

LOS MERCADOS DE INMUEBLES COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO Y SU IMPACTO EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

ARTÍCULOS

Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito

La evolución de los mercados de inmuebles comerciales es importante para las entidades de crédito de la zona del euro, principalmente porque los préstamos inmobiliarios comerciales representan una parte considerable de los activos de muchos bancos y tienden a ser más volátiles que otros tipos de préstamos. La situación de estos mercados se ha deteriorado en la mayoría de los países de la zona del euro desde 2008, y en los últimos trimestres se ha intensificado esta evolución desfavorable. En este artículo se ofrece una panorámica de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro, se examinan determinados aspectos de su comportamiento reciente y se presentan algunos datos sobre las exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales de las entidades de crédito de la zona del euro.

I INTRODUCCIÓN

La historia ha mostrado que los ajustes desordenados en los mercados de inmuebles comerciales pueden desempeñar un importante papel en las crisis financieras, como ocurrió en los países nórdicos, en Estados Unidos a comienzos de los años noventa y en algunas economías asiáticas a finales de la misma década.

La evolución de los mercados de inmuebles comerciales puede afectar sustancialmente a la estabilidad financiera a través de distintos canales¹. En primer lugar, una proporción significativa de activos de numerosas entidades de crédito de la zona del euro incluyen préstamos inmobiliarios comerciales. Una caída de los precios y de los alquileres de estos inmuebles debilita la capacidad de las sociedades inmobiliarias de obtener rendimientos de los inmuebles y, por tanto, de reembolsar la deuda, y también reduce el valor de las garantías hipotecarias. En el caso de que el prestatario no pueda atender el pago, el valor de las garantías puede que tenga que realizarse por un importe inferior al del préstamo. En segundo lugar, los préstamos a la inversión en inmuebles comerciales suelen ser más volátiles que muchos otros tipos de préstamos en la cartera de créditos de los bancos. En tercer lugar, los ajustes en los precios de los inmuebles comerciales pueden tener, asimismo, un efecto indirecto en el balance de las entidades de crédito, dada su incidencia negativa sobre la economía real. En cuarto lugar, el descenso de los precios de los inmuebles comerciales puede tener un impacto directo en el balance de los bancos, pues estos pueden ser propietarios de inmuebles. En quinto lugar, los inversores instituciona-

les, como las empresas de seguros, los fondos de pensiones, los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las empresas de capital inversión, que desempeñan todos ellos distintas e importantes funciones en el sistema financiero, realizan en ocasiones cuantiosas inversiones en los mercados de inmuebles comerciales, tanto directa como indirectamente.

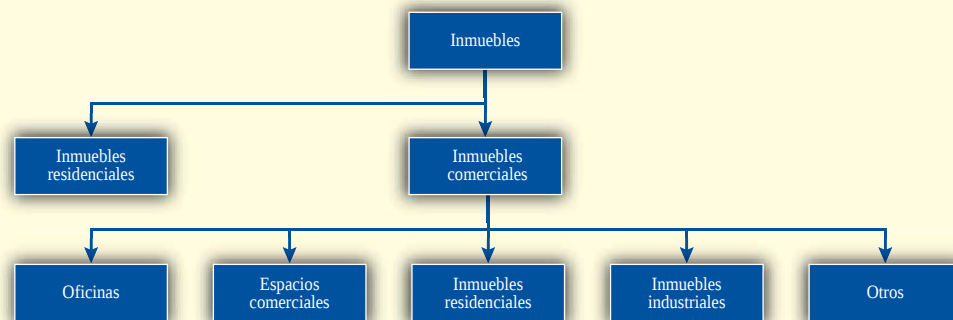
En la sección 2 se presenta una panorámica de los mercados y de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro. En la sección 3 se examina la evolución reciente y las perspectivas de los mercados y sociedades mencionados. En la sección 4 se analizan las exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales de las entidades de crédito de la zona del euro, dado que este puede considerarse el canal principal a través del cual una evolución adversa en los mercados de inmuebles comerciales puede incidir negativamente sobre la estabilidad financiera. Las conclusiones se presentan en la sección 5.

2 PANORÁMICA DE LOS MERCADOS Y LAS SOCIEDADES DE INMUEBLES COMERCIALES DE LA ZONA DEL EURO

Los inmuebles comerciales incluyen distintos inmuebles generadores de renta, como edificios de oficinas, restaurantes, centros comerciales, hoteles, parques industriales, almacenes, fábricas e inmue-

1 Estos riesgos también se han subrayado en BCE, «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre de 2008, y BCE, «Commercial property investment and financial stability», *Financial Stability Review*, diciembre de 2007.

Gráfico 1 Tipos de inmuebles



Nota: Los inmuebles utilizados con fines residenciales se denominan inmuebles comerciales cuando se poseen o se promocionan con fines comerciales.

bles residenciales cuya propiedad es, por ejemplo, de una sociedad inmobiliaria (véase gráfico 1).

Las sociedades de inmuebles comerciales pueden definirse como empresas cuya actividad es la tenencia, la promoción y la construcción de inmuebles generadores de renta, incluidos el alquiler, la gestión y la compraventa de dichos inmuebles.

Los inmuebles utilizados con fines residenciales, como las viviendas multifamiliares, se denominan inmuebles comerciales cuando, por ejemplo, son propiedad o los promociona con fines comerciales una sociedad inmobiliaria o un inversor institucional.

TAMAÑO DEL MERCADO DE INMUEBLES COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Resulta difícil estimar adecuadamente el tamaño de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro o a escala mundial, debido a que en muchos países su carácter es fragmentado y ligeramente opaco. Algunas estimaciones situaban el tamaño total de estos mercados en la zona en torno a los 4,4 billones de euros en 2008 (véase gráfico 2). Dentro de la zona, Alemania cuenta con el mercado de mayor tamaño, con un 28% del total del mercado de la zona, seguida de Francia, con un 20%, y de Italia, con el 17%.

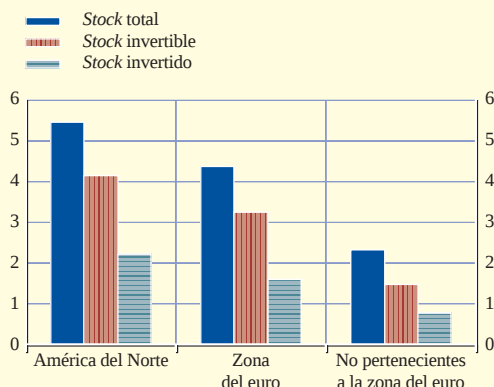
El *stock* total de inmuebles comerciales puede dividirse en varias categorías a fin de reflejar en

qué medida el inmueble puede ser comprado o vendido por los inversores (véase cuadro 1). El tamaño de la parte «invertible» del mercