 (año de mayor auge constructor e inmobiliario en demografía empresarial). La dimensión alcanzada por el conglomerado de empresas PCI y su industria y servicios relacionados llevó a que el número de empresas creadas vinculadas a este macro sector igualase prácticamente el número de empresas creadas del resto de sectores de la economía española en su conjunto en los años 2005 y 2006.

El fin del boom inmobiliario permitió un reajuste de la situación en 2007, y especialmente en 2008 y 2009, de modo que la diferencia media en la creación de nuevas empresas entre la actividad económica no vinculada a la construcción y a la que sí es dependiente de ésta alcanza en 2008 y 2009 el máximo de toda la serie: 24.630. La demografía de empresas marca una nueva senda de crecimiento para la economía española a partir de 2009, más diversificada y menos dependiente de la construcción y las actividades inmobiliarias. Este ajuste demográfico de peso empresarial de la actividad económica vinculada a la construcción ha continuado produciéndose en el primer semestre de 2010, como analizaremos en el apartado de previsiones.

Por lo tanto, tanto la evolución seguida por el número de empresas activas desde el año 2001 como la senda de crecimiento observada en la creación de nuevas empresas llevan a la misma

La sobredimensión alcanzada por el sector PCI y el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007 justifican el mayor impacto de la crisis en el sector PCI y sus actividades vinculadas. Todo ello nos lleva a concluir que, detrás de la caída media del 25% en la creación de empresas en España en el bienio 2008-2009 como consecuencia de la crisis económica y financiera, se encuentra la sobredimensión de un conjunto de empresas promotoras, constructoras, industriales vinculadas a la construcción, de comercio al por mayor y al por menor, inmobiliarias, y de otro tipo de servicios de apoyo a la construcción, que, en su reajuste, ha llevado la caída en la creación de nuevas empresas en este macro sector de la economía nacional hasta el 35,8% de media en 2008 y 2009. De nuevo una dinámica empresarial dual, pues el azote de la crisis no ha sido, por el momento, tan drástico con el resto de sectores de la economía española, que han registrado una caída en la tasa de variación de nuevas empresas creadas del 17,6% de media en 2008 y 2009.

Gráfico 20. El desplome sectorial en la creación de empresas. Tasa de variación (2004-2009). Fuente axesor.

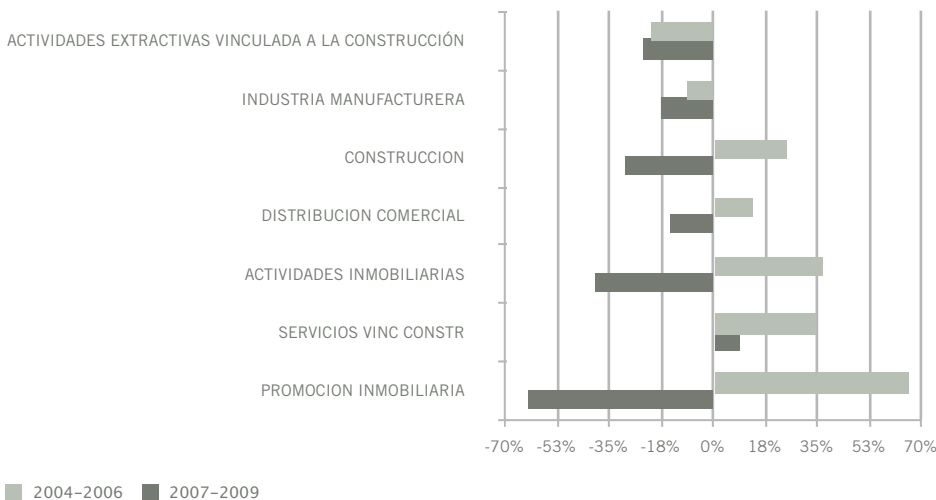


Gráfico 21. Promoción inmobiliaria. Empresas creadas (2001-2009). Fuente axesor.

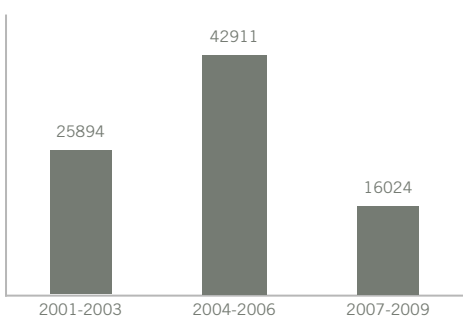
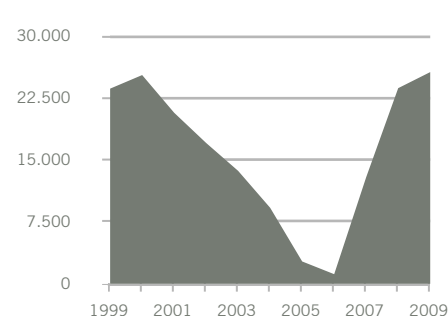


Gráfico 22. Empresas creadas (Sectores ajenos construcción - Macro sector construcción). Fuente axesor.



De media, en los años 2007-2009 las bajas o ceses de actividades extractivas, industriales, de la construcción o de servicios de empresas vinculadas al ladrillo aumentaron un 36,43%, cifra sustancialmente superior al incremento del 10,15% de bajas y ceses de actividad sufrido por el tejido empresarial no vinculado al ladrillo. Si nos fijamos en el núcleo de empresas del boom inmobiliario (promotoras, constructoras e inmobiliarias), el aumento en la destrucción de empresas de este conglomerado de empresas se dispara entre 2007 y 2009 un 48,11%.

conclusión: el segundo periodo de elevado crecimiento registrado por la economía española (2002-2007) de los últimos quince años fue posible gracias, en gran parte, a la sobredimensión alcanzada por el sector de la construcción y todas sus actividades auxiliares y, muy especialmente, del conglomerado Promoción-Construcción-Inmobiliario.

6.3.3. Dualidad en la evolución de bajas oficiales y ceses de actividad.

Si dirigimos ahora el análisis hacia las bajas y ceses de actividad de las empresas de la economía española en los últimos años, la divergencia anteriormente observada entre empresas vinculadas a la construcción y al sector inmobiliario y aquellas empresas que fueron ajenas al mismo se mantienen.

De media, en los años 2007-2009 las bajas o ceses de actividades extractivas, industriales, de la construcción o de servicios de empresas vinculadas al ladrillo aumentaron un 36,43%, cifra sustancialmente superior al incremento del 10,15% de bajas y ceses de actividad sufrido por el tejido empresarial no vinculado al ladrillo. Si nos fijamos en el núcleo de empresas del boom inmobiliario (promotoras, constructoras e inmobiliarias), el aumento en la destrucción de empresas de este conglomerado de empresas se dispara entre 2007 y 2009 un 48,11%.

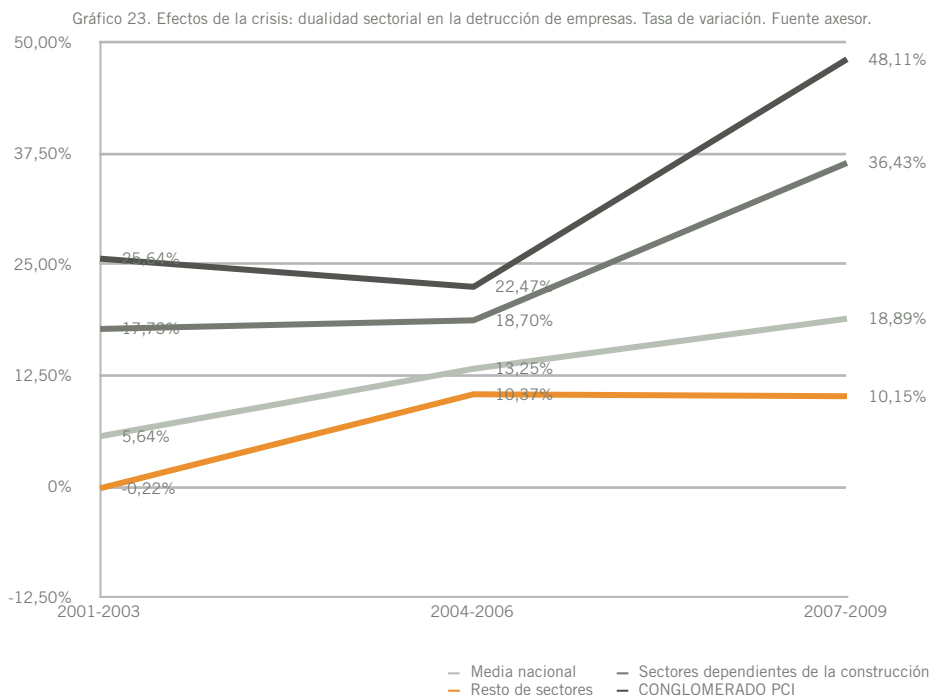
Estos porcentajes se traducen, tal y como presenta el gráfico 24, en que el macro sector de actividades dependientes de la construcción pasó de registrar 92.827 bajas o ceses de actividad de empresas en el periodo 2004-2006 a incrementar esa cifra hasta las 123.858 registradas desde la llegada de la crisis económica y financiera (2007-2009). Como se puede apreciar, dicho incremento en el resto de sectores de la economía española fue mucho menor.

Todo ello se traduce (gráfico 25) en que de las 298.444 bajas y ceses de actividad en el periodo 2007-2009, el 41,5% fueron empresas relacionadas directa o indirectamente con el sector de la construcción.

En los ocho primeros meses de 2010 la tendencia se mantiene. Una de cada tres bajas o ceses de actividad tienen lugar en el conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias, alcanzando en su conjunto los 27.470 cierres de empresas. Ello implica un aumento de las bajas y ceses de actividad con respecto a los ocho primeros meses de 2009 del 15,58% en el caso de las empresas de la construcción y promoción inmobiliaria y del 18,95% en el caso de las empresas de servicios inmobiliarios.

La creación neta aglutina, por tanto, todo lo dicho anteriormente, teniendo siempre muy presente que, con crisis inmobiliaria o sin ella, se siguen creando empresas vinculadas a estos sectores. Como se observa en el gráfico 26, la pérdida de tejido empresarial en la construcción y sus actividades auxiliares o dependientes ha sido más del doble en este clúster o macro sector de actividades interdependientes que en el conjunto del resto de sectores de la economía nacional. El volumen de tejido empresarial que se destruye es muy superior al que se crea.

La tasa de creación neta (destrucción en este caso) se sitúa en los ocho primeros meses de 2010 en un -3,52% en el caso de las inmobiliarias y en un -3,40% en el caso de las empresas pertenecientes al sector de Construcción y promoción inmobiliaria. Por tanto la tasa de destrucción



está siendo aún mayor en 2010 de lo que fue en 2009 tanto en el caso de empresas promotoras y constructoras como en el caso de empresas inmobiliarias.

6.3.4. Previsiones de creación de empresas del sector en 2010.

El primer semestre de 2010 fue testigo de una ligera recuperación en la creación de empresas en el conjunto de la economía española del 3,79%. No obstante, la dualidad anteriormente mencionada ha seguido estando muy presente en el comportamiento observado de la demografía. Esa ligera recuperación es el resultado, por un lado, de un aumento en la creación de empresas en los sectores ajenos al conjunto de actividades promotoras, constructoras e inmobiliarias del 11,39% y, por otro, de la continuación en la caída en la creación de empresas que aún registra el conglomerado PCI, que en el primer semestre de 2010 fue del 8,74%. Por lo tanto, en los primeros seis



El peso del macro sector PCI y actividades industriales y de servicios vinculadas ha sido y aún es muy elevado en la estructura económica de España, alcanzando a finales de 2009 el 41,66% del tejido empresarial nacional.

Gráfico 24. Evolución del número de empresas que causan baja o cesan su actividad antes y después de la crisis. Fuente axesor. 174.586

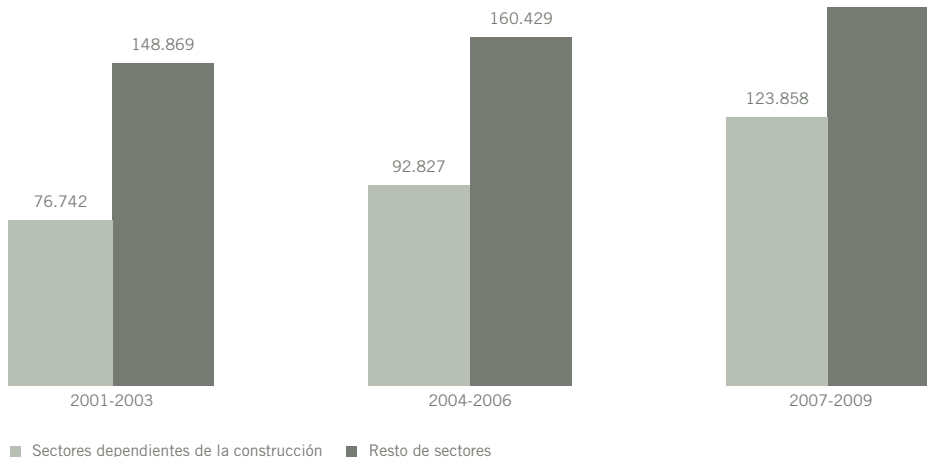


Gráfico 25. Evolución del peso sectorial en el cierre de empresas. Fuente axesor.

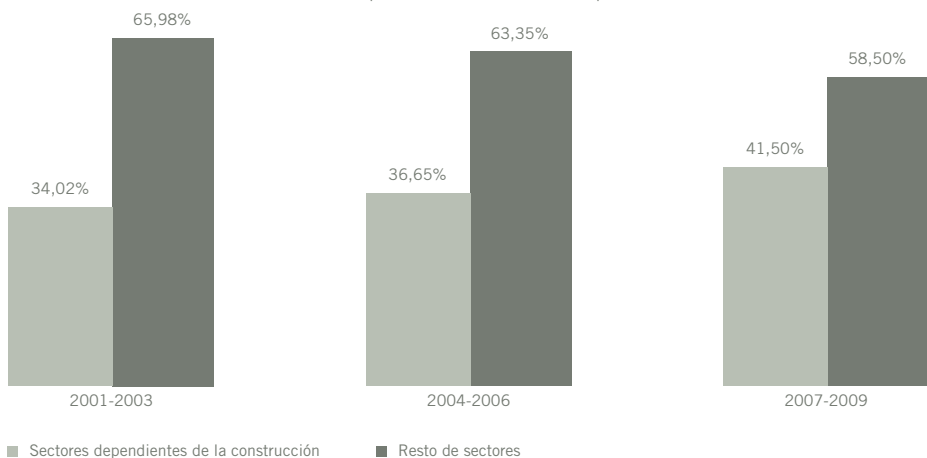
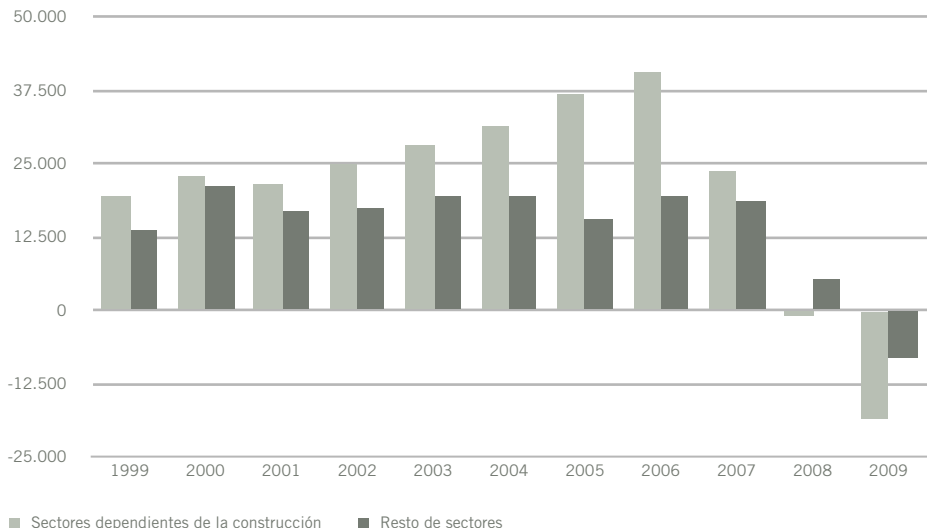


Gráfico 26. Evolución sectorial de la creación neta. Fuente axesor.



Nuestras previsiones adelantan ya una nueva caída del 7,38% para el año 2010 en la creación de promotoras, constructoras e inmobiliarias, que se suma a la caída acumulada del 84,75% acontecida entre 2007 y 2009.

De crearse 72.687 empresas en el año 2006, estimamos que 2010 cerrará con la creación de 24.046 empresas en el conjunto de sectores vinculados a la construcción.

meses de 2010 la recuperación en la creación de empresas en aquellos sectores ajenos al boom inmobiliario es notable. El conjunto de actividades vinculadas a la construcción sigue creando menos empresas que en el mismo periodo del año anterior, debido especialmente a que las expectativas a medio plazo son muy negativas en el ámbito de la construcción, promoción y actividad inmobiliaria.

Las previsiones (gráfico 27) apuntan a que se amplíe aún más la diferencia existente en la creación de empresas entre el conglomerado de empresas PCI y el resto de sectores de la economía española.

En efecto, nuestras previsiones adelantan ya una nueva caída del 7,38% para el año 2010 en la creación de promotoras, constructoras e inmobiliarias, que se suma a la caída acumulada del 84,75% acontecida entre 2007 y 2009.

Este previsión contrasta con la previsión para el resto de sectores de la economía española (excluyendo el grupo de actividades dependientes de la construcción), donde se estima que la creación de empresas puede crecer hasta un 14,58%, cerrando así dos años seguidos de caídas y recuperando niveles de creación de empresas cercanos a los de 2008, tal y como refleja el gráfico 28.

El histórico parón de la construcción analizado en el apartado 3 del presente informe se traduce en una caída también histórica en la creación de empresas dentro del ámbito inmobiliario. Un simple análisis de estática comparativa de la situación en 2006 y 2010 (gráfico 29) muestra la virulencia del ajuste y los reducidos incentivos en la actualidad a la creación de empresas en los sectores de promoción inmobiliaria, construcción y actividades inmobiliarias. De crearse 72.687 empresas en el año 2006, estimamos que 2010 cerrará con la creación de 24.046 empresas en el conjunto de sectores vinculados a la construcción.

Como se observa en el gráfico 30, constructoras e inmobiliarias pasan de cifras de creación mensual en torno a 2.000 nuevas empresas a cerrar 2010 con cifras ligeramente superiores a las 500. Las promotoras, por su parte, cerrarán 2010 con las cifras de creación más bajas de los últimos cuatro años (ligeramente por debajo de las 250 mensuales), frente a los máximos de 2006 que superaban las 1.500 promotoras mensuales.

No obstante, nuestras previsiones adelantan que, en el caso de inmobiliarias y constructoras, 2011 puede comenzar con un leve cambio de tendencia y, en el caso de las empresas de promoción inmobiliaria, la caída en el número de nuevas empresas creadas podría empezar a estabilizarse.

Finalmente, si bien la caída en la creación de empresas industriales, de distribución y en otros servicios no es tan drástica como en el caso de la del conglomerado PCI, estos sectores, especialmente la distribución y otros servicios, y según nuestras estimaciones, podrían iniciar una ligera recuperación hacia final de año por lo que a creación de empresas se refiere (gráfico 31).

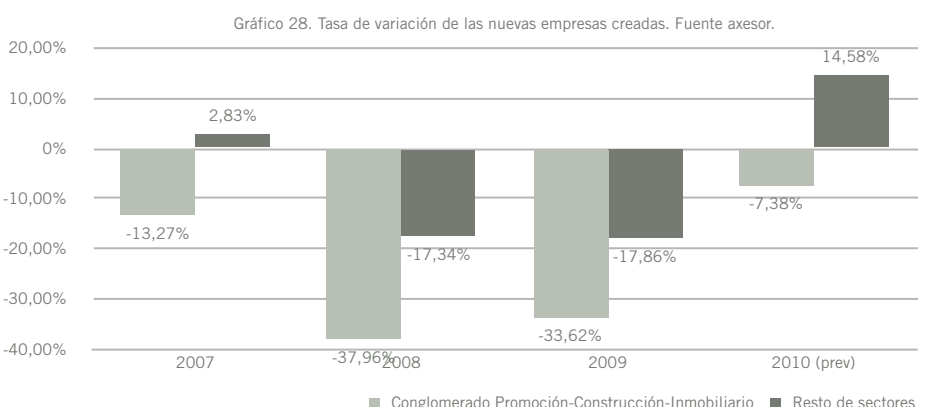
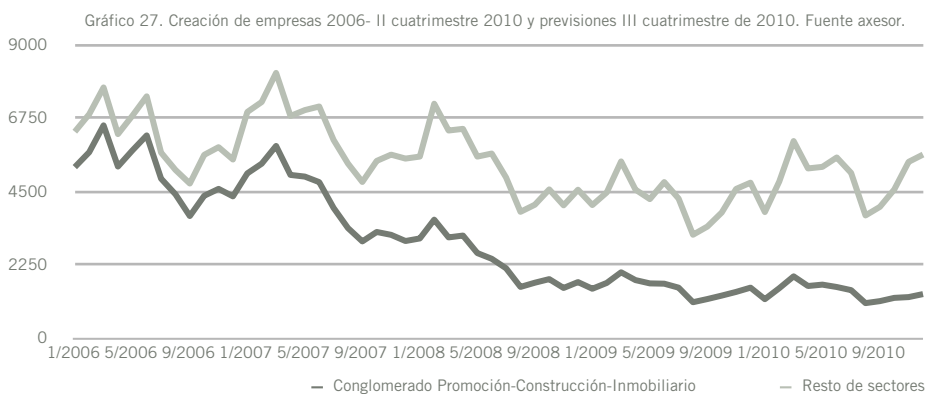




Gráfico 29. Pocos incentivos a la creación de empresas en el ámbito inmobiliario. Fuente asesor.

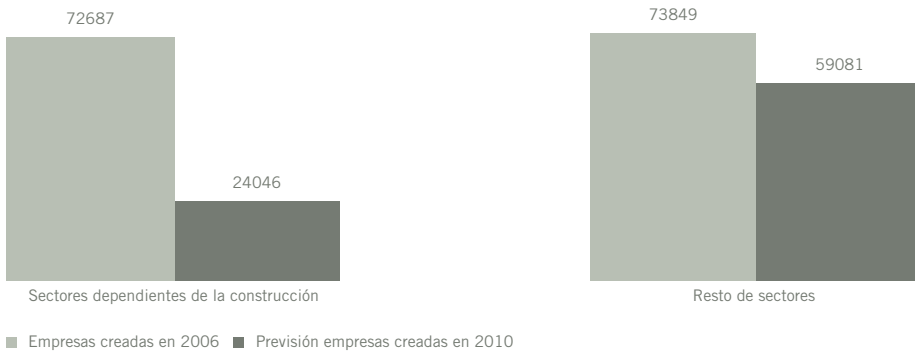


Gráfico 30. Evolución de la creación de empresas 2006 - 2010 (prev). Fuente asesor.

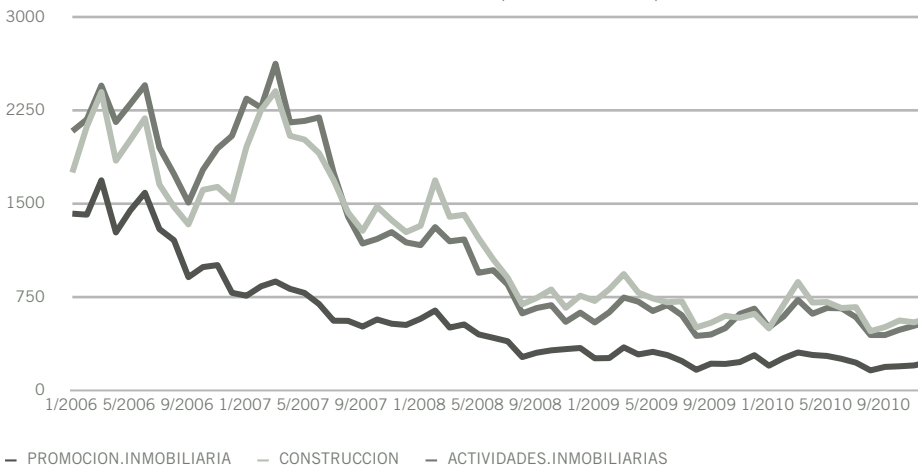
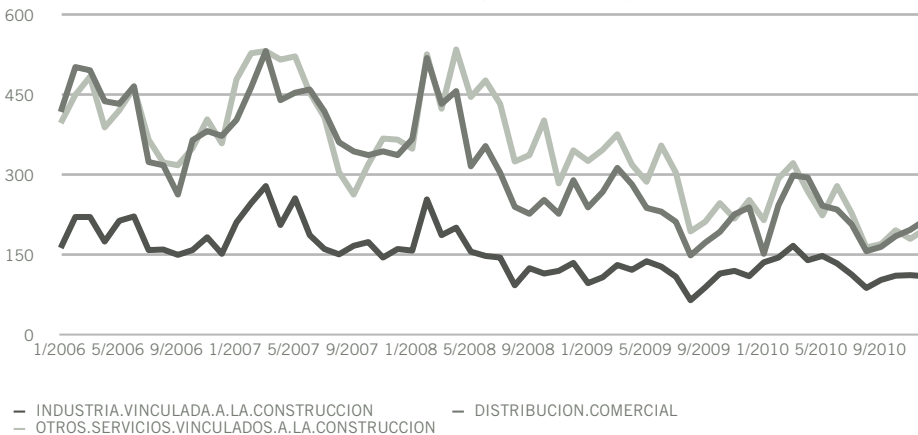


Gráfico 31. Evolución de la creación de empresas 2006-2010 (previsión). Fuente asesor.





La fase alcista iniciada por el sector inmobiliario en 1997 derivó, a partir de 2003, en la formación de una burbuja inmobiliaria cuyos efectos sobre la economía española están siendo muy negativos. Bajos tipos de interés, un fácil acceso al crédito, las altas rentabilidades del sector, expectativas de mayores aumentos de precios, la tradicional rigidez de nuestra estructura económica (fricciones, monopolios de concesión) coadyuvaron a la formación de la burbuja.

7 | Análisis de la evolución del precio de la vivienda. Previsiones por provincia 2011.

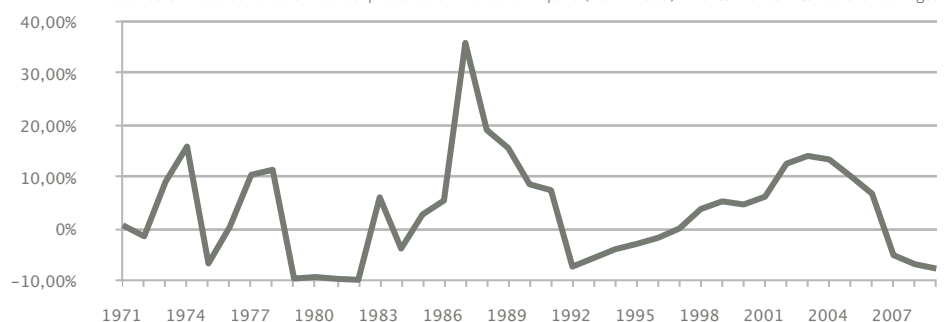
7.1. La burbuja inmobiliaria española en el contexto europeo y sus factores explicativos.

Según los datos del precio de la vivienda del Banco Internacional de Pagos España es el país de Europa donde más crecieron los precios de la vivienda en términos reales entre 1985 y 2006. Este aumento se ha producido en dos fases de auge inmobiliario: desde 1985 a 1991, etapa en la que los precios reales crecieron un 130%, y desde 1997 hasta 2006 cuyo aumento fue del 108%. Tal y como se aprecia en el gráfico 32, el alza experimentada en los precios reales de la vivienda de finales los 80 superó a la que ha tenido lugar recientemente. En efecto, pese a la menor duración del auge inmobiliario de la segunda mitad de los 80 y principios de los 90, las subidas interanuales de precios fueron superiores a la reciente fase alcista vivida por el sector. Ello se debió principalmente a un importante desfase entre demanda y oferta inmobiliarias, siendo ésta última muy inferior a las necesidades que experimentó la sociedad española.

El encarecimiento de la vivienda también tuvo lugar de manera generalizada en otros países europeos. Atendiendo a la velocidad a la que han crecido los precios reales de la vivienda en el periodo 1985-2006 que se recogen en la tabla 8, podemos diferenciar entre:

- Un primer grupo de países donde la apreciación de la vivienda ha sido muy elevada, registrando incrementos que ha llevado el precio de la vivienda a representar en 2007 más del doble del precio existente en 1985, tal y como se observa en la tabla 1. Este grupo incluiría a España, Bélgica, Irlanda, Gran Bretaña, Holanda y Francia.
- Un segundo grupo de países, formado por los países nórdicos, Italia y Grecia, donde el precio de la vivienda ha crecido pero de forma más razonable, entre un 50 y un 100%.
- Finalmente existe un tercer grupo de países en los que el comportamiento de los precios demuestra que los activos inmobiliarios pueden depreciarse en términos reales (caso Alemania y Austria) o mantenerse prácticamente invariables a lo largo del tiempo (caso Suiza y Portugal).

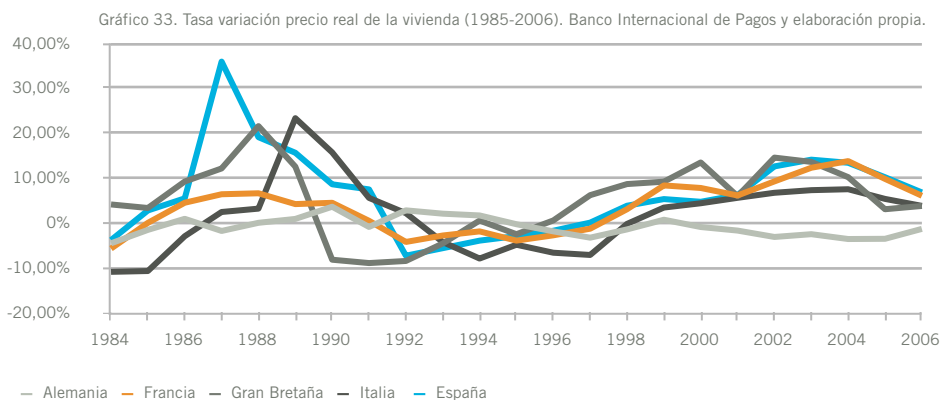
Gráfico 32. Tasa de variación real del precio de la vivienda en España (1971-2009). Fuente: Banco Internacional de Pagos.



Según los datos del precio de la vivienda del Banco Internacional de Pagos España es el país de Europa donde más crecieron los precios de la vivienda en términos reales entre 1985 y 2006.

Tabla 8. Variaciones del precio real de la vivienda en Europa entre 1985 y 2006. Fuente: Banco Internacional de Pagos.

Países con fuerte incremento de precios		Países con incremento de precios medio		Países con incremento de precios leve o decremento	
España	283,73%	Suecia	92,38%	Portugal	4,23%
Irlanda	251,46%	Dinamarca	87,75%	Suiza	-3,81%
Bélgica	242,50%	Noruega	85,13%	Alemania	-13,50%
Holanda	217,05%	Italia	75,08%	Austria	-18,00%
Reino Unido	178,84%	Finlandia	53,86%		
Francia	125,68%	Grecia	52,14%		



Las diferencias existentes en la evolución seguida por el precio de la vivienda en Europa se explican a través del distinto comportamiento seguido por las ofertas y demandas inmobiliarias nacionales, así como por el comportamiento del propio precio de la vivienda directamente influenciado por las expectativas de los agentes. Variables tales como la renta disponible de los hogares, la tasa de creación de hogares, el precio y la rentabilidad de los alquileres, las variables financieras y la amplitud de los mercados financieros o la fiscalidad han condicionado la demanda inmobiliaria de los principales países europeos. La oferta inmobiliaria, por su parte, ha variado en función de la distinta regulación del sector y, especialmente, del grado diferente de accesibilidad a la adquisición de suelo. La rentabilidad de las inversiones en el sector también han condicionado de manera notable los fondos cuyo destino final fue la construcción residencial afectando de este modo también a la tasa de variación de los precios.

Las diferencias en el ritmo de crecimiento seguido por el precio real de la vivienda de los principales países europeos se observa en el gráfico 33.

La fase alcista iniciada por el sector inmobiliario en 1997 derivó, a partir de 2003, en la formación de una burbuja inmobiliaria cuyos efectos sobre la economía española están siendo muy

Gráfico 34. Evolución del crédito en España. Tasa de variación (1993-2009). Fuente: Banco de España.



Gráfico 35. Tipo de interés real (1999-2009). Banco Internacional de Pagos.



El proceso de sobrevaloración de los activos inmobiliarios tiene efectos económicos importantes, entre ellos un incremento del precio del suelo, el denominado "efecto riqueza" sobre el consumo, y un fuerte impacto sobre la asignación de recursos. Cuando el auge deja paso a la recesión y la subida de precios se transforma en depreciación de activos los efectos para la economía en su conjunto pueden ser muy profundos.

negativos. Bajos tipos de interés, un fácil acceso al crédito, las altas rentabilidades del sector, expectativas de mayores aumentos de precios, la tradicional rigidez de nuestra estructura económica (fricciones, monopolios de concesión) coadyuvaron a la formación de la burbuja.

El carácter procíclico del sistema financiero se encuentra detrás de la inflación y de la deflación inmobiliaria. Los boom de crédito, que expanden el crédito por la economía a través de la relajación de los estándares de calidad del crédito otorgado por los bancos, aumentan la exposición de la economía al nacimiento de burbujas especulativas con el correspondiente riesgo de sufrir crisis de liquidez o pánicos bancarios. La evidencia empírica subraya los efectos negativos de la deflación inmobiliaria a lo largo de la historia, donde se observa que en la mayoría de los episodios de deflación inmobiliaria hubo contracción del crédito, recesión y aumento del desempleo.

La burbuja del crédito derivó en un excesivo apalancamiento del sector inmobiliario. A la formación de la burbuja en España contribuyó el enorme aumento del crédito y del endeudamiento de los agentes económicos en España. El crédito al sector privado, en relación al PIB pasó de representar en torno al 75% del PIB en 1997 a más que duplicarse y alcanzar el 175% en 2007. Es decir, la economía española debía a finales de 2007 un 75% más de lo que fue capaz de producir en ese año. El contexto era propicio para endeudarse y recurrir en exceso a la financiación ajena, dados los históricamente bajos tipos de interés y la comodidad con la que se obtenía crédito. Los datos no dejan a lugar a la duda: el crédito al sector privado creció entre 1998 y 2007 a una tasa del 17,9% anual, siendo las subidas interanuales del 22,6% en el crédito a comprador de vivienda y del 32,1% en el crédito a promotor inmobiliario. En conjunto, el crecimiento del crédito al sector inmobiliario (promoción y construcción) creció a un ritmo medio anual del 27,4%, 10 puntos por encima del crecimiento del crédito al sector privado.

Pese a que el ritmo de crecimiento anual es alto en todos los años desde 1997, la difícil situación actual es heredera sobre todo de la dinámica de crédito que tiene lugar a partir de 2003, especialmente en el segmento de crédito a promotor, como se puede observar en el gráfico 34.

El tercer factor de la creación de la burbuja inmobiliaria es el tipo de interés real. Una política monetaria excesivamente laxa por parte del Banco Central Europeo permitió que los tipos de interés reales fueran muy bajos, llegando incluso a ser negativos entre 2002 y 2005, como muestra el gráfico 35. Dichos años coinciden con el momento de mayor revalorización de la vivienda donde los precios reales de la vivienda en nuestro país acumulan una subida del 50,16%, casi la mitad de la revalorización total experimentada entre 1997 y 2007 (108%).

Un cuarto factor que desencadena la espiral alcista de precios fue el propio comportamiento del precio de la vivienda, que alimentaba las expectativas de futuras subidas. El principal factor que alimentaba las subidas del precio de la vivienda en un año t era la subida de precios que había tenido lugar en $t-1$. En la sociedad española se asienta la creencia equivocada de que el precio de la vivienda no puede bajar.

Gráfico 36. Tasa de variación del precio real de la vivienda. Banco Internacional de Pagos e INE.



Gráfico 37. Las burbujas de crédito y de precios. Fuentes: Banco de España, INE, Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

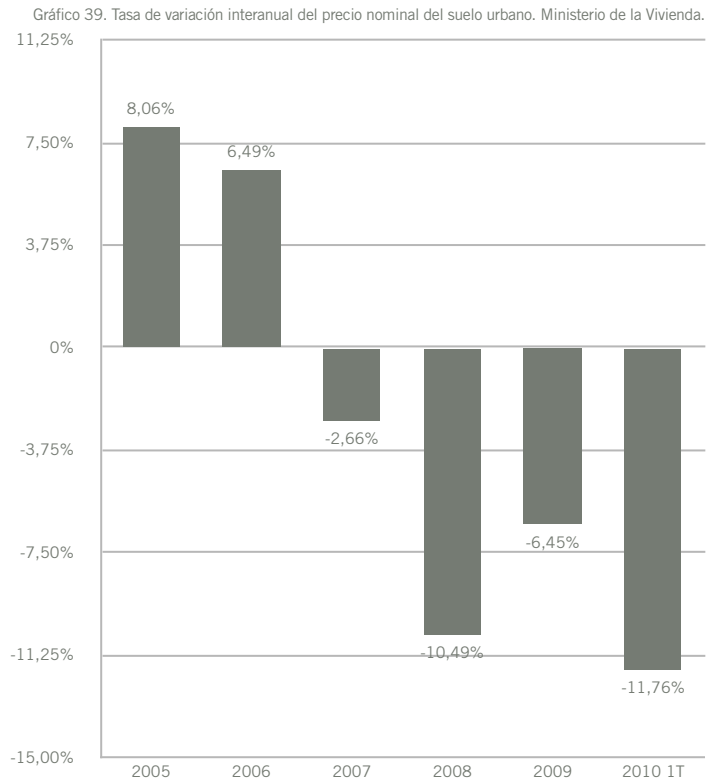
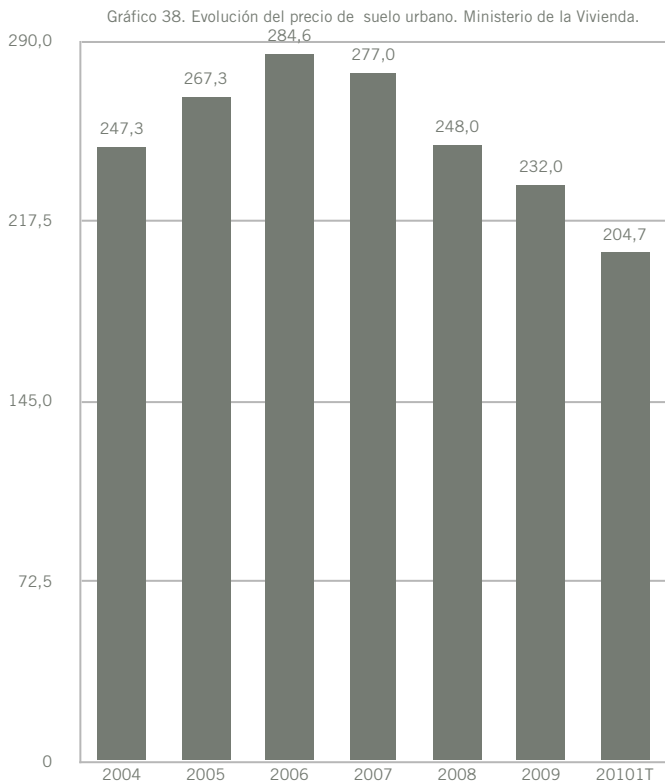


Por último, el problema que genera una apuesta colectiva equivocada. Todos los agentes (familias, inversores, empresas, entidades financieras, tasadoras, ayuntamientos, gobiernos autonómicos, gobierno de la nación) ganaban con la adquisición de vivienda. La elevada rentabilidad de la inversión en ladrillo elevaba la demanda de crédito para invertir en activos inmobiliarios. Pero conforme se elevaban los precios más necesario se hacía que éstos siguieran subiendo para hacer rentables los proyectos de inversión sobre las deudas contraídas. Cuando ésta se produce, dados los elevados niveles de precios de adquisición de vivienda y suelo, la rentabilidad de la inversión se hunde pero la deuda permanece.

El boom de crédito y el boom inmobiliario coincidieron. El crédito inmobiliario comenzó a crecer a tasas de dos dígitos a partir 1997 y alcanza su máximo a finales de 2006, momento en que el crecimiento de los precios ya había comenzado su ralentización. El gráfico 37 permite observar como los inversores y las entidades financieras apostaron colectivamente por nuevos incrementos del precio de la vivienda y la demanda y la oferta de crédito inmobiliario se disparó hasta alcanzar crecimientos del 40% en 2006. Hoy, los precios acumulan una caída nominal del 12,02% hasta junio de 2010 según el Ministerio de la Vivienda. Menores precios implican menores rentabilidades. Sin embargo, la carga de la deuda permanece para promotoras y constructoras. A diferencia del primer boom de crédito (1997-2003) que encontró un mercado inmobiliario pujante tanto en demanda como en precios, la segunda ola crediticia, aún más potente que la anterior, llegó con retraso a un mercado de la vivienda que empezó a acusar el acumulado y vertiginoso aumento de precios así como las mayores dificultades financieras en forma de mayores tipos de interés a partir de 2006, por un lado, y las dificultades de financiación resultado de la falta de liquidez debidas a las tensiones existentes en los mercados financieros internacionales fruto del estallido de la mayor crisis financiera internacional desde 1930. El legado hoy es una preocupante combinación de altísimo endeudamiento y cifras de ventas en mínimos históricos.

De este modo se produjo una burbuja inmobiliaria en España, burbuja que se tradujo en altos volúmenes de transacciones a precios muy distintos del valor económico fundamental. El valor de los activos inmobiliarios se situó sustancialmente por encima del valor que podía ser explicado por la lógica económica, esto es, por los fundamentos que sostiene la teoría económica a largo plazo (renta per cápita, coste de producción, tipos de interés, etc). Y ese exceso de valor venía explicado por las expectativas de nuevos aumentos de precios. Es decir, es un fenómeno que se autoalimenta: las propias expectativas de crecimiento de los precios hacían crecer los precios, apoyándose las expectativas de mayores incrementos de precios en las tasas de crecimiento de los precios registradas en el presente y en el pasado reciente, todo ello habilitado por el fácil acceso al crédito de las entidades financieras que aplicaban criterios laxos de gestión del riesgo. Para que todos los proyectos financiados fueran rentables era necesario suponer que el precio de los activos inmobiliarios nunca bajaría. También subestimó esta posibilidad el sistema financiero español.





7.2. Efectos económicos y financieros de la creación y estallido de la burbuja inmobiliaria.

Las tres últimas recesiones que han asolado la economía española, en los años 70, en 1993 y en 2009 han ido precedidas de una desaceleración del sector inmobiliario. Asimismo, de las 10 recesiones que ha sufrido EEUU desde la Segunda Guerra Mundial, 8 han ido precedidas de una desaceleración en el sector inmobiliario. Las recesiones del sector inmobiliario tienen un efecto desproporcionado sobre la dinámica del resto de la economía. Pero, ¿por qué? ¿Cuáles son sus efectos? Analicemos algunos de ellos.

En general, debemos destacar que el sector inmobiliario es uno de los más cíclicos: en fases de expansión tiende a crecer por encima de la media, y lo contrario durante periodos recesivos. Ello es consecuencia, en gran medida, del largo horizonte temporal de las inversiones ya que el periodo de construcción de una vivienda en España se prolonga durante aproximadamente 2 años mientras que el plazo medio de amortización de una hipoteca históricamente está alrededor de 10 años, siendo hoy considerablemente superior. Todo ello tiene como resultado la especial sensibilidad de las inversiones a los cambios del tipo de interés así como lentitud en el ajuste de la oferta de las empresas del sector a las condiciones económicas de cada momento, lo que deriva con frecuencia en situaciones de sobreoferta o de exceso de demanda, en función del momento del ciclo que atraviesa la economía nacional.

7.2.1. Efectos económicos.

El proceso de sobrevaloración de los activos inmobiliarios tiene efectos económicos impor-

tantes, entre ellos un incremento del precio del suelo, el denominado "efecto riqueza" sobre el consumo, y un fuerte impacto sobre la asignación de recursos. Cuando el auge deja paso a la recesión y la subida de precios se transforma en depreciación de activos los efectos para la economía en su conjunto pueden ser muy profundos, especialmente cuando, dada la necesidad la elevada necesidad de financiación del sector, la morosidad o las quiebras de empresas se trasladan a las entidades de crédito, las cuales, a su vez, ven como su patrimonio inmobiliario y las garantías hipotecarias pierden valor y la morosidad aumenta.

Efectos sobre el precio de la vivienda. El primer efecto del auge inmobiliario es el aumento del precio de los inmuebles, debido a la fuerza que experimenta la demanda y el retraso con que se ajusta la oferta a dicho incremento. La euforia llega a su fin con la ralentización de la demanda y el incremento de la oferta y la congelación de la financiación, debido en gran parte al estallido de la mayor crisis económica y financiera internacional de los últimos 100 años. Desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2008 y hasta el segundo trimestre de 2010, el precio de la vivienda según los datos del Ministerio de la Vivienda ha caído un 12,02%.

Efectos sobre el precio del suelo. El Ministerio de la Vivienda sólo dispone de datos desde 2004. En cualquier caso, y como se observa en los gráficos 38 y 39, es suficiente para recoger el fuerte ritmo de crecimiento del precio del suelo en 2005, que sigue acumulando subidas, si bien a menor ritmo, hasta finales de 2006. Desde entonces y hasta finales de 2009 acumula una caída nominal del -16,94%. Tras un leve repunte en el se-

gundo trimestre de 2009 los datos de precio de suelo del Ministerio de la Vivienda informan que éste volvió a caer en el tercer trimestre (-7,5%), caída que no logra incentivar las transacciones. Las 5.023 transacciones registradas entre julio y septiembre supusieron un 14,7% menos que en el trimestre anterior.

Desde entonces, el enfriamiento del mercado de suelo urbano, tanto en número de transacciones como en precios, no muestra signos de cambio y ha continuado bajando hasta la actualidad. La fuerte caída del precio en el primer trimestre de 2010 del 11,76% (último dato disponible), es la mayor registrada desde que se elabora la estadística y marca claramente la tendencia futura del precio del suelo, tras el espejismo de recuperación que supuso el dato de 2009. Las caídas en el valor de los inmuebles y el excedente de oferta inmobiliaria adelantan mayores caídas en el precio del suelo urbano, cuyo efecto sobre el elevado stock de este tipo de activos existente en los balances de promotoras y constructoras cuando se actualice el valor de dichos activos será importante. El precio del suelo urbano acumula ya una caída del 31,36% entre 2007 y el primer trimestre de 2010.

Efectos sobre las decisiones de ahorro y consumo.

En el primer caso, los hogares identifican la reserva de valor que atesora su vivienda con el valor que le otorga el mercado. Esto hace que variaciones de los precios inmobiliarios tengan un impacto directo sobre la riqueza que los hogares estiman poseer e, indirectamente, sobre sus decisiones de ahorro y consumo. Cuando la vivienda se revaloriza impulsa el consumo mientras que cuando el valor de los inmuebles cae penaliza el consumo y revitaliza el ahorro por motivo precaución. La caída del consumo es especialmente pronunciada

cuando parte de éste se financia a crédito utilizando la vivienda como garantía. Por lo tanto, a nivel agregado, la depreciación de los activos inmobiliarios tiene un efecto directo sobre la riqueza de los hogares, pues la mayor parte de ella se encuentra invertida en su propia vivienda.

Efecto sobre la asignación de recursos. La formación de la burbuja inmobiliaria y el rol que juegan las garantías hipotecarias como ventaja en la obtención de financiación afecta al patrón de especialización productiva, como ha sucedido durante la última década en España, donde la banca privilegiaba el crédito a promotor y constructor frente a la industria o los servicios. Y ello sirvió para impulsar el número de trabajadores empleados en el sector inmobiliario así como las decisiones de inversión y de financiación vinculadas al mismo.

Los efectos sobre el reparto del empleo entre sectores productivos. La hipertrofia alcanzada por el sector de la construcción e inmobiliario implica que hoy sobran en España muchos trabajadores que se especializaron en ofrecer sus servicios al sector de la construcción e inmobiliario. En el momento álgido del sector la construcción y las actividades inmobiliarias llegaron a aglutinar en torno a 2,9 millones de trabajadores según la EPA. Cerca de 950.000 empleos han desaparecido debido a la crisis que atraviesa el sector y pese a los planes públicos de apoyo a la Obra Pública, a la inversión local (Plan E) y al subsector de Rehabilitación y mantenimiento. El severo ajuste del empleo en el sector de la construcción es uno de los mejores ejemplos de la fragilidad de las bases sobre las que se sustentó el crecimiento económico impulsado por el último auge inmobiliario (2003-2007). Se trataba de un gigante con pies de barro, un modelo de crecimiento económico basado en muchas horas de trabajo y la utilización de capital no tecnológico. La baja productividad total de los factores de la economía española es aún menor y decreció aún con más fuerza durante el boom inmobiliario en el sector de la construcción, mientras que la aportación de las horas de trabajo y del capital no tecnológico era muy superior a las cifras medias ya de por sí elevadas de la economía española.

Un exceso de crédito vinculado al sector promotor-inmobiliario. Las entidades financieras premiaban el crédito a promotoras, constructoras e inmobiliarias sobre el otorgado al resto de sectores productivos. Ello se debe al mayor grado de garantía que concede el crédito hipotecario, al contar con bienes inmobiliarios tangibles en caso de impago o de insolvencia. Para el correcto funcionamiento de la economía resulta crucial la eficiencia del sector financiero a la hora de canalizar fondos desde los ahorradores hacia los inversores. En este sentido, resulta relevante no solo el volumen total de fondos que este sector es capaz de intermediar, sino también cómo se distribuyen

dichos fondos entre las diferentes ramas de actividad de la economía. Dado que la distribución sectorial del crédito condiciona la de la inversión, el patrón productivo de un país y la evolución de la productividad dependen también, entre otros factores, de aquellos que determinan dicha distribución sectorial del crédito. La depreciación de los activos inmobiliarios provoca una disminución en el valor de la garantía necesaria para obtener financiación o para refinanciar deudas pasadas. La principal consecuencia, grave pues afecta a la fluidez comercial y financiera, es la contracción del crédito por parte de la banca. Los efectos macroeconómicos del racionamiento del crédito están ya provocando el cierre de numerosas pequeñas y medianas empresas en España.

Un exceso de inversión inmobiliaria. Los excesos de inversión tanto en construcción de vivienda como en adquisición de suelo dejan alrededor de un millón de inmuebles sin vender y más suelo urbano del necesario dada la coyuntura inmobiliaria previsible a medio plazo. La dinámica de subida de precios fue capaz de atraer más capital al sector inmobiliario, pues la rentabilidad era elevada. La desviación del crédito y de la inversión hacia el conglomerado promoción-construcción alcanzó cifras históricas para nuestra economía. El ritmo constructor de los últimos años de la burbuja fue muy fuerte, considerablemente superior al anterior auge inmobiliario de finales de los años 80, aunque la mayor oferta no pudo contener el crecimiento de los precios, que sólo ralentizan su crecimiento cuando la vivienda se convierte en un bien inaccesible para gran parte de la población dados los precios alcanzados por ésta, cuando, como consecuencia, en parte, del estallido de la crisis financiera internacional, el crédito es igualmente inaccesible para gran parte de las familias en España y cuando llegan al mercado todos los inmuebles que se empezaron a construir a partir de 2006 materializados y responsables de que la inversión en vivienda en España alcanzara casi el 10% del PIB en 2006.

7.2.2. Efectos financieros.

La depreciación de activos que tiene lugar cuando estalla una burbuja especulativa se trasladan al conjunto de la economía fundamentalmente a través de dos canales financieros que dan lugar, por ende, a dos efectos financieros:

Efecto balance (balance sheet channel) resultado del proceso de depreciación de activos inmobiliarios, incluido el suelo. La riqueza inmobiliaria de las **empresas no financieras** también suele reducirse cuando cae el precio de la vivienda. A pesar de la dificultad de constatar el valor real de los inmuebles, fundamentalmente por la falta de índices apropiados que recojan el valor del inmueble en las transacciones y por el número de transac-

ciones que se llevan a cabo, las caídas de precio de la vivienda reflejan principalmente una caída del precio del suelo y, por lo tanto, los activos inmobiliarios de las empresas también se deprecian. Como sucede con las familias, ello lleva a las empresas a reducir la producción y la inversión, pues el deterioro de su balance dificulta y encarece su acceso al crédito. El efecto es especialmente importante para las empresas pequeñas y medianas, ya que son las que utilizan más sus activos inmobiliarios como garantía de crédito.

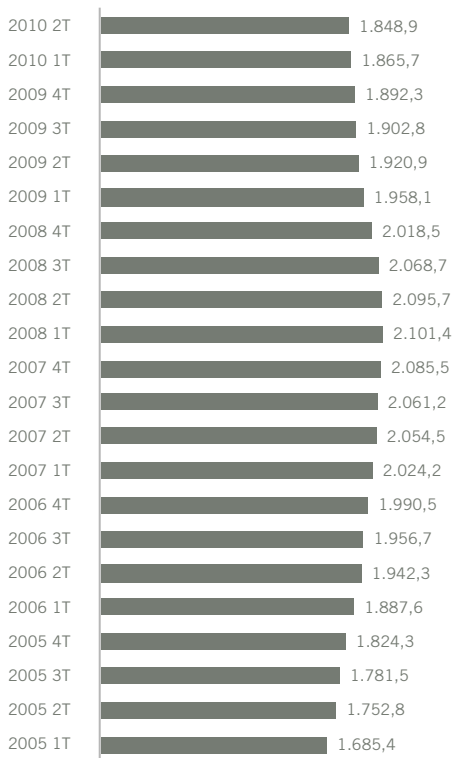
Efecto restricción del crédito (lending channel), dado el riesgo existente para las **entidades financieras** de que la caída del precio de la vivienda o del suelo **reduzca el valor de sus garantías hipotecarias de los créditos en mora** por debajo del valor del crédito concedido, lo que afecta a su rentabilidad. Todo ello está dificultando su capacidad de financiación lo que las está llevando a reducir su oferta de crédito. En este marco, las entidades prefieren aumentar la liquidez de su activo de forma preventiva para cubrir potenciales eventualidades, lo que también les lleva a reducir su oferta de crédito.

En definitiva, los efectos indirectos de las decisiones individuales de familias, empresas y entidades financieras pueden generar una espiral contractiva de la economía de severas



Los precios han caído poco en relación a lo indicado por la teoría económica (indicador de accesibilidad medido a partir de la capacidad de pago a largo plazo de las familias españolas) y según datos del Ministerio de la Vivienda, el precio de la vivienda libre en España ha acumulado una caída nominal del 12,02% a finales del primer semestre del 2010.

Gráfico 40. Precio del m2. Fuente: Ministerio de la Vivienda

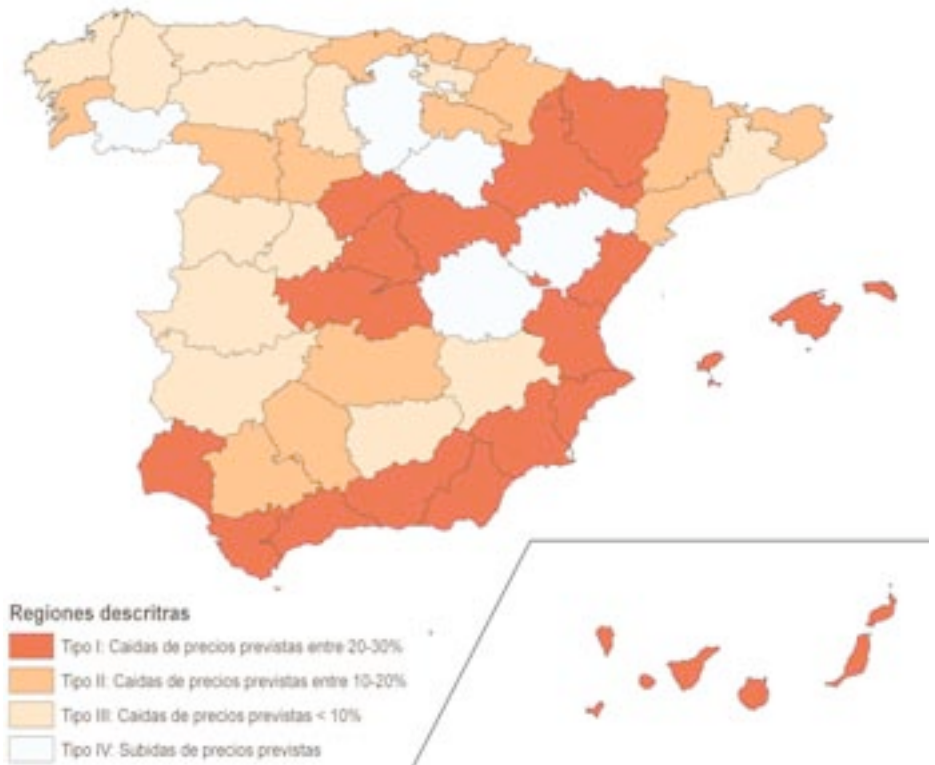


consecuencias. La caída del consumo de los hogares intensifica la caída de la producción y la inversión empresarial. Y, al mismo tiempo, la reducción de la actividad empresarial tiene sus repercusiones directas tanto en el mercado laboral como en el sector financiero. La subida de la tasa de paro impulsa la caída del consumo, y el aumento de la morosidad de las familias y empresas aumenta la presión sobre el sector financiero, que se está viendo obligado a reducir la oferta de crédito aún más. Además, la menor demanda de los hogares y las empresas hace que los precios inmobiliarios sigan cayendo, amplificando así su efecto inicial. Al ser el grado de apalancamiento de las empresas del sector como de las entidades financieras españolas muy elevado, y dada la gran exposición de bancos y, especialmente, cajas al sector inmobiliario, aumentan las dificultades para que el crédito vuelva a fluir con normalidad hacia proyectos potencialmente rentables.

7.3. Ajuste del precio de la vivienda desde el inicio de la crisis. Peculiaridades del ajuste inmobiliario en España: ajuste vía cantidades.

Pese al difícil momento que atraviesa el sector inmobiliario y la caída de precios ya registrada, los precios han caído poco en relación a lo indicado por la teoría económica (indicador de accesibilidad medido a partir de la capacidad de pago a largo plazo de las familias españolas) y en relación a otros países que también experimentaron excesos inmobiliarios. Los ejemplos de Japón, Estados Unidos o el Reino Unido son significativos, siendo las caídas desde el máximo superiores al 30% en los dos primeros casos y superiores al 20% en el mercado británico.

Gráfico 41. Previsiones sobre la tasa de variación del precio de la vivienda (Periodo 2008-2011). Fuente: axesor y Ministerio de la Vivienda.



Desde el pico alcanzado en el primer trimestre de 2008, y según datos del Ministerio de la Vivienda, el precio de la vivienda libre en España ha acumulado una caída nominal del 12,02% a finales del primer semestre del 2010 (Gráfico 40). Los precios cayeron un 3,22% en 2008, un 6,39% en 2009 y han caído un 2,31% en el primer semestre del 2010. Indicadores tales como la ratio precio de la vivienda/renta de los hogares indican que son necesarias mayores caídas (entre un 12 y un 15% más, de media) para reequilibrar rentas y precio de los activos inmobiliarios, y de este modo, bajar de los 6,8 años de renta familiar necesarios para la adquisición de una vivienda a una cifra en torno a 4-5 años, más cercana al registro histórico de esta variable y a la media de los países de la OCDE.

La diferencia entre la caída real y la caída de precios teórica se debe, en parte, a la naturaleza propia del mercado de la vivienda español. En España el ajuste de los mercados se produce normalmente vía cantidades y no vía precios. Por ejemplo, la crisis ha generado un enorme aumento del paro al tiempo que el salario real continuaba creciendo a lo largo de 2009. Como los salarios no se ajustaban todo el ajuste del mercado se producía vía cantidades, destruyendo empleo. En el mercado inmobiliario sucede algo similar. El ajuste de los precios, según las fuentes oficiales, y en comparación con otras economías desarrolladas que incluso experimentaron menores subidas de precios, es lento. Por tanto, dado que el ajuste se debe producir, la única salida es un ajuste brusco de las cantidades, como vimos al analizar la caída de visados de obra para la construcción de nuevas viviendas en 2009 y en el primer semestre de 2010, que tienen a

su vez un impacto negativo sobre el empleo del sector, y, dado su peso en la economía, sobre el empleo agregado.

Pero el ritmo de ajuste de los precios también es consecuencia de las políticas, tanto económicas como regulatorias, que se aplican.

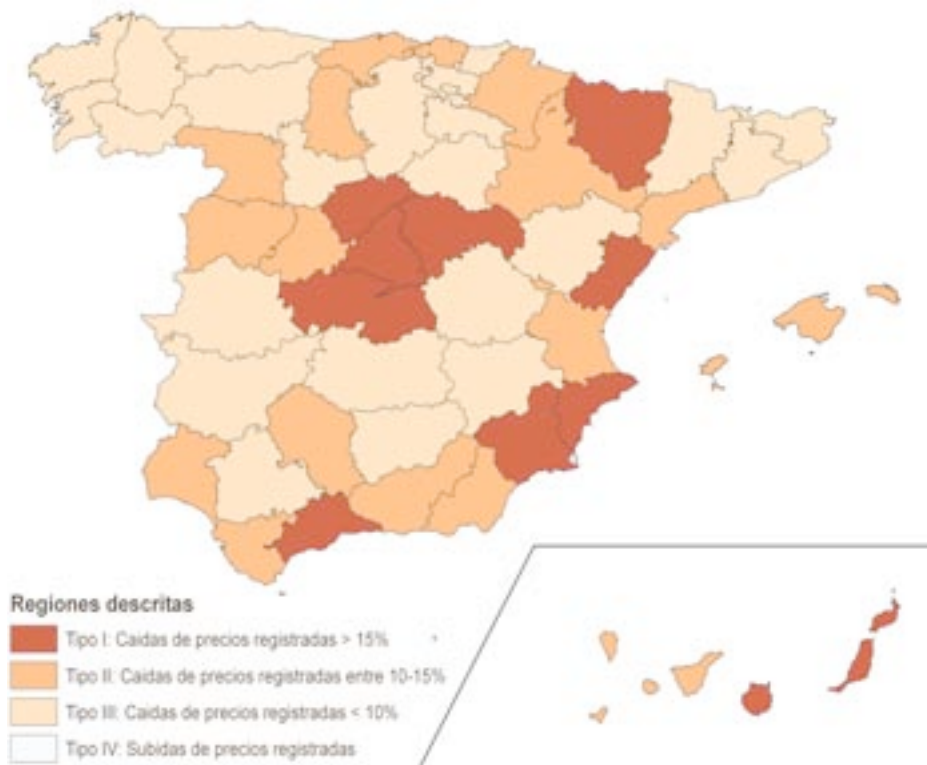
A continuación, y en primer lugar, lanzamos previsiones del precio de la vivienda por provincia en España apoyándonos en modelos econométricos realizados por el Servicio de Análisis Estadístico de Axesor. El objetivo es poner de manifiesto la gran diversidad de mercados inmobiliarios existente en España, que han dado y darán lugar a enormes diferencias de ajustes de precios. Conviene recordar que si bien la financiación es internacional la demanda es local. La existencia o no de una demanda natural puede variar mucho en función de la localización del inmueble, y ello condiciona la velocidad de ajuste tanto del precio como del excedente de vivienda. En segundo lugar se abordará un recorrido por los factores que pueden haber condicionado y probablemente condicionarán el comportamiento del precio de la vivienda en los meses venideros.

7.4. Previsiones de precios por provincia para finales de 2011.

7.4.1. Cincuenta y dos mercados.

No existe un único mercado de la vivienda en España. Existen, al menos, cincuenta y dos mercados locales, muy segmentados, puesto que las viviendas con diferente localización no son sustitutivas entre sí. Mercados que, aún bajo un mismo contexto económico y financiero nacional, presentan particularidades propias que han influido sobre la evolución se-

Gráfico 42. Tasa de variación del precio de la vivienda (Periodo 2008- junio de 2010). Fuente: axesor y Ministerio de la Vivienda.



guida por el precio de los activos inmobiliarios en cada provincia de la geografía española.

En general, las caídas de precios de todas las provincias son consecuencia de:

La ley de oferta y la demanda. En aquellas regiones que acumulan mayor excedentes de viviendas el precio debe bajar más. En muchas ocasiones, los mayores excedentes se encuentran en aquellas regiones donde se registraron las mayores subidas de precios. La heterogeneidad entre provincias se agudiza al existir o no una demanda natural para los excedentes de viviendas generados. Algunos municipios con poblaciones cercanas o inferiores a los 15.000 habitantes así como ciertas poblaciones costeras acumulan importantes excedentes de viviendas para las cuales no existe demanda natural alguna, por lo que su salida al mercado deviene mucho más complicada. La localización del inmueble es una variable que condiciona el grado y la velocidad de ajuste en los distintos mercados inmobiliarios nacionales.

La regulación financiera y la política económica del gobierno. Las medidas de las autoridades pueden favorecer o no la urgencia de las promotoras, inmobiliarias y entidades financieras por reducir los precios. En principio, a mayor protección y amparo estatal a fin de evitar mayores caídas de actividad, del PIB y del empleo, mayor capacidad de resistirse a bajar los precios y adoptar una estrategia tendente a ganar tiempo, a esperar y ver si remonta la demanda de vivienda, lo que unido a privilegios de índole financiera (refinanciaci-ones), puede desembocar en una mayor estabilidad temporal a costa de una menor eficiencia.

El gráfico 41 permite observar un desglose por provincia de las caídas/subidas de precios previstas entre 2008 y finales de 2011. En ella se recogen enormes diferencias. Distinguimos cuatro tipos de regiones en función de las reducciones previstas de los precios de la vivienda:

Regiones tipo I con fuertes caídas nominales de precios. Se incluyen aquellas provincias que se prevé podrían acumular caídas entre un 20% y un 30% desde su propio pico hasta finales de 2011. Entre las provincias españolas en que se estima una mayor caída del precio de la vivienda hasta finales de 2011 se encuentran Málaga y Toledo, con caídas previstas del 31% y 27% respectivamente. Otras provincias expuestas a fuertes caídas de precios son Alicante, Valencia, Huelva, Tenerife, Zaragoza, Madrid, Las Palmas, Segovia, Granada, Almería, Cádiz, Guadalajara, Castellón, Baleares, Huesca y Murcia. El mayor impacto negativo en los precios de los excesos del auge se concentra, por tanto, en las provincias turísticas (especialmente en la Comunidad Valenciana, Andalucía, Región de Murcia y los dos archipiélagos) y en la capital y sus alrededores, donde provincias tales como Toledo, Guadalajara o Segovia han experimentado y seguirán experimentando durante 2011 fuertes caídas de precios. También destaca en este grupo la Comunidad de Aragón, por las fuertes caídas de precios previstas en Huesca y Zaragoza.

Regiones tipo II con caídas nominales intermedias de precios. Se incluyen aquellas provincias que se prevé registren caídas entre un 10% y un 20%. Un extenso grupo de provincias podrían sufrir modificaciones importantes de precios, sin llegar a alcanzar las fuertes

Entre las provincias españolas en que se estima una mayor caída del precio de la vivienda hasta finales de 2011 se encuentran Málaga y Toledo, con caídas previstas del 31% y 27% respectivamente. Otras provincias expuestas a fuertes caídas de precios son Alicante, Valencia, Huelva, Tenerife, Zaragoza, Madrid, Las Palmas, Segovia, Granada, Almería, Cádiz, Guadalajara, Castellón, Baleares, Huesca y Murcia.

Teruel, Cuenca, Soria, Burgos, Ourense y Melilla son las únicas provincias que se prevé que finalicen 2011 con subidas de precios con respecto al pico registrado durante el boom inmobiliario.



correcciones del primer grupo de regiones. Entre ellas destacan la Comunidad de Castilla-León (Valladolid, Zamora, Salamanca, Palencia y León), el País Vasco (Vitoria, Guipúzcoa), La Rioja y Navarra y Cataluña (Tarragona, Lérida y Gerona), con la importante excepción de Barcelona.

Regiones tipo III con caídas nominales moderadas de precios. Aquí se incluyen todas aquellas provincias que, según nuestras previsiones, habrán experimentado caídas moderadas, inferiores al 10% para finales de 2011. Entre ellas destaca la provincia de Barcelona con una caída prevista en torno al 7%, el principado de Asturias (-5,84%) y La Coruña (-2%).

Regiones tipo IV con subidas previstas del precio nominal. Teruel, Cuenca, Soria, Burgos,

Ourense y Melilla son las únicas provincias que se prevé que finalicen 2011 con subidas de precios con respecto al pico registrado durante el boom inmobiliario.

Ahora bien, es preciso destacar que la evolución a la baja de los precios entre 2008 y junio de 2010 es general para todas las provincias de España, con la única excepción de Melilla, y están muy concentradas en el centro del país (Comunidad de Madrid y alrededores), además de en la Zonda de Levante (Región de Murcia, Alicante y Castellón), Huesca y Las Palmas, tal y como refleja el gráfico 42.

Sin embargo, las perspectivas para el próximo año y medio presentan ritmos de recuperación muy diferentes por provincia, como se observa en el gráfico 43. Nuestras previsiones apuntan a que aún tendrán lugar fuertes correcciones de precios (superiores al 10%) en la zona costera de Andalucía (Huelva, Cádiz, Málaga y Granada), así como en Valencia, Zaragoza y Tenerife. En el extremo opuesto se encuentran provincias como Barcelona, Asturias o las provincias limítrofes con Portugal (a excepción de Huelva y Pontevedra), donde se esperan subidas del precio de los inmuebles.

Como ponen de manifiesto nuestras previsiones de precios por provincia, el ajuste de los precios hasta finales de 2011 será mayor en aquellas regiones que experimentaron mayores subidas de precios entre 1995 y 2008. Estas regiones coinciden, en general, con aquellas regiones que acumulan un mayor stock de vivienda sin vender. En cualquier caso, la senda que sigan los precios se ve también afectada por otras variables. Concretamente, y como dijimos anteriormente, sobre los precios también incide las decisiones del Gobierno en materia económica, fiscal y regulatoria, incluida la regulación financiera llevada a cabo por el Banco de España, dada la gran cantidad de inmuebles acumulada por las entidades financieras españolas en los dos últimos años.

7.4.2. Regulación y política económica sobre vivienda y suelo.

El mercado no está solo. La mano visible del gobierno también influye sobre el precio de la vivienda. Éste, fundamentalmente a través de la política fiscal, está creando los incentivos necesarios a familias e inversores para que compren inmuebles en 2010 y lograr, de este modo, un ajuste menos brusco de los precios al tiempo que una progresiva reducción del stock de viviendas acumulado durante el boom inmobiliario, que asfixia a promotores, constructores e inmobiliarias.

No se debe perder de vista que detrás de las subidas de precios de los inmuebles se encuentra la subida de precio que experimentó el suelo urbano durante la fase alcista del sector inmobiliario. En muchas ocasiones la reducción de los precios más allá de un determinado umbral significa directamente para

las empresas incurrir en pérdidas, debido al elevado importe que en su momento pagaron por el suelo. Los márgenes varían, pero generalmente una fuerte subida del precio de la vivienda conllevó importantes subidas del precio del suelo, mayores casi siempre en aquellas regiones donde el fervor constructor se manifestó con mayor crudeza. Por lo tanto, es muy probable que en las zonas que recogieron mayores incrementos de precios sean precisamente las regiones en las que promotoras e inmobiliarias tengan menos margen para reducir los precios sin incurrir en pérdidas, debido al rápido incremento que experimentó el coste del suelo.

Entre las medidas adoptadas desde el estallido de la crisis y destinadas, parcial o totalmente, a contener la caída del precio de la vivienda en 2009 y 2010, se encuentran:

La desaparición de la desgravación por compra de vivienda en el IRPF a finales de 2010 (para contribuyentes con más de 24.000 euros de renta anual).

Los incentivos a la compra inmediata con la elevación del IVA en julio del presente año.

Se equipara fiscalmente la deducción por alquiler con la de compra de vivienda en 2011, por lo que hasta esa fecha, fiscalmente, la propiedad sigue saliendo favorecida frente al alquiler. De nuevo incentivo a la compra.

Se ha permitido la absorción de bienes inmobiliarios en los balances de las entidades financieras, habiéndose aumentado su penalización sólo recientemente.

La Ley de Economía Sostenible también postpone hasta 2013 la entrada en vigor de nuevas reglas de valoración del suelo urbanizable. Con ello se pretende evitar la floración de pérdidas que la nueva normativa traería consigo en los balances de empresas inmobiliarias y bancarias. Recordemos que el crédito del sector financiero a las empresas promotoras e inmobiliarias supera los 300.000 millones de euros y que, según algunas estimaciones, entre 80.000 y 100.000 millones de euros corresponden a créditos para la compra de suelo. Retrasar el reconocimiento de estas pérdidas camuflando durante más tiempo la caída en el precio de los terrenos dificultará que las entidades financieras limpien sus balances y que las empresas inmobiliarias normalicen su actividad. Pero sirve para dar un balón de oxígeno a aquellas inmobiliarias que también son promotoras, reduciendo su nivel de riesgo así como su urgencia por vender asumiendo pérdidas elevadas, viéndose así menos forzadas a ajustar los precios más allá de los costes de construcción.

Otra medida a favor de las empresas inmobiliarias, que mitiga sus incentivos a bajar los precios es la recién aprobada enmienda a la Ley de Auditoría que, al suprimir la limitación

de los derechos de voto de los accionistas mayoritarios en las empresas pretende reforzar el poder accionarial de las grandes constructoras, la mayoría de ellas en una situación de notoria debilidad, para que puedan tomar el control de las empresas energéticas en cuyo accionariado participan, o en su defecto, forzar la venta de activos para así poder paliar su delicada situación financiera.

La decisión de prorrogar un año más (hasta 2011) la suspensión de la obligación de las empresas de ampliar o reducir capital o disolverse cuando los fondos propios caigan por debajo de la mitad del capital social, pese a su carácter genérico, también beneficia a promotoras, constructoras e inmobiliarias.

7.4.3. 2011: riesgo de nuevas caídas de precios.

Tanto si se analiza el ratio precio/renta renta familiar como el ratio PER para la vivienda se concluye, como veremos, que el precio de los activos en España debe bajar. Nuestras previsiones econométricas refuerzan dichos análisis. Hemos visto que existen en la actualidad mecanismos de política económica capaces de suavizar la caída del precio de la vivienda en el 2010. De hecho los incentivos fiscales a la compra en 2010 y la subida del IVA que tuvo lugar en el mes de julio han permitido que la primera subida intertrimestral (+1,6%) del precio de la vivienda desde el tercer trimestre de 2007 tenga lugar, según los datos del INE, y pese a que para el Ministerio de la Vivienda siguen registrándose caídas. Sin embargo, es altamente probable que la corrección a la baja del precio de la vivienda continúe en los próximos trimestres. El precio de los inmuebles en España bajará por tanto en 2011 todo lo que no lo haga en 2010 y necesite hacerlo para hacer posible el casamiento entre la oferta y la demanda, así como acercar el precio de la vivienda y las rentas familiares de los ciudadanos. Las caídas no serán homogéneas por regiones, pues unas provincias presentan riesgos de caída muy superiores a otras.

Existen varios argumentos para esperar caídas de precios en 2011:

1) 2010 no se vislumbra como el año que permitirá reajustar completamente los precios del mercado inmobiliario en España, dado el elevado excedente de vivienda existente y el "dopaje" al que está siendo sometido el mercado inmobiliario en 2010 incentivando la compra frente al alquiler vía deducción fiscal.

2) El escenario de la política monetaria en la zona euro podría cambiar con la recuperación de las economías germana y francesa. Probables subidas de tipos de interés conforme se haga evidente la diferente coyuntura francesa y alemana con respecto a la española propiciarían un hundimiento de la demanda inmobiliaria, pues es en la actualidad el único componente que la sostiene, unido a la caída del precio. Las tensiones financieras en los

mercados financieros europeos se han traducido ya en una subida del euríbor desde marzo de 2010, y es probable que siga subiendo en la segunda mitad de 2010 y a lo largo de 2011.

En este contexto se hace necesario precisar la diferencia entre **esfuerzo teórico** (medido como la proporción de la renta familiar necesaria para pagar una hipoteca media al tipo de interés corriente) y **capacidad de pago a largo plazo** (medido a través de la relación precio de la vivienda/renta bruta disponible por hogar). Las afirmaciones provenientes del Ministerio de la Vivienda, relativas a que el esfuerzo teórico para acceder a una vivienda ha caído en España a niveles muy razonables gracias a la caída ya registrada en el valor de los inmuebles difieren de los resultados que se obtienen si se analiza la capacidad de pago a largo plazo de las familias españolas. En un contexto en el que la exposición al riesgo de crédito es máxima, es lógico y saludable que los estándares de solvencia aplicados por las entidades financieras vuelvan a los niveles existentes antes del boom del ladrillo. Ello implica que, por un lado, la política crediticia va ser más profesional y conservadora y, por otro, que el supuesto de tipos de interés históricamente bajos asumido en el cálculo del esfuerzo financiero no se corresponde con la política real de las entidades financieras. Por tanto, en una situación de vuelta a los estándares prudentes de concesión de crédito el indicador de la capacidad de pago de las familias no puede ser el esfuerzo teórico al tipo de interés corriente sino un indicador de largo plazo como el precio de la vivienda dividido por la renta familiar asumiendo un escenario futuro de mayores tipos de interés.

Indicador de accesibilidad (relación precio de la vivienda/renta bruta disponible por hogar). Como se observa en el gráfico 44, el ratio precio sobre renta alcanzó el 7,7 a finales de 2007, siendo actualmente (último dato disponible de primer trimestre de 2010) de 6,8, según datos del Banco de España, cuando su valor histórico se sitúa en torno a 4-5 años. Ello significa que en España han sido necesarios, de media, el importe correspondiente a 4 años de Renta Bruta Disponible por hogar para acceder a la adquisición de una vivienda. A comienzos de 2010 sigue siendo necesario casi 7 años de sueldo (6,8), más concretamente, de renta bruta disponible, esto es, la vivienda es casi el doble de inaccesible hoy que en cualquier periodo reciente de la historia de este país. Según este indicador es razonable pensar que el precio de la vivienda debe ajustarse aún más a la renta bruta disponible de los hogares españoles, suponiendo que ésta última no es probable que experimente grandes variaciones.

Otro indicador que puede que refuerza lo dicho anteriormente es la **Relación precio/al-**

quiler de la vivienda. La rentabilidad bruta del alquiler, obtenida de comparar el precio de adquisición de la vivienda con la renta que se puede llegar a obtener por alquilarla, alcanzó en el cuarto trimestre de 2009 el 3,5%, y en el primer semestre de 2010, el precio de los alquileres en España apenas ha variado. Si asumimos que históricamente la rentabilidad de un alquiler se encuentra en torno al 5%, este dato vuelve a servirnos para concluir que el ajuste del precio de la vivienda aún no ha concluido. Dicho de otra forma, si en el auge inmobiliario eran necesarios 30 años para recuperar, de media, una inversión en vivienda vía cantidad obtenida por su alquiler, a finales de 2009 se necesitaba alquilar un inmueble durante casi 24 años para recuperar el monto inicial de la inversión. El PER (Price Earnings Ratio) histórico medio en España desde 1990 ha sido de 19,5 años, lo que implicaría que el precio medio actual de la vivienda todavía muestra una sobrevaloración importante, de manera que o bien disminuye su precio de

adquisición o aumenta la rentabilidad que este activo proporciona.

En conclusión todos los indicadores fundamentales, o de largo plazo, del sector inmobiliario español muestran un sustancial retraso en su ajuste, a diferencia de lo que sucede en otros países que también experimentaron fuertes subidas de precios, tales como Estados Unidos o el Reino Unido. Todo lo cual indica que serán necesarias mayores caídas de precios.

3) Una contracción del PIB prevista del -0,4% según el FMI para 2010 y un crecimiento del 0,6% previsto para 2011 no auguran un buen comportamiento del empleo. De hecho, las previsiones son de cerrar 2011 con una tasa de desempleo del 19,4%, que en la población joven alcanza el 40%. Dichas previsiones, de cumplirse, dificultarían la demanda de viviendas en 2011. Una demanda débil y el 'stock' de vivienda excedente auguran mayores caídas de precios.

Gráfico 43. Previsiones sobre la tasa de variación del precio de la vivienda (Periodo junio de 2010-2011). Fuente: axesor y Ministerio de la vivienda.

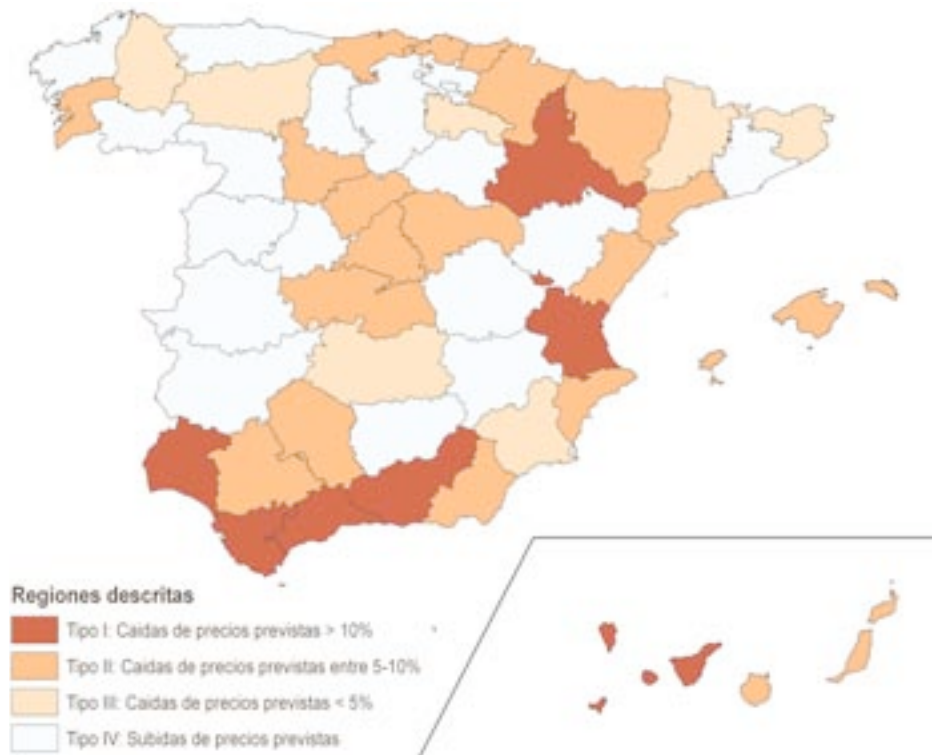
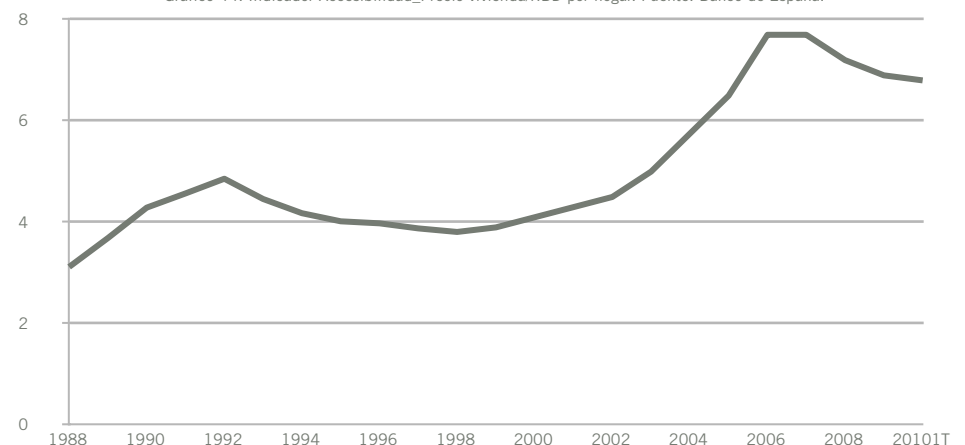


Gráfico 44. Indicador Accesibilidad_Precio vivienda/RBD por hogar. Fuente: Banco de España.





4) Las necesidades de liquidez de la banca seguirán impidiendo una reactivación sólida del crédito a empresas y familias. En la actualidad la banca sigue acumulando stock inmobiliario en sus balances. Acumula activos por valor de 59.700 millones de euros en daciones de pago, según los datos del Banco de España. Sin embargo, hasta el día de hoy los bancos y cajas no han sentido gran presión para liquidar estos activos a pérdidas. El "time to market" no se aplica y el cambio de la ley realizado por el Gobierno para prorrogar el plazo legal para construir un terreno sin que se convierta en suelo rústico ha pasado de 3 a 6 años. No obstante, el aumento de las provisiones necesarias impuestas por el Banco de España a las entidades financieras en contraprestación por la acumulación de inmuebles en daciones de pago es probable que ejerzan una presión mayor en 2011. A ello se une el hecho de que ya no será tan fácil y barato el acceso a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo (BCE). El BCE endurecerá con toda probabilidad su política de financia-

ción a partir del segundo trimestre de 2011, como ya ha advertido el presidente del BCE. La banca puede, en este escenario, verse obligada a desprenderse de los inmuebles incluso asumiendo pérdidas lo que supondrá un fuerte incremento de la oferta inmobiliaria efectiva en los 52 mercados nacionales. Si, además, como se prevé, el acceso a la liquidez del BCE se endurece, a la necesidad de vender inmuebles a precios inferiores se unirá un racionamiento aún mayor del crédito, haciendo aún más difícil convertir la demanda potencial de vivienda existente en demanda efectiva, arrastrando, de este modo, los precios a la baja.

5) Los recientes cambios regulatorios que afectan a los importes obligatorios a provisionar por las entidades financieras penalizan mantener los inmuebles en cartera y adelantan futuras rebajas de precios para 2011. En efecto, la nueva regulación bancaria obliga a provisionar el 100% de los créditos sin garantía en un año. En los que tienen garantía real,

primero se valora la garantía actualizada, y se aplica un descuento en función del tipo de garantía (desde 20% en primera residencia, 30% en oficinas, a 50% en suelo). Los deterioros se provisionan atendiendo a la diferencia entre el valor del préstamo en mora y el valor ajustado de la garantía real. La forma de valorar los activos inmobiliarios adquiridos, para evitar lo que sucedía anteriormente (era mejor adquirir la propiedad que tener un préstamo con la misma garantía) también ha cambiado. Ahora, los activos inmobiliarios en el balance durante más de 24 meses requieren el 30% de cobertura. Estas nuevas provisiones introducirán una buena dosis de realismo, y empezarán a ayudar a que se produzca el ajuste en el mercado inmobiliario, con probables mayores caídas de precio a lo largo de 2011.

Un problema adicional es que los activos de los promotores acumulados en los balances bancarios (los activos no corrientes en venta) van a requerir cada vez mayores inversiones.



Los recientes cambios regulatorios que afectan a los importes obligatorios a provisionar por las entidades financieras penalizan mantener los inmuebles en cartera y adelantan futuras rebajas de precios para 2011.

Es probable que el fin de los incentivos fiscales previstos para 2011 y la subida del IVA desde julio de 2010 estén sirviendo para adelantar a 2010 un porcentaje no despreciable de adquisiciones de vivienda previstas para 2011, reduciendo la velocidad de ajuste de los precios.

En muchos casos estas promociones son obras en curso que para que tengan algún valor es necesario seguir invirtiendo para que se conviertan en pisos habitables. Este problema de mantener en el balance de las entidades financieras activos no rentables se incrementará sobre manera cuando los tipos de interés repunten, dado que el coste de oportunidad de mantener esos activos irá en aumento.

6) La desaparición de la deducción fiscal para la adquisición de primera vivienda para rentas superiores a 24.000 euros anuales encarecerá entre un 8 y 15% la adquisición de una vivienda a partir de enero de 2011. También contribuirá al encarecimiento de la vivienda la subida del IVA, aplicable desde julio de 2010. Estas medidas de incentivo al adelanto de las compras de vivienda puede tener efectos negativos una vez finaliza el periodo de aplicación, tal y como se ha demostrado en el mercado inmobiliario norteamericano recientemente, o, en otro ámbito, en la demanda de automóviles en España, hundida tras la finali-

zación de los incentivos a la compra que adelantaron un número significativo de adquisiciones.

Es probable que el fin de los incentivos fiscales previstos para 2011 y la subida del IVA desde julio de 2010 estén sirviendo para adelantar a 2010 un porcentaje no despreciable de adquisiciones de vivienda previstas para 2011, reduciendo la velocidad de ajuste de los precios. La reducción en el ritmo de ajuste entre precio de la vivienda y renta familiar (el ratio apenas ha bajado como vimos), sólo retrasará la recuperación del sector. Parece cada vez más evidente que la significativa caída en el precio del suelo hará que las nuevas viviendas tengan un coste más barato y, por tanto, unos precios más asequibles. En este contexto las viviendas en el mercado tendrán que rebajar sus precios. Cuanto más tarde se produzca el ajuste, más difícil será la consolidación de la recuperación del sector.

Gráfico 45. % Concursos Macro Sector Inmobiliario respecto al total nacional. Fuente: axesor.



Gráfico 46. Concursos de acreedores del macro sector inmobiliario vs resto de sectores

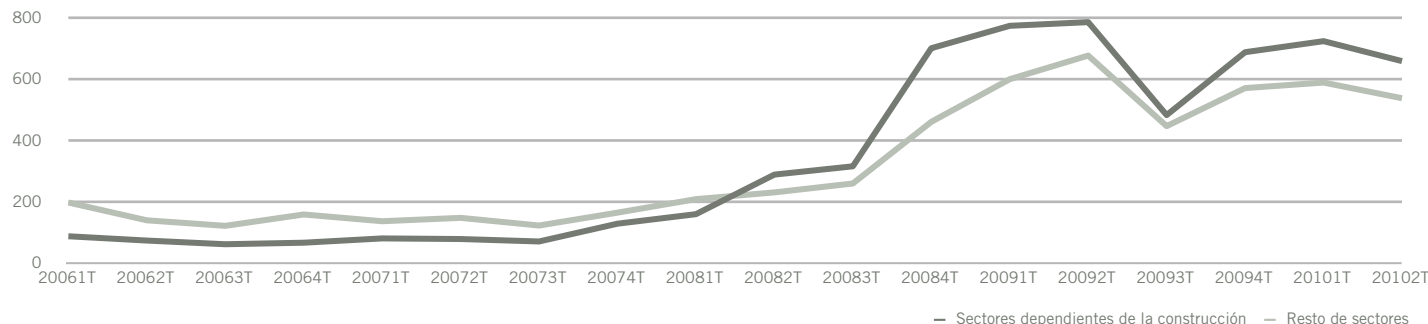
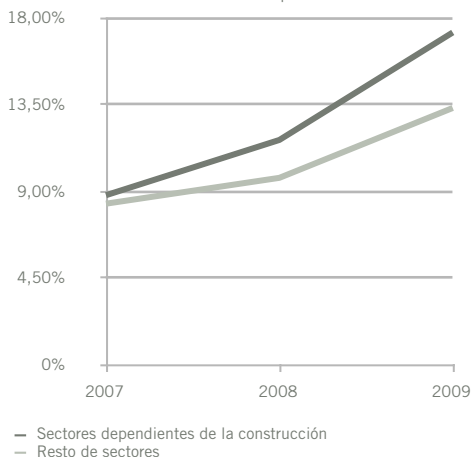


Gráfico 48. Ratio de incumplimiento. Fuente: axesor.



8 | Incumplimientos de pago, concursos de acreedores y riesgo de crédito.

Desde el comienzo de la crisis inmobiliaria el deterioro de la calidad crediticia de las empresas vinculadas a la promoción, construcción y actividades inmobiliarias ha sido progresivo. Caída de las ventas, caídas del precio de los activos inmobiliarios, pérdida de valor de las garantías, graves problemas de liquidez que finalmente llevan a incumplir sus obligaciones de pago, quiebra y desaparición de empresas, imposibilidad de recuperación ante la práctica paralización de la edificación residencial, y un endeudamiento muy elevado han llevado a situar el riesgo de impago o riesgo de crédito de este conjunto de empresas en cotas históricamente elevadas.

A continuación se aborda un análisis de la evolución de los concursos de acreedores y de los impagos registrados por las empresas en los distintos sectores pertenecientes al ámbito del presente informe.

Estas variables junto con la situación financiera de las empresas afectan al riesgo de impago y a la calidad crediticia de las empresas del sector. Centraremos nuestro análisis en los dos sectores donde la calidad crediticia más se ha deteriorado desde el inicio de la crisis inmobiliaria: el sector de la construcción y los sectores de promoción inmobiliaria y de actividades inmobiliarias agrupados en torno a la denominación de sector inmobiliario.

Para la medición de la calidad crediticia de las empresas se utilizan modelos de rating desarrollados por analistas expertos de Axesor. Toda la información relevante se aglutina finalmente en un índice, un indicador de la evolución que sigue el riesgo de crédito sectorial (IARE). Analizaremos, por tanto, la evolución seguida por dicho indicador desde 2006 hasta la actualidad.

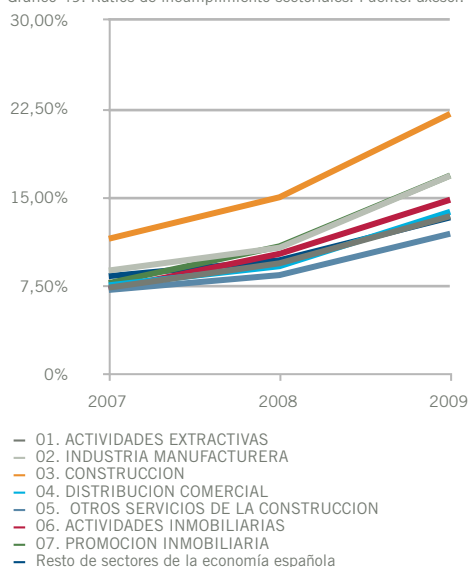
1. Efectos de la crisis sobre los ratios de cumplimiento en los pagos de las empresas y sobre los concursos de acreedores.

El sector inmobiliario ha sido uno de los sectores de la economía española que más ha acusado el efecto de la crisis. Como se puede apreciar en el gráfico 43, el porcentaje de concursos de acreedores pertenecientes al sector inmobiliario respecto al total de concursos se ha visto incrementado, pasando del 30% a inicios del 2006 hasta más del 50% en la primera mitad de 2010.

Este aumento del porcentaje sobre el total viene corroborado por el siguiente gráfico 45. Los procesos concursales en el sector crecieron un 315% en 2008 respecto al ejercicio anterior, para situarse en unas cifras trimestrales de setecientas sociedades del sector concursadas en la primera mitad del 2010. Además desde principios del 2008 la cifra de concursos de sociedades del conglomerado inmobiliario se ha mantenido siempre por encima de los concursos en los restantes sectores.

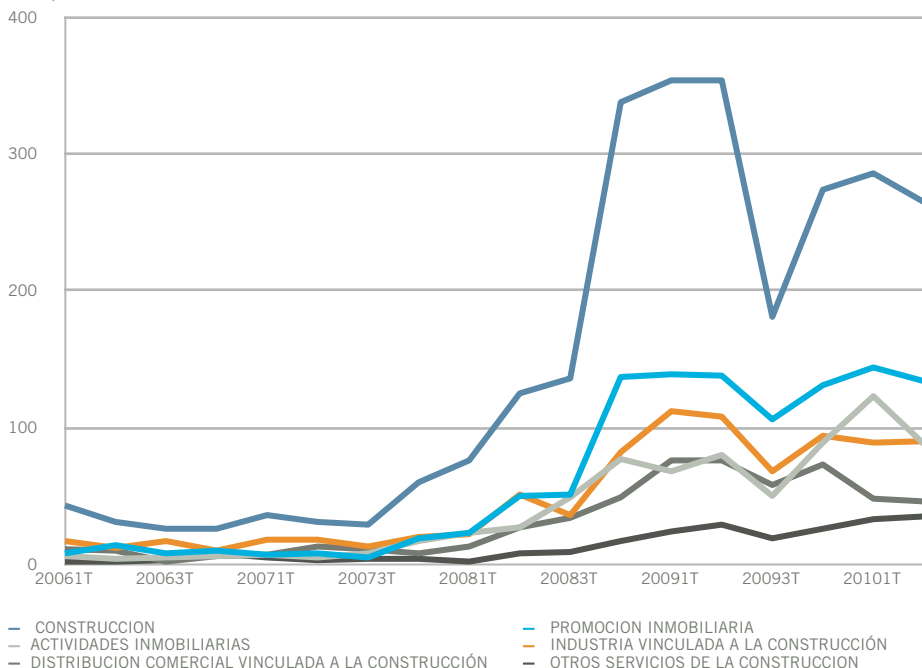
Por subsectores, en términos absolutos y por trimestres (gráfico 47), las constructoras representan el grupo con mayor número (y crecimiento) de concursos de acreedores, muy por encima del resto de segmentos relacionados con el sector, llegando a duplicar a las promotoras en número de procesos durante el último año.

Gráfico 49. Ratios de incumplimiento sectoriales. Fuente: axesor.



- 01. ACTIVIDADES EXTRACTIVAS
- 02. INDUSTRIA MANUFACTURERA
- 03. CONSTRUCCION
- 04. DISTRIBUCION COMERCIAL
- 05. OTROS SERVICIOS DE LA CONSTRUCCION
- 06. ACTIVIDADES INMOBILIARIAS
- 07. PROMOCION INMOBILIARIA
- Resto de sectores de la economía española

Gráfico 47. Concursos de acreedores por trimestres del grupo de actividades pertenecientes al macro. Gráfico 49. Ratios de incumplimiento sectoriales. Fuente: axesor.



En referencia a las incidencias judiciales de impagos, tanto con las administraciones públicas en sus distintas fases como con particulares, se ha experimentado un comportamiento análogo a los concursos. En este sentido el macro sector de la construcción ha experimentado un mayor deterioro de su tejido empresarial en comparación al resto de sectores como se puede comprobar en el gráfico 48, donde el porcentaje de empresas con impagos sobre las empresas activas crece de forma pronunciada desde el 2006, llegando a una tasa del 17% en el 2009 (lo que representa un 30% más que la tasa del resto de sectores).

Por subsectores (gráfico 49), y dentro del ámbito del estudio, la evolución más negativa y la cifra más alta corresponde a las constructoras, con una tasa de incumplimiento del 22,09% para 2009, lejos del 6,5% que presentaba en 2006. El resto de los subsectores inmobiliarios han experimentado también fuertes incrementos en sus ratios de incumplimiento (entre siete y ocho puntos desde 2006). Tras el sector de la construcción se sitúan la promoción inmobiliaria y la industria manufacturera vinculada a la construcción. En ambos sectores el porcentaje de empresas activas que incumplieron sus compromisos de pago rozó el 17% de las empresas activas existentes a finales de 2009. Nótese finalmente que todos los sectores dependientes de la construcción considerados presentan ratios de incumplimiento superiores al conjunto de sectores ajenos a la actividad constructora e inmobiliaria en 2009, con la única excepción del sector de otros servicios de la construcción.

A lo largo del primer trimestre de 2010 el ranking sectorial de cumplimiento en los pagos no experimenta ninguna variación sobre 2009, si bien la intensidad de empeoramiento por sector sí recoge variaciones significativas. Así, en el primer trimestre de 2010 son los sectores de Otros servicios de la construcción, actividades extractivas, industria dependiente de la construcción y distribución comercial vinculada al sector de la construcción los que sufren un mayor deterioro en sus ratios de incumplimiento, tal y como recoge el gráfico 50.

Finalmente, es un hecho muy destacable que el grupo de actividades dependientes de la construcción en España ha registrado un menor empeoramiento en el número de empresas morosas que el grupo de sectores ajenos a la actividad inmobiliaria a lo largo del primer trimestre de 2010.

Tal y como muestra el gráfico 51, mientras que el número de sociedades mercantiles que incumplieron sus obligaciones de pago se incrementó un 6,45% con respecto al primer trimestre de 2009 en la actividad constructora y sus actividades auxiliares, dicho porcentaje se elevó al 10,11% en el global del resto de sectores de la economía española. Si bien es cierto que partían de niveles distintos de incumplimiento, la evolución recientemente seguida por la tasa de variación del número de sociedades morosas no relacionadas con la construcción está cerca de duplicar el experimentado por el universo inmobiliario de la economía española en el primer trimestre de 2010.

2. Efectos de la crisis sobre el riesgo de crédito o riesgo de impago. El deterioro de la calidad crediticia.

Hemos analizado la evolución seguida por los impagos empresariales y las insolvencias judiciales en los últimos años. Pasamos a continuación a describir las posibilidades futuras de que se repi-

Desde el comienzo de la crisis inmobiliaria el deterioro de la calidad crediticia de las empresas vinculadas a la promoción, construcción y actividades inmobiliarias ha sido progresivo.

Los procesos concursales en el sector crecieron un 315% en 2008 respecto al ejercicio anterior, para situarse en unas cifras trimestrales de setecientas sociedades del sector concursadas en la primera mitad del 2010. Además desde principios del 2008 la cifra de concursos de sociedades del conglomerado inmobiliario se ha mantenido siempre por encima de los concursos en los restantes sectores.

Gráfico 50. Tasa de variación sectorial del número de sociedades que incumplen sus pagos (20101T). Fuente: axesor.

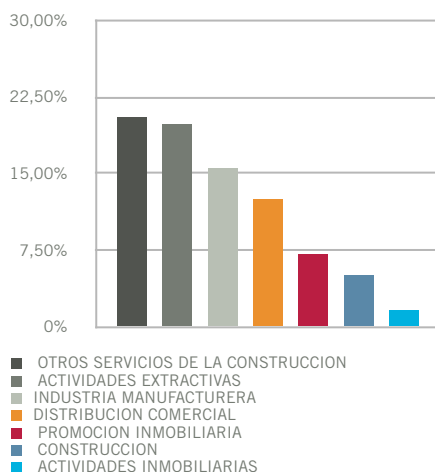
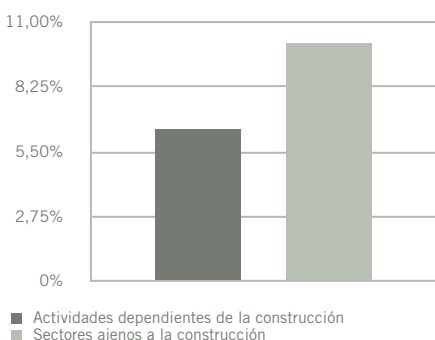


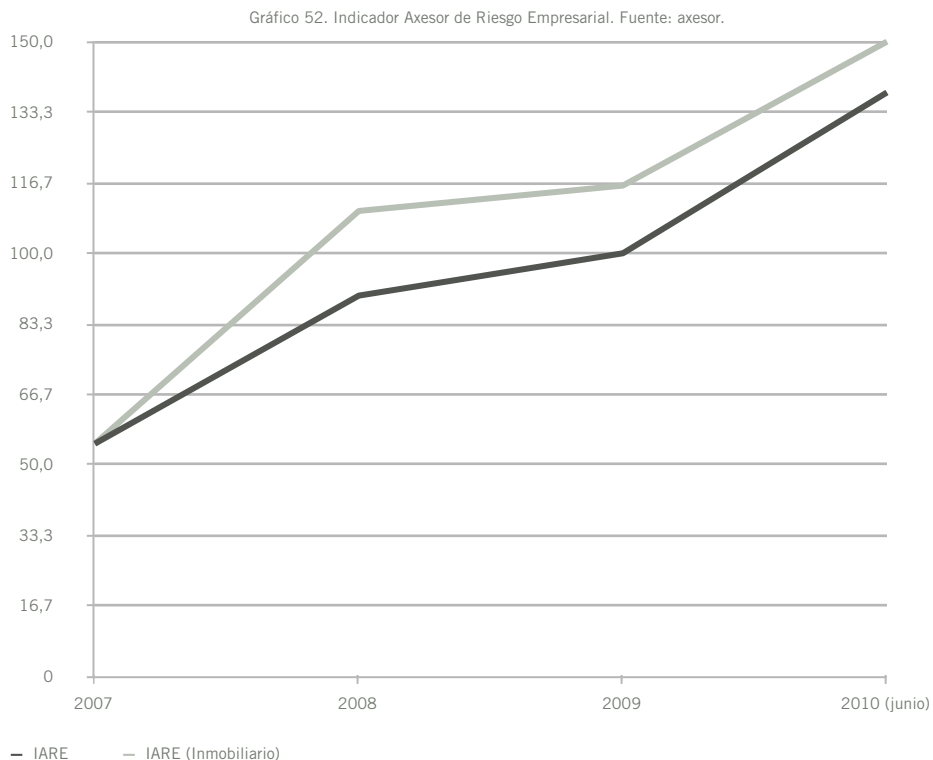
Gráfico 51. Tasa de variación sociedades incumplen sus pagos (20101T). Fuente: axesor.



Las constructoras representan el grupo con mayor número de concursos de acreedores, llegando a duplicar a las promotoras en número de procesos durante el último año.

El macro sector de la construcción ha experimentado un mayor deterioro de su tejido empresarial en comparación al resto de sectores donde el porcentaje de empresas con impagos sobre las empresas activas crece de forma pronunciada desde el 2006, llegando a una tasa del 17% en el 2009.

Por subsectores la evolución más negativa y la cifra más alta corresponde a las constructoras, con una tasa de incumplimiento del 22,09% para 2009, lejos del 6,5% que presentaba en 2006.



tan estas incidencias o incumplimientos de pago por parte de las empresas del sector. Abordamos, por tanto, el análisis de las posibilidades de que aumente el riesgo de impago o, dicho de otra manera, que se produzca un deterioro de la calidad crediticia de los dos principales sectores directamente afectados por la crisis inmobiliaria: de un lado, la construcción; de otro, la promoción inmobiliaria y las actividades inmobiliarias que conforman al sector inmobiliario.

Para ello haremos uso de los resultados obtenidos de nuestros modelos predictivos de riesgo o modelos de rating. La información sobre concursos e incidencias judiciales unidas a otras variables, procedentes de múltiples fuentes de información públicas y convenientemente tratadas por analistas expertos, forma parte de nuestros modelos de rating que evalúan la calidad crediticia de las empresas españolas.

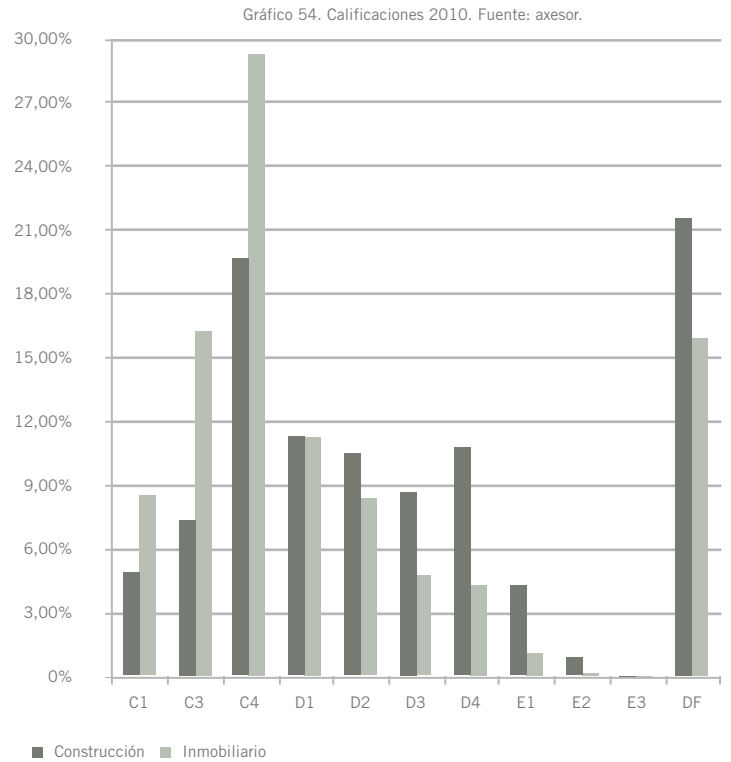
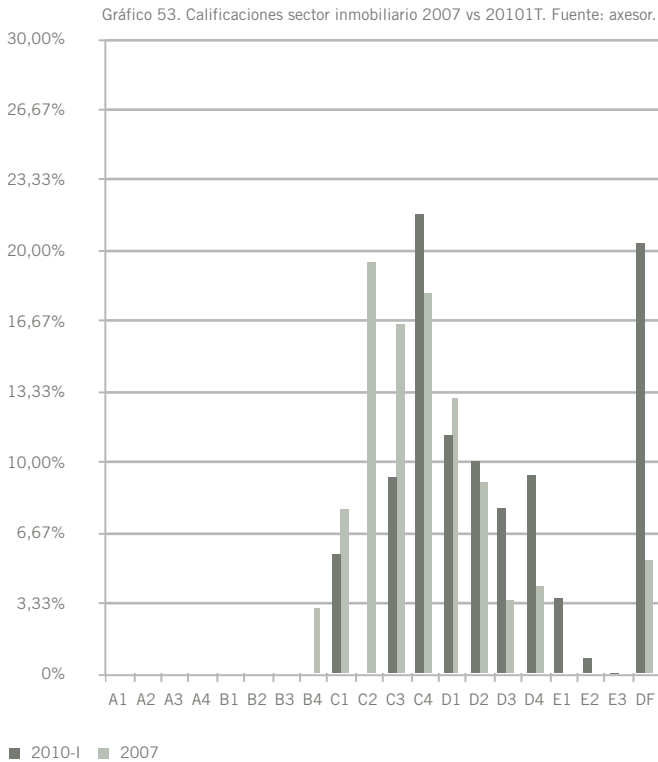
De forma complementaria a las calificaciones crediticias proporcionadas por los modelos de rating, y con el objetivo de evaluar el riesgo de crédito en su conjunto y el estado de la calidad crediticia en la totalidad del tejido empresarial español, axesor elabora periódicamente un índice sintético, IARE (Indicador axesor de riesgo empresarial).

IARE refleja de forma agregada, mediante una representación por números índices, la evolución de las empresas en términos de calidad crediticia, de tal manera que es mayor el valor del indicador cuanto mayor es el riesgo crediticio agregado del parque empresarial español. Además el índice se puede descomponer y calcular para los principales sectores de la economía española.

Como se puede observar en el gráfico 52, existe un deterioro de la calidad crediticia en los últimos años, siendo este especialmente acusado durante el año 2008. Además el deterioro experimentado por parte del sector inmobiliario ha sido mayor que el experimentado por el resto de la economía española, como se puede apreciar en la tabla 10 siendo la variación del índice para el sector inmobiliario de un 197,75% desde 2007 a mediados de 2010.

Sin embargo dentro de dicho deterioro se puede apreciar como este se concentra en los periodos 2007-2008 y 2009-2010 especialmente para el sector inmobiliario (tabla 10), mientras que en 2008-2009 el deterioro es mayor para el conjunto de la economía. Este dato demuestra lo ya expuesto a lo largo del informe, el sector inmobiliario ha sufrido en mayor medida y en primer

Tabla 10	Inmobiliario	Resto
Variación 2007-2008	98,16%	49,57%
Variación 2008-2009	5,80%	12,86%
Variación 2009-2010I	42,02%	35,07%
Variación 2007-2009	109,66%	68,80%
Variación 2007-2010I	197,75%	128%



lugar los efectos de la crisis, la cual se transmitió al resto del tejido empresarial, desembocando finalmente en otra bajada acusada del sector inmobiliario.

La explicación del deterioro de la calidad crediticia en el sector inmobiliario puede realizarse atendiendo a los distintos factores que influyen en la calidad crediticia de las empresas:

- La probabilidad de incumplimiento.
- La exposición en el momento del incumplimiento
- La severidad de la pérdida.

La probabilidad de incumplimiento o PD, acrónimo del inglés Probability of Default, es la probabilidad de que un sujeto no atienda alguno de sus compromisos de pago en el periodo de 1 año. La PD se expresa mediante un Rating que clasifica la calidad crediticia de las empresas evaluadas en una escala con diversos niveles, siendo A1 el de mejor calidad crediticia y E3 el peor, quedando la categoría DF reservada para las empresas que ya han incumplido.

El análisis de la distribución de los Rating de todas las empresas del sector inmobiliario (gráfico 53) muestra un desplazamiento generalizado hacia categorías de menor calidad crediticia de la escala. También se aprecia un importante incremento de las sociedades que presentan incumplimientos, donde se ha multiplicado por cuatro la tasa de morosidad desde 2007 a mediados de 2010.

Analizando los dos grandes subsectores, es construcción el que registra una distribución de los ratings con mayor presencia en las calificaciones de peor calidad (gráfico 54).

Por su parte atendiendo a la zona geográfica de las empresas del sector inmobiliario, se puede apreciar la existencia de una mayor probabilidad de incumplimiento media, y por consiguiente una peor calidad crediticia, en aquellas provincias costeras con un alto crecimiento de la construcción destinada a un uso turístico.

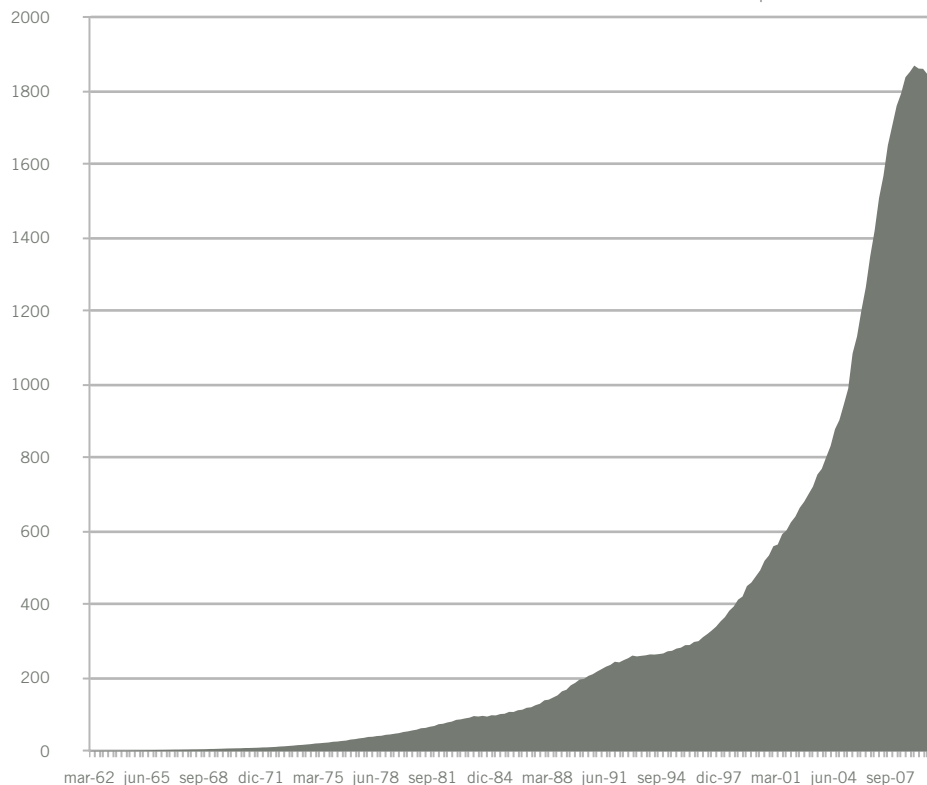
Atendiendo a la exposición, también denominada EAD de Exposure at Default, es decir, importe en riesgo en el momento en que se incurre en incumplimiento, se puede apreciar una evolución creciente constante. Esta evolución tiene como consecuencia una importante concentración al sector inmobiliario en los activos de las entidades financieras.

Ante la situación de crisis actual las entidades financieras tienden a reestructurar sus carteras de exposición crediticia, eliminando las altas concentraciones existentes en las mismas y reduciendo aquellas exposiciones de menor calidad crediticia y con una probabilidad de incumplimiento mayor con el objetivo de sanear sus activos y fortalecer su ratio de solvencia. Esto se puede apreciar en la disminución de la exposición experimentada desde Septiembre de 2009 a Junio de 2010, donde la exposición se ha visto reducida en todos los sectores productivos.



A finales de 2009, tras el auge vivido por el crédito en los años anteriores, el crédito concedido al sector de la construcción y promoción inmobiliaria alcanzaba los 445.000 millones de euros, 325.000 en el caso de los promotores y 110.000 en el caso de los constructores. Este es legado financiero empresarial del último boom inmobiliario.

Gráfico 55. Crédito . Total. Miles de millones de euros. Fuente: Banco de España.



Esto perjudica gravemente al sector inmobiliario que está viendo restringido su acceso a la financiación y puede desembocar en problemas de liquidez. Por tanto, existe un círculo vicioso que sitúa al sector inmobiliario como uno de los sectores con peor calidad crediticia y por tanto un mayor riesgo de incumplimiento.

El último concepto a evaluar respecto de la calidad crediticia de las empresas es la capacidad que tienen éstas de hacer frente a los incumplimientos en los que han incurrido, conociéndose este concepto como la tasa de recuperación. Este concepto se suele analizar y evaluar estimando su complementario, conocido como severidad o LGD, del inglés Loss Given Default. La severidad se define como aquella parte de la deuda incumplida que no se ha podido recuperar durante el proceso de recobro y está íntimamente relacionada con las garantías asociadas a la deuda, su eficacia y el valor de las mismas.

La tasa de recuperación del sector inmobiliario también se ha visto perjudicada por la crisis provocando consecuentemente un aumento también del riesgo de crédito.

En el sector inmobiliario, el incremento de la severidad está relacionado directamente con la disminución del valor de las garantías, si bien, en el cálculo de la severidad el valor de las garantías tiene una doble penalización.

Por un lado la propia disminución del valor de los inmuebles como consecuencia de la tasa de variación negativa del precio de la vivienda experimentado en los últimos años. En concreto la economía española ha experimentado una disminución acumulada en el precio de la

vivienda desde el 2007 hasta el primer semestre de 2010 del 12,02% según los datos del Ministerio de la Vivienda (como se puede apreciar en el gráfico 6). Un menor valor de la garantía lleva aparejado una menor tasa de cobertura de la deuda asociada, lo que repercutirá en una menor eficacia recuperatoria.

Un segundo factor es el aumento del plazo de venta de los inmuebles adjudicados, que afecta a la severidad vía descuento de flujos recuperatorios. Este aumento tiene su origen en las condiciones actuales del mercado inmobiliario caracterizadas por un exceso de oferta y una escasez de la demanda.

Teniendo en consideración ambas razones se ha estimado, mediante la información existente en la base de datos de axesor un incremento de la severidad desde 2007 al primer semestre del 2010 superior al 100%.

En resumen se puede concluir, bajo el prisma de riesgo de crédito, que el sector inmobiliario ha sufrido duramente las consecuencias de la crisis, especialmente al principio (finales 2007 y 2008). Como se ha expuesto, todos los factores que componen el riesgo de crédito se han visto perjudicados, dejando la calidad crediticia del sector inmobiliario actualmente en peores condiciones.

El deterioro experimentado se puede cuantificar mediante la prima de riesgo asociada a los créditos concedidos al sector inmobiliario, la cual se ha visto aumentada desde el 2007 hasta la primera mitad del 2010 desde 0,91% hasta el 8,81%. De tal manera que la rentabilidad exigida a un crédito para el sector inmobiliario (compuesta por la rentabilidad libre de riesgo más la prima de riesgo) se ha

visto incrementada debido a la pérdida de calidad crediticia de las empresas.

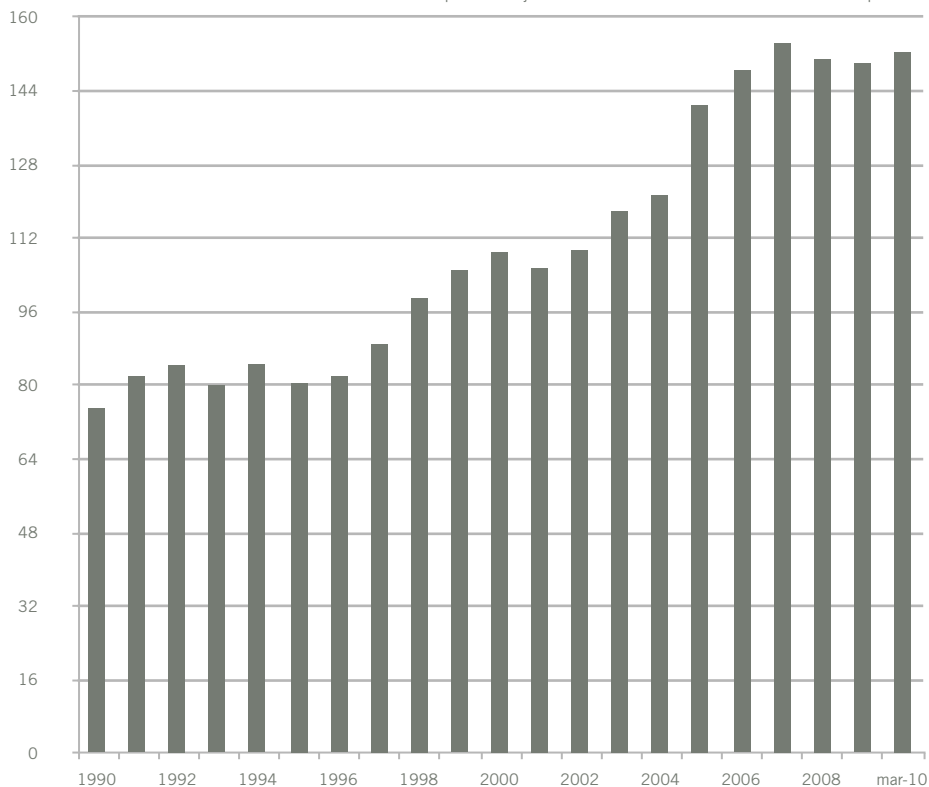
9 | El papel del sector financiero en la recuperación del sector.

Desconfianza, problemas de liquidez y racionamiento del crédito: la elevada exposición del sistema financiero español al sector inmobiliario. Diagnóstico de la situación.

La combinación de una crisis profunda y una rápida corrección de los excesos del ciclo inmobiliario reciente están marcando las prioridades en materia de gestión del riesgo de las entidades financieras, y lo seguirán haciendo en los próximos meses.

De hecho, en la actualidad uno de los grandes problemas de la economía española es el legado financiero que dejó el boom inmobiliario. Si el auge y caída del sector inmobiliario afecta a un elevado número de empresas de distintos ámbitos de la economía española (industria extractiva, industria manufacturera, comercio y distribución comercial, servicios inmobiliarios y otros servicios vinculados con la construcción), es evidente que un sector con un ratio de apalancamiento tan elevado (especialmente en el caso de promoción inmobiliaria) y ante el parón de actividad que se ha producido, pueda afectar los balances de las entidades financieras. No obstante, las recientes pruebas de solvencia (stress tests) sobre la práctica totalidad del sistema financiero español han permitido tranquilizar de momento a los mercados y a los inversores

Gráfico 56. Evolución del ratio de crédito sobre depósitos conjunto entidades financieras. Fuente: Banco de España.



sobre el estado de salud de nuestro sistema financiero.

En términos generales, el crédito destinado a la vivienda presenta dos vertientes interrelacionadas pero diferenciadas. Por un lado está el crédito destinado a actividades productivas: la construcción (crédito al constructor) y las actividades inmobiliarias (crédito al promotor). Por otro el crédito para financiar a los hogares, en su mayor parte para la adquisición de viviendas (crédito al comprador). Este último tipo de crédito es el que tiene mayor peso dentro del total del crédito a la vivienda, si bien el crédito al promotor incrementó su relevancia dentro del conjunto, alcanzando primero, y superando después el volumen del crédito al constructor. Tras el fuerte aumento del crédito para adquisición de viviendas y de la construcción y, especialmente, al promotor en los últimos años, los créditos a la vivienda aumentaron su peso en el total del crédito al sector privado, de forma que los créditos al comprador pasaron del 25% que suponían a mediados de los noventa al 37% en 2006. Los créditos al promotor pasaron del 5 al 15% en el mismo periodo. Solamente los créditos al constructor permanecieron estables dentro del conjunto, en torno al 7-8%. De modo que el total de crédito destinado a la vivienda alcanza el 60% del crédito al sector privado.

A finales de 2009, tras el auge vivido por el crédito en los años anteriores, el crédito concedido al sector de la construcción y promoción inmobiliaria alcanzaba los 445.000 millones de euros, 325.000 en el caso de los promotores y 110.000 en el caso de los constructores. Este es legado financiero empresarial del último boom inmobiliario. En el gráfico 55 se observa la senda de crecimiento del

crédito total en España desde marzo de 1962 a marzo de 2010, que crece con fuerza a partir de 1998 y que se dispara a partir de 2003. Pese a tratarse de euros corrientes, el aumento experimentado por el crédito en los últimos años es impresionante. La "burbuja" de crédito del anterior boom inmobiliario (1986-1991) palidece si la comparamos con la actual.

El proceso de consolidación fiscal iniciado a mediados de los años 90 otorgó garantías de estabilidad y solvencia y permitió a España adoptar la moneda única. Ello elevó la confianza en la economía española y la entrada de capital, lo que permitió la existencia de financiación abundante para invertir, entre otros, en activos inmobiliarios.

Seguidamente, la fuerte apreciación experimentada por los activos inmobiliarios sirvió para fortalecer la garantía de los avales, haciendo muy sencilla y rentable la refinanciación de los préstamos. Todo este proceso de absorción por las entidades financieras españolas del ahorro europeo (especialmente alemán) para mantener los porcentajes de inversión sobre el PIB más elevados de Europa (gran parte destinada a construir viviendas) tuvo dos efectos a destacar:

1) El fuerte endeudamiento del sector privado, caracterizado por estar guiado y sostenido por el ahorro extranjero, como demuestran nuestros fuertes déficits por cuenta corriente en los últimos años.

2) El encadenamiento o interconexión de los balances privados españoles con los de los grandes países europeos, como Francia y Alemania, y que hacen de nuestro país un

Estimación LGD sector Inmobiliario

2007				16,91%
2010-I				37,62%
	Prima riesgo	Tasa libre riesgo	Rentabilidad exigida	
2007	0,91%	4,31%	5,21%	
2010-I	8,81%	3,00%	12,20%	
Número de veces que se ha multiplicado el crédito desde 1992 a Sept-2009				
Industria				1,54
Construcción				3,59
Servicios				8,63
Actividades Inmobiliarias				30,81
Número de veces que se ha multiplicado el crédito desde 1992 a Junio 2010				
Industria				1,48
Construcción				3,33
Servicios				8,64
Actividades Inmobiliarias				30,66

riesgo sistémico para el sistema financiero europeo.

Por tanto, el crecimiento del crédito que propició la burbuja inmobiliaria en España fue financiado, especialmente a partir de 2003, con el ahorro europeo. De hecho, a partir de 1999 (año de la entrada en España en el euro) los depósitos de las entidades financieras no fueron nunca suficientes para financiar el crédito otorgado, superando el ratio crédito/depósitos el 100%, tal y como se observa en el gráfico 56. Dicho ratio pasó del 0,9 en 1998 al 1,55 en 2007, y a marzo de 2010 se mantiene por encima del 1,5. La financiación del "gap" o diferencia entre crédito otorgado y depósitos en las entidades financieras españolas conllevó la emisión de deuda a medio y largo plazo para financiar préstamos más allá de los depósitos pero, sobre todo, conllevó el recurso a la financiación mayorista, directamente en el mercado interbancario o en el mercado de pactos de recompra ("repos").

La elevada incertidumbre económica tras el estallido de la crisis financiera y alta exposición al sector inmobiliario del sistema financiero español hizo el acceso a la financiación internacional mucho más difícil y más caro, aumentando progresivamente los problemas de liquidez (que no de solvencia) de la banca española. El estallido de la crisis de deuda soberana junto a la percepción cada vez mayor del elevado riesgo de las inversiones inmobiliarias llevadas a cabo por las entidades financieras españolas agravaron aún más los problemas de acceso a la financiación interbancaria de los bancos y cajas españolas.

Un indicador destacado de los problemas recientes de liquidez de las entidades finan-

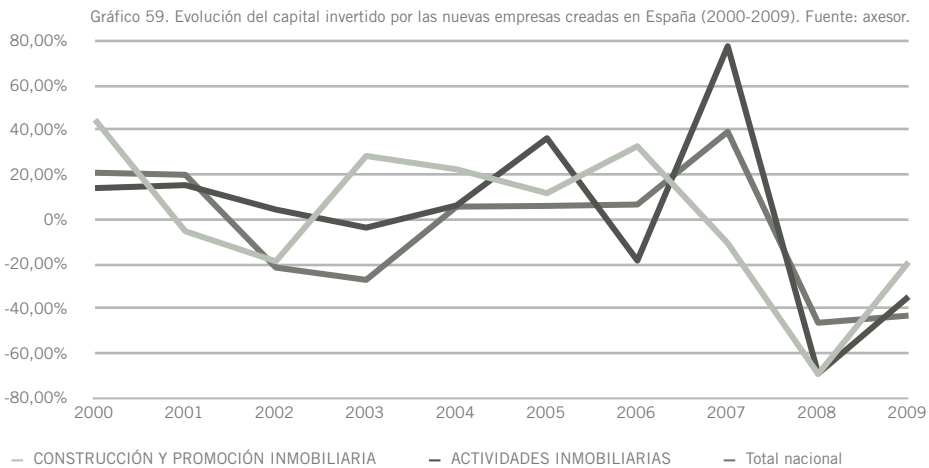
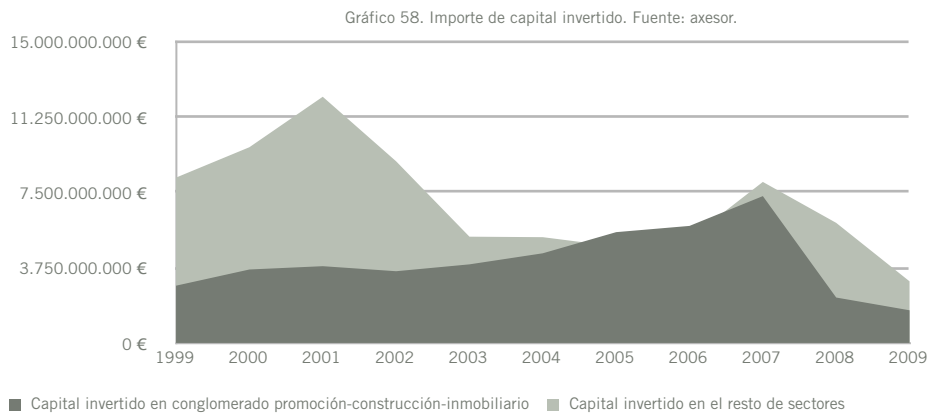
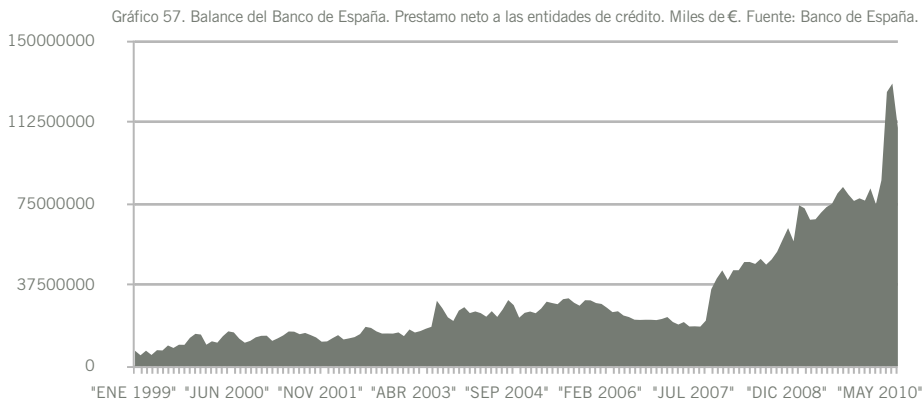


Tabla 11. Contracción sufrida por el crédito (hasta marzo de 2010). Fuente: Banco de España.

Sector de actividad	Tasa de variación
Crédito para financiación de actividades inmobiliarias (incluye promoción inmobiliaria)	-0,55%
Crédito para financiación de servicios	-0,78%
Crédito para financiación de industria (excepto construcción)	-6,15%
Crédito para financiación de agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	-15,11%
Crédito para financiación de construcción	-20,81%

cieras españolas es la demanda de fondos llevada a cabo por éstas en la subasta de liquidez del Banco Central Europeo (BCE), como muestra el gráfico 57. Ello se transmite a la economía real vía racionamiento del crédito a empresas y familias. Si la financiación que llega a familias y empresas sigue siendo escasa las posibilidades de reactivación de la demanda inmobiliaria se reducen y el riesgo de crédito de las empresas ligadas a la construcción y al sector inmobiliario aumenta.

La dificultad encontrada para obtener financiación internacional, el brusco giro que ha tenido lugar en la actividad constructora e inmobiliaria, el elevado endeudamiento de las empresas no financieras vinculadas a dicha actividad (especialmente en el sector de promoción inmobiliaria) y la elevada exposición del sistema financiero a dicho sector, desembocó en una contracción de crédito sin precedentes en España, contracción que continúa en 2010. El crédito a empresas y a familias

que creció explosivamente en los últimos años (se pasó de una masa de crédito inferior al PIB en 2004 a un ratio del 180% del crédito sobre el PIB a finales de 2008), está cayendo fuertemente, derrumbándose en los últimos trimestres. El total de crédito de la economía española ha caído un -2,31% hasta marzo de 2010 según datos del Banco de España, alcanzando en dicho mes 1.826.988.700 millones de euros. La falta de crédito genera muchos problemas a la capacidad de crecimiento de la economía española en general, y al sector constructor y sus actividades anexas en particular, no tanto al sector promotor e inmobiliario, pues el crédito para actividades inmobiliarias apenas si se ha reducido. En este contexto, la financiación a hogares siguió estancada en el mes de julio de 2010 (con una caída del 0,07%) y los préstamos a empresas cayeron un 1,6%.

En efecto, de crecer en más de 200.000 millones de euros al año en 2005, 2006 y 2007 (20% del PIB) hemos pasado a una contracción del crédito de 33.000 millones de euros. Ahora bien, existen dos excepciones a destacar:

1) La financiación al Estado, que creció en 2009 en 116.977 millones de euros, tal y como recoge el Boletín estadístico del Banco de España, ilustra el contraste entre el crecimiento del crédito a las Administraciones Públicas y la caída del crédito a empresas no financieras y a familias.

2) La financiación a promotores, que no ha caído prácticamente nada y está estable en torno a 325.000 millones de euros (322.873.570 millones de euros en marzo de 2010, según los datos del Banco de España). El porcentaje de crédito dedicado a promotores pasa del 17,35% de todo el crédito al 17,6%. Es decir, la economía está dedicando una mayor proporción de sus recursos a los promotores cuando lo lógico es pensar que a medida que se devuelven los créditos, no se extienden nuevos créditos, dadas las dificultades por las que atraviesa el sector, lo que generaría una caída en lugar de un crecimiento.

Si bien la demanda de crédito por parte del Estado y su financiación por parte de las entidades financieras se comprende y se justifica como el único agente económico capaz de tomar prestado e invertir en una economía atascada en el ámbito privado, no se comprende tan bien que el crédito a los promotores sea el único que prácticamente no cae (-0,55%, tabla 11), con los datos de actividad y perspectivas del sector sobre la mesa. La evolución de la financiación a los promotores contrasta con la experimentada por los constructores (-20,81%).

La explicación es necesario buscarla en la ausencia de devolución de los créditos por parte de los promotores, que están siendo refinanciados por parte de bancos y cajas a fin de evitar tener que reconocer deudas y con la

Gráfico 60. Capital societario inicial invertido (1999-2009). Fuente: axesor.

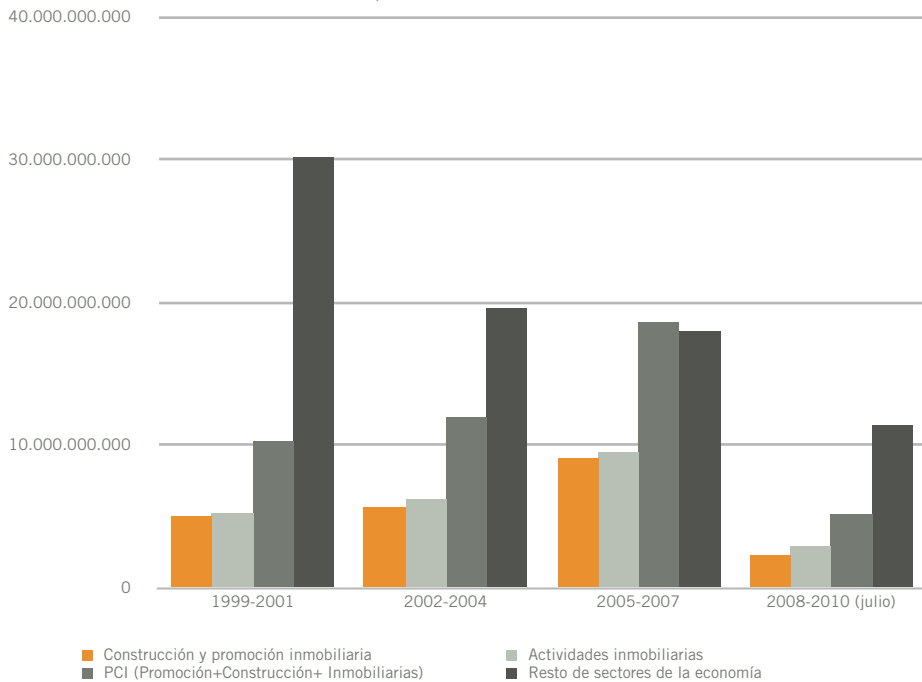
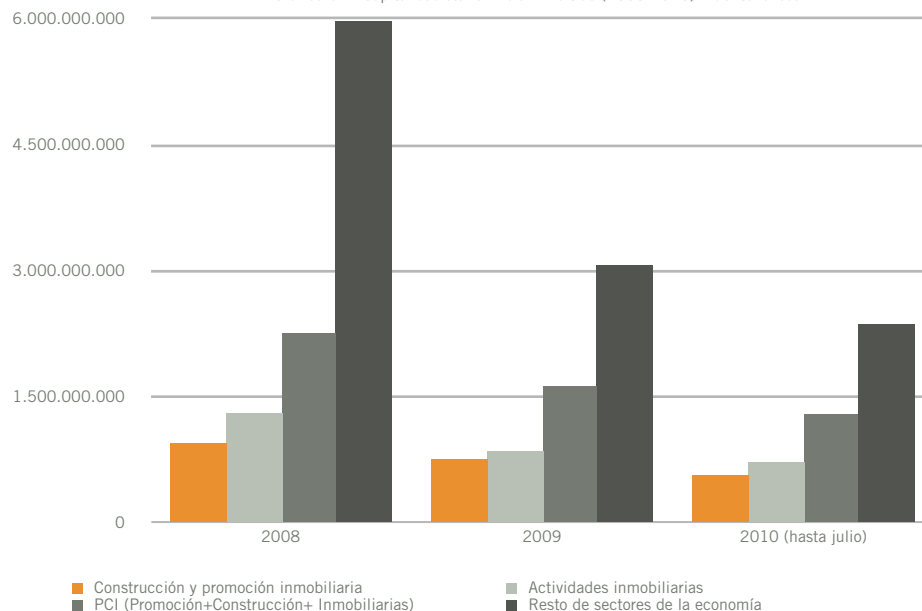


Gráfico 61. Capital societario inicial invertido (2008-2010). Fuente: axesor.



esperanza de una futura recuperación de las ventas de las nuevas promociones así como del suelo de los balances para la construcción de nuevas viviendas u otros activos inmobiliarios. Las refinanciaciones es probable, por tanto, que continúen, pues, a diferencia de las declaraciones de concurso, no presionan al alza la morosidad. Ésta se situó en julio de 2010 en el 5,25%.

El mantenimiento artificial de empresas insolventes del sector inmobiliario y la falta de reestructuración del sector jugaron un destacado papel en el largo estancamiento de la economía japonesa de los años 90. De forma muy resumida, la conclusión del episodio japonés fue que para una recuperación sólida de la economía es necesario el ajuste de la sobrecapacidad del sector constructor, inmobiliario y financiero, y para ello es fundamental que las pérdidas hayan aflorado completamente a fin de promover la eficiencia en la

asignación final del crédito. De lo contrario, se corre el riesgo de que la financiación no llegue a los sectores con más futuro (los problemas de financiación de la industria española en la actualidad es un efecto colateral de las refinanciaciones inmobiliarias, en un contexto de falta de liquidez), que los beneficios de las empresas sanas se vean mermados, que se desincentive la creación de empresas así como la inversión y que la brecha de productividad se amplíe entre empresas sanas y empresas manifiestamente insolventes que siguen recibiendo financiación (zombis). La política económica actual parece haber dirimido el dilema entre incentivar la actividad (y minimizar, en lo posible, la escalada del desempleo y la destrucción de empresas) y apoyar la eficiencia en la asignación del crédito y la reestructuración de los sectores necesitados de hacerlo, a favor de lo primero. En este contexto se enmarca la mayor capacidad financiada-

ra adquirida recientemente por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) así como la prórroga, a través del RD-Ley 5/2010 de 31 de marzo del Decreto Ley del 2008 por el que las empresas descapitalizadas pueden seguir operando. Además, la nueva ley del suelo permite pasar de tres a cuatro años sin construir en un suelo urbanizable sin que pase a rústico de nuevo. A ello se suman las actuaciones recientes de cajas y bancos para canjear deuda por activos y posponer y reestructurar las deudas de los constructores y promotores.

Auge y caída del capital societario invertido en el Conglomerado PCI (1999-2009). Efectos de la contracción del crédito sobre la inversión inicial de las nuevas empresas creadas en el sector.

La contracción del crédito ha afectado también al capital invertido por las nuevas empresas, como veremos. Antes describimos el proceso de fuerte incremento experimentado en el capital escriturado o invertido por las nuevas empresas pertenecientes al conglomerado Promoción-Construcción-Inmobiliario.

El gráfico 58 muestra el volumen de capital que logró atraer el conjunto de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias (PCI) entre 1999 y 2009. Sorprende el resultado de los datos: durante los años 2004-2007 los empresarios invirtieron 23,1 miles de millones de euros vía creación de nuevas empresas vinculadas al Conglomerado PCI. Durante esos 4 años el importe de la inversión inicial de las nuevas empresas no vinculadas al sector de la construcción fue solamente 149 millones de euros superior que el importe de la inversión que fue capaz de atraer el conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias en España. Es decir, la mitad de las nuevas inversiones que representan las empresas de nueva creación en España entre 2004 y 2007 tuvieron como destino final el conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias.

Pero aún hay un aspecto que, a nuestro entender, adquiere mayor gravedad. Si comparamos lo sucedido en la última fase alcista de la economía española con el periodo de crecimiento anterior, se observa como la inversión inicial de las nuevas empresas vinculadas a la promoción, construcción o actividades inmobiliarias ha sido a costa de expulsar capital e inversión del resto de sectores. Mientras que en el periodo 1999-2002 la inversión inicial de las nuevas empresas constituidas, ajenas a la construcción e inmobiliario, casi alcanzó los 10 mil millones de euros (9.813.654.468), este importe se redujo a poco más de la mitad (5.131.494.694) en el periodo comprendido entre 2003 y 2006.

Por lo tanto, el crecimiento del Conglomerado PCI expulsó la mitad del capital societario que habían escriturado las empresas ajenas a dicho sector constituidas en España en el periodo 1999-2002. El capital escriturado por

las nuevas empresas aparecidas en España entre 2003 y 2006 fue un 24% inferior al del periodo 1999-2002. Sin embargo, el capital puesto a disposición de las nuevas empresas PCI creció un 41,87%, mientras que el capital para el resto de iniciativas empresariales en España disminuyó un 47,71%. Resulta evidente la diferencia en la senda seguida por el capital invertido por las nuevas empresas en España en la primera fase de crecimiento (1999-2002) frente al fase expansiva más reciente (2003-2007). 2008 y 2009 muestran en el gráfico la intensidad de la caída en el capital invertido por las nuevas empresas, mucho más intensa en el conglomerado PCI.

El gráfico 59, por su parte, permite discernir dónde tuvo lugar el mayor afán inversor por parte de los nuevos empresarios. Dentro del Conglomerado PCI, fue fundamentalmente el sector de la Construcción y promoción inmobiliaria (Construcción en el gráfico) el destino del capital escriturado, manteniendo crecimientos en torno al 20% en esos cuatro años. Será en 2007 cuando el mayor incremento en comercialización (actividades inmobiliarias) tenga lugar, justo cuando la nueva inversión

en empresas de la construcción y promotoras cae con fuerza.

Por último, la división en trienios de la evolución seguida por el capital invertido o escriturado por las nuevas empresas (gráfico 60) muestra el cambio significativo en el reparto o destino de los fondos inicialmente invertidos por las empresas de nueva creación. Pese a contar el último periodo (2008-2010) con seis meses menos, el gráfico nos sirve para ilustrar y comparar la evolución del capital invertido en el conglomerado PCI frente al resto de sectores de la economía española. Nótese el desvío progresivo de fondos hacia el conglomerado PCI, que llega incluso a superar a los fondos recibidos por la totalidad del resto de sectores de la economía española en el trienio 2005-2007. La caída de peso del capital invertido por parte del conglomerado de empresas PCI en el último trienio es debido, sobre todo, a la fuerte pérdida de peso relativo que este sector sufre en 2008, que se detiene en 2009 y en lo que llevamos de 2010.

En efecto, el desglose del último trienio y la observación de los datos sobre capital invertido en 2008 y 2009 (gráfico 61) permite precisar más sobre la evolución de esta variable

y sus posibles implicaciones. Como se deduce del gráfico, el reajuste de capital escriturado entre macro sectores (Construcción –que incluye promoción inmobiliaria- y actividades inmobiliarias, frente al resto de sectores) es muy importante en 2008. Ahora bien, el coste del ajuste en 2009 y 2010 (con datos hasta 31 de julio), esto es, la mayor caída en el capital invertido de las nuevas empresas tiene lugar, no tanto en el Conglomerado PCI como en el resto de sectores de la economía española. Por lo tanto, el capital invertido ajeno al Conglomerado PCI sufre la crisis con mayor virulencia en 2009 y en lo que llevamos de 2010, siendo de este modo el resto de sectores de la economía los que presentan un menor interés inversor o experimentan un mayor recorte de fondos en comparación al Conglomerado PCI. El capital invertido no acompaña así a la demografía en la diversificación empresarial intensa observada a través de la evolución sectorial de las nuevas empresas creadas en 2009. La fuerte reducción del capital invertido de los sectores ajenos a la construcción frente al conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias en 2009 se mantiene en los siete primeros meses de 2010 en comparación con 2008.

Tabla 12. Capital societario invertido. Sector Acabado de edificios. Rehabilitación

Actividades de construcción especializada	ene-jul 2009	ene-jul 2010	Tasa de variación
4331 - Revocamiento	9.545.856 €	9.771.106 €	2,36%
4332 - Instalación de carpintería	4.799.138 €	4.583.324 €	-4,50%
4333 - Revestimiento de suelos y paredes	1.053.205 €	447.190 €	-57,54%
4334 - Pintura y acristalamiento	946.841 €	1.369.302 €	44,62%
4339 - Otro acabado de edificios	58.718 €	62.579 €	6,58%
439 - Otras actividades de construcción especializada	602.289 €	120.894 €	-79,93%
4391 - Construcción de cubiertas	81.314 €	30.382 €	-62,64%
4399 - Otras actividades de construcción especializada n.c.o.p.	933.637 €	371.705 €	-60,19%
433 - Acabado de edificios	18.020.999 €	16.766.181 €	-6,96%

Tabla 13. Capital societario invertido. Sector de Instalaciones eléctricas, de fontanería y otras instalaciones en obras de construcción

Actividades de construcción especializada	ene-jul 2009	ene-jul 2010	Tasa de variación
432 - Instalaciones eléctricas, de fontanería y otras instalaciones en obras de construcción	830.686 €	30.792 €	-96,29%
4321 - Instalaciones eléctricas	6.603.594 €	5.298.154 €	-19,77%
4322 - Fontanería, instalaciones de sistemas de calefacción y aire acondicionado	5.841.259 €	5.606.609 €	-4,02%
4329 - Otras instalaciones en obras de construcción	1.271.405 €	778.997 €	-38,73%
432 - Instalaciones eléctricas, de fontanería y otras instalaciones en obras de construcción	14.546.944 €	11.714.552 €	-19,47%

Tabla 14. Capital societario invertido. Sector de demolición y preparación de terrenos

Actividades de construcción especializada	ene-jul 2009	ene-jul 2010	Tasa de variación
431 - Demolición y preparación de terrenos	3.953.960 €	777.054 €	-80,35%
4311 - Demolición	64.780 €	89.829 €	38,67%
4312 - Preparación de terrenos	154.303.204 €	1.220.598 €	-99,21%
4313 - Perforaciones y sondeos	39.071 €	53.307 €	36,44%
431 - Demolición y preparación de terrenos	158.361.015 €	2.140.788 €	-98,65%

La evolución del destino sectorial final de la inversión inicial de las nuevas empresas se presenta en los gráficos 62 a 65. En ellos se presenta la evolución del peso adquirido por el capital escriturado en los principales sectores de la economía nacional en los últimos años. El peso perdido por el conglomerado de empresas promotoras, de la construcción e inmobiliarias en 2008, es parcialmente recuperado, de manera sorprendente, en el año 2009.

De representar más de la mitad (51%) del capital escriturado por las nuevas sociedades mercantiles en España en el periodo 2005-2007 (gráfico 62), las promotoras, empresas de la construcción e inmobiliarias pasan a atraer el 27% del capital invertido por las nuevas empresas en 2008 (gráfico 63).

Sin embargo, la promoción, la construcción y las actividades inmobiliarias vuelven en 2009 a aumentar su peso, de manera sorprendente, en la totalidad de recursos financieros que lograr atraer en forma de capital invertido de forma inicial, con un 35% del total del capital escriturado en España por las nuevas sociedades mercantiles, tendencia que se mantiene en los siete primeros meses de 2010, tal y como reflejan los gráficos 64 y 65.

Por lo tanto, si bien es cierto que la crisis económica y financiera en general y la crisis inmobiliaria en particular ha afectado de manera mucho más severa al tejido empresarial del conglomerado PCI, como vimos, tanto en número de nuevas creaciones de empresas como en número de bajas y ceses de actividad, y, por ende, en el número de sociedades activas, no es menos cierto que, tras un año de transición y ajuste, el conglomerado de empresas formado por promotoras, constructoras e inmobiliarias siguió siendo el sector de la economía española que más capital recibió para creación de nuevas empresas en 2009 y en los siete primeros meses de 2010.

Evolución del capital societario invertido por las nuevas empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias en los siete primeros meses de 2010.

Entre enero y julio de 2010 la tasa de variación de nuevas empresas creadas en España se recuperó ligeramente en términos interanuales, concretamente creció un 3,42% y alcanzó las 50.269 nuevas sociedades, como vimos al analizar las previsiones de empresas creadas para todo el año 2010. Pero no le sucedió lo mismo al capital invertido por dichas empresas, que siguió cayendo en 2010,

El capital invertido por las nuevas empresas promotoras cayó sólo un 4,53% interanual en los siete primeros meses de 2010 pese a los nubarrones que se ciernen sobre el futuro del sector.

concretamente un 2,83% hasta julio, hasta los 3.126.885.255 euros.

Ello puede ser debido a una menor iniciativa empresarial o a una mayor dificultad para encontrar la financiación que permita crear una empresa. Parece razonable pensar que la caída en la inversión inicial de las empresas es debida, al menos en gran parte, a la escasez de crédito. En el caso de la financiación a las empresas no financieras, la política crediticia de las entidades financieras condiciona el destino final de los fondos, convirtiéndose, de nuevo, en un catalizador fundamental de los sectores y actividades que finalmente obtienen financiación, condicionando así la reorientación inversora hacia nuevos sectores de actividad.

El riesgo, ya comentando anteriormente, es que las refinanciaciones y reestructuraciones

Gráfico 62. Peso del Capital societario inicial invertido (2005-07). Fuente: axesor.

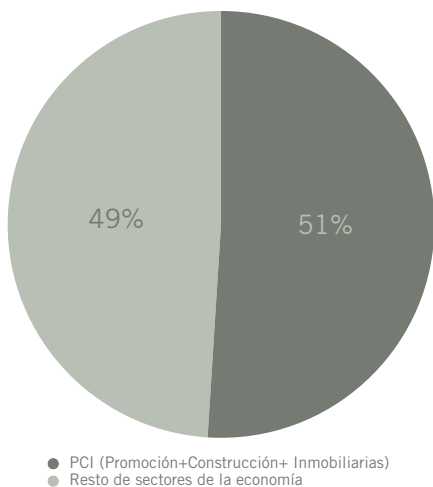


Gráfico 63. Peso del Capital societario inicial invertido (2008). Fuente: axesor.

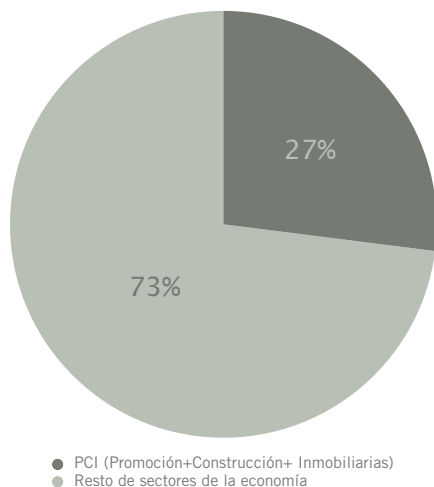


Gráfico 64. Peso del Capital societario inicial invertido (2009). Fuente: axesor.

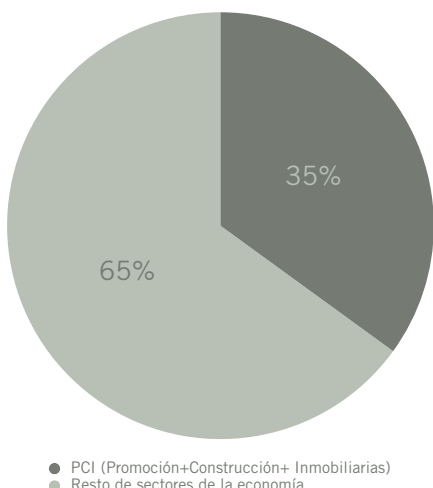
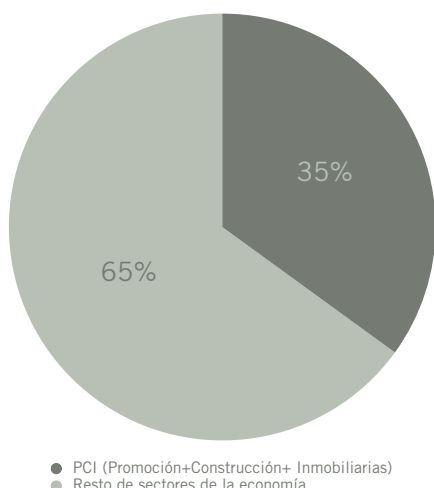


Gráfico 65. Peso del Capital societario inicial invertido 2010 (hasta julio). Fuente: axesor.



La mitad de las nuevas inversiones que representan las empresas de nueva creación en España entre 2004 y 2007 tuvieron como destino final el conglomerado de empresas promotoras, constructoras e inmobiliarias. Esta inversión inicial ha sido a costa de expulsar capital e inversión del resto de sectores.

Mientras que en el periodo 1999-2002 la inversión inicial de las nuevas empresas constituidas, ajenas a la construcción e inmobiliario, casi alcanzó los 10 mil millones de euros, este importe se redujo a poco más de la mitad en el periodo comprendido entre 2003 y 2006.

La promoción, la construcción y las actividades inmobiliarias vuelven en 2009 a aumentar su peso, de manera sorprendente, en la totalidad de recursos financieros que logran atraer en forma de capital invertido de forma inicial, con un 35% del total del capital escriturado en España por las nuevas sociedades mercantiles, tendencia que se mantiene en los siete primeros meses de 2010.

de deuda que están caracterizando la política crediticia de las entidades financieras, priorizan sectores de baja actividad y empresas insolventes (zombis) frente a sectores con potencial de crecimiento futuro y nuevas empresas y empresas sanas. Vimos que la financiación otorgada al sector promotor-inmobiliario apenas ha caído un 0,55% hasta marzo de 2010.

Pues bien, en línea con lo anterior, el capital invertido por las nuevas empresas promotoras cayó sólo un 4,53% interanual en los siete primeros meses de 2010 (de los 138 millones de euros de capital invertido en los siete primeros meses de 2009 se pasa a los 137,7 millones de 2010), tal y como se observa en el gráfico 66, pese a los nubarrones que se ciernen sobre el futuro del sector.

Y, de nuevo, contrasta con lo sucedido con el capital invertido por los nuevos empresarios en el sector de la construcción (gráfico 66), cuyo montante se ha reducido un 54,69% en los siete primeros meses de 2010, quedando el montante finalmente invertido en 129.904.057 euros frente a los cerca de 450 millones de euros invertidos entre enero y julio de 2009. No obstante, la fuerte reducción del capital invertido en este sector por los nuevos empresarios no ha afectado por igual a todas las actividades.

Dentro del sector de actividades de construcción especializada, en el subsector de actividad relativo a Acabado de edificios (Rehabilitación) solo se reduce la inversión un 6,96%. Es posible que la apuesta del Gobierno por impulsar el sector de Rehabilitación y mantenimiento de vivienda haya servido como incentivo a la formación de nuevas empresas así como facilitado el acceso a la financiación necesaria. Son las actividades de Revocamiento, Pintura y acristalamiento y Otro acabado de edificios las que contribuyen en mayor grado a frenar la caída de la inversión de las nuevas empresas en este sector, como recoge la tabla 12.

El subsector de actividades eléctricas, de fontanería y otras instalaciones en obras de construcción ve reducida la inversión o capital escriturado en casi un 20%, como se observa en la tabla 13, fundamentalmente por la caída

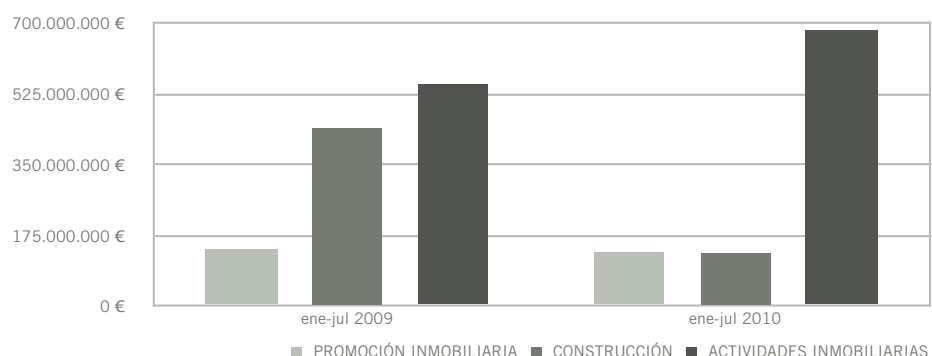
en la actividad de actividades eléctricas y en otras instalaciones en obras de construcción. De este modo, se reduce el capital invertido en cerca de 3 millones de euros.

Por último, el subsector que más nota la crisis y que reduce en 156 millones de euros la inversión recibida con respecto a los primeros siete meses de 2009 (que representa una caída del 98,65%) es el de Demolición y preparación de terrenos, algo fácil de comprender dada la drástica reducción del número de viviendas iniciadas en España en los últimos meses.

Fuera del ámbito de las actividades de construcción especializadas y dejando a un lado la promoción inmobiliaria (también incluida dentro del sector de la construcción tras los cambios introducidos en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas, CNAE-2009), la inversión de las otras dos grandes partidas del sector de la construcción la Construcción de edificios y la Obra civil muestran un comportamiento muy desfavorable por lo que a la nueva inversión recibida se refiere. En el primer caso, Construcción de edificios, el sector pierde 147,7 millones de inversión con respecto a los primeros siete meses de 2009, lo que representa una caída del capital invertido en esta actividad del 39,97%. En el segundo caso, la Obra o Ingeniería civil, la caída es aún mayor (46,27%), y representa una pérdida de capital invertido de 7,7 millones de euros.

Por último, la intensa actividad comercial para dar salida al stock de viviendas existente se traduce en los primeros siete meses del año en un aumento del 24,35% del capital invertido en el sector de actividades inmobiliarias, pasándose de los 547,3 millones de euros de 2009 a los 680,7 millones de 2010, tal y como muestra el gráfico 66.

Gráfico 66. Capital societario invertido inicial Conglomerado CPI (enero-julio). Fuente: axesor.



9 | Anexo

A continuación se describe en detalle el conjunto de actividades incluidas en el ámbito de presente estudio:

EL MACRO SECTOR DE ACTIVIDADES DEPENDIENTES DE LA CONSTRUCCIÓN.

1. PROMOCIÓN INMOBILIARIA.

Incluye todas las empresas promotoras recogidas en el CNAE 41.1.

2. CONSTRUCCIÓN.

Incluye la Construcción de edificios residenciales, no residenciales, Ingeniería civil y las actividades de construcción especializada, actividades recogidas en los CNAES 41.1, 42 y 43. El desglose de actividades es el siguiente:

41.2. Construcción de edificios.

41.21. Construcción de edificios residenciales.

41.22. Construcción de edificios no residenciales.

42. Ingeniería civil.

42.1. Construcción de carreteras y vías férreas, puentes y túneles.

42.2. Construcción de redes (redes para fluidos y redes eléctricas y de telecomunicaciones).

42.9. Construcción de otros proyectos de ingeniería civil n.c.o.p.

43. Actividades de construcción especializada.

43.1. Demolición y preparación de terrenos.

43.2. Instalaciones eléctricas, de fontanería y otras instalaciones en obras de construcción.

43.3. Acabado de edificios (actividades de Revocamiento, instalación de carpintería, revestimiento de suelos y paredes, pintura y acristalamiento y otro tipo de acabados).

43.9. Otras actividades de construcción especializada (Construcción de cubiertas y otras actividades de construcción especializada n.c.o.p.).

3. ACTIVIDADES INMOBILIARIAS.

Aquí se incluye la Sección L: Actividades inmobiliarias de la CNAE al completo. El desglose es el siguiente:

68.1. Compraventa de bienes inmobiliarios por cuenta propia.

68.2. Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia.

68.3. Actividades inmobiliarias por cuenta de terceros (Agentes de la propiedad inmobiliaria y Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria).

4. INDUSTRIA VINCULADA AL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.

Actividades extractivas.

Las industrias extractivas que tienen una relación directa con el sector de la construcción y, por tanto, incluidas en nuestro análisis de las empresas del sector son las siguientes:

08. Otras industrias extractivas.

081. Extracción de piedra, arena y arcilla.

0811. Extracción de piedra ornamental y para la construcción, piedra caliza, yeso, Creta y pizarra.

0812. Extracción de gravas y arenas; extracción de arcilla y caolín.

Industria manufacturera.

La diversidad de actividades a las que da lugar la industria manufacturera es muy amplia. Nuestro ámbito de estudio en la industria manufacturera se limita a aquellas industrias cuya actividad esté directa o indirectamente vinculada con la construcción y las actividades inmobiliarias, desde la fabricación de los materiales de construcción hasta la fabricación de los muebles o electrodomésticos, pasando por la industria de fabricación de elementos metálicos para la construcción.

Las actividades incluidas son las siguientes:

16 - Industria de la madera y del corcho, excepto muebles; cestería y espartería

1610 - Aserrado y cepillado de la madera

162 - Fabricación de productos de madera, corcho, cestería y espartería

162 - Fabricación de productos de madera, corcho, cestería y espartería

1621 - Fabricación de chapas y tableros de madera

1623 - Fabricación de otras estructuras de madera y piezas de carpintería y ebanistería para la construcción

1624 - Fabricación de envases y embalajes de madera

1629 - Fabricación de otros productos de madera; artículos de corcho, cestería y espartería

23 - Fabricación de otros productos minerales no metálicos

231 - Fabricación de vidrio y productos de vidrio

2311 - Fabricación de vidrio plano

2312 - Manipulado y transformación de vidrio plano

2313 - Fabricación de vidrio hueco

2314 - Fabricación de fibra de vidrio

2319 - Fabricación y manipulado de otro vidrio, incluido el vidrio técnico

2320 - Fabricación de productos cerámicos refractarios

233 - Fabricación de productos cerámicos para la construcción

2331 - Fabricación de azulejos y baldosas de cerámica

2332 - Fabricación de ladrillos, tejas y productos de tierras cocidas para la construcción

2341 - Fabricación de artículos cerámicos de uso doméstico y ornamental

2342 - Fabricación de aparatos sanitarios cerámicos

2361 - Fabricación de elementos de hormigón para la construcción

2362 - Fabricación de elementos de yeso para la construcción

2363 - Fabricación de hormigón fresco

2364 - Fabricación de mortero

2365 - Fabricación de fibrocemento

2369 - Fabricación de otros productos de hormigón, yeso y cemento

2370 - Corte, tallado y acabado de la piedra

239 - Fabricación de productos abrasivos y productos minerales no metálicos n.c.o.p.

2391 - Fabricación de productos abrasivos

2399 - Fabricación de otros productos minerales no metálicos n.c.o.p.

251 - Fabricación de elementos metálicos para la construcción

2511 - Fabricación de estructuras metálicas y sus componentes

2512 - Fabricación de carpintería metálica

252 - Fabricación de cisternas, grandes depósitos y contenedores de metal

2521 - Fabricación de radiadores y calderas para calefacción central

2529 - Fabricación de otras cisternas, grandes depósitos y contenedores de metal

275 - Fabricación de aparatos domésticos

2751 - Fabricación de electrodomésticos

2752 - Fabricación de aparatos domésticos no eléctricos

31 - Fabricación de muebles

310 - Fabricación de muebles

310 - Fabricación de muebles

3101 - Fabricación de muebles de oficina y de establecimientos comerciales

3102 - Fabricación de muebles de cocina

3103 - Fabricación de colchones

3109 - Fabricación de otros muebles

DISTRIBUCIÓN COMERCIAL VINCULADA AL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.

Entre las actividades de comercialización del extenso grupo de actividades incluidas en la Sección G de la CNAE se incluyen en la categoría de empresas comercializadas vinculadas al sector de la construcción las siguientes:

4613 - Intermediarios del comercio de la madera y materiales de construcción

4615 - Intermediarios del comercio de muebles, artículos para el hogar y ferretería

4643 - Comercio al por mayor de aparatos electrodomésticos

4644 - Comercio al por mayor de porcelana, cristalería y artículos de limpieza

4647 - Comercio al por mayor de muebles, alfombras y aparatos de iluminación

4663 - Comercio al por mayor de maquinaria para la minería, la construcción y la ingeniería civil

4665 - Comercio al por mayor de muebles de oficina

4666 - Comercio al por mayor de otra maquinaria y equipo de oficina

4672 - Comercio al por mayor de metales y minerales metálicos

4673 - Comercio al por mayor de madera, materiales de construcción y aparatos sanitarios

4674 - Comercio al por mayor de ferretería, fontanería y calefacción

4752 - Comercio al por menor de ferretería, pintura y vidrio en establecimientos especializados

4753 - Comercio al por menor de alfombras, moquetas y revestimientos de paredes y suelos en establecimientos especializados

4754 - Comercio al por menor de aparatos electrodomésticos en establecimientos especializados

4759 - Comercio al por menor de muebles, aparatos de iluminación y otros artículos de uso doméstico en establecimientos especializados

OTROS SERVICIOS RELACIONADOS CON EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.

Se trata de la agrupación más heterodoxa y heterogénea. Incluye las siguientes actividades de servicios:

4942 - Servicios de mudanza

71 - Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería; ensayos y análisis técnicos

711 - Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico

711 - Servicios técnicos de arquitectura e ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico

7111 - Servicios técnicos de arquitectura

7112 - Servicios técnicos de ingeniería y otras actividades relacionadas con el asesoramiento técnico

8020 - Servicios de sistemas de seguridad

81 - Servicios a edificios y actividades de jardinería

811 - Servicios integrales a edificios e instalaciones

8110 - Servicios integrales a edificios e instalaciones

812 - Actividades de limpieza

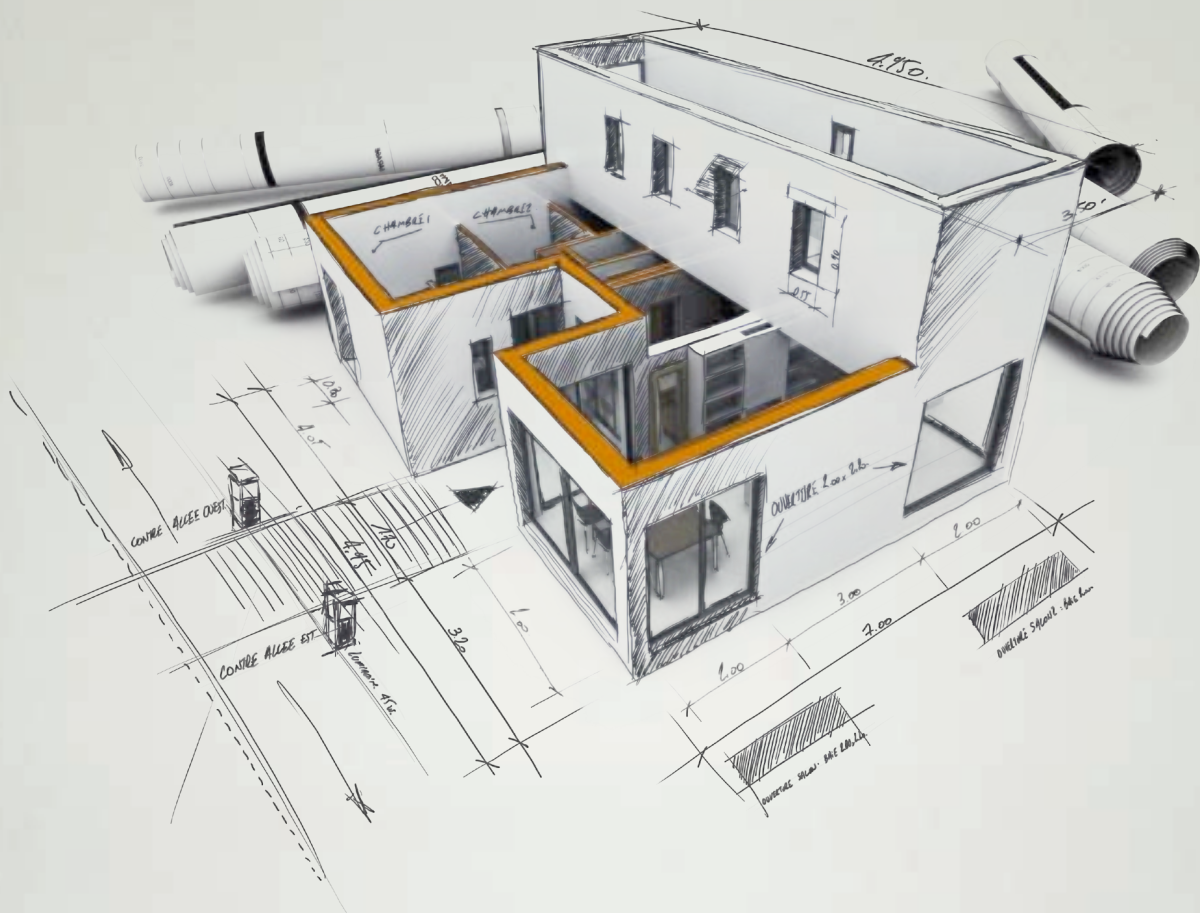
812 - Actividades de limpieza

8121 - Limpieza general de edificios

8122 - Otras actividades de limpieza industrial y de edificios

8129 - Otras actividades de limpieza

8130 - Actividades de jardinería



Informe de Constructoras

Sus proyectos nunca se quedarán en el plano.

axesor le ofrece una solución única en el mercado, con la que conocerá y podrá trabajar con las constructoras que sí son seguras, llegando donde no llegan ni los seguros de crédito.

Además ahora contará con toda la información de mora Bancaria y Comercial (ASNEF Industrial), para conocer la práctica totalidad de los impagos de cualquier constructora.

➔ Infórmese en www.axesor.es/informe-constructoras.asp

*ASNEF Industrial es una marca de EQUIFAX IBÉRICA, S.L.

Delegación Madrid

C/ Alcalá nº 52 - 2ª Planta
28014 Madrid
Tel: 902 10 10 33

Delegación Barcelona

C/ Valencia 231 3º 2ª
08007 Barcelona
Tel: 902 10 10 33

Delegación Granada

Parque Empresarial San Isidro,
Ctra. Granada-Armilla s/n, Edificio axesor
18100 Armilla, Granada
Tel: 902 10 10 33

www.axesor.es
902 10 10 33



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir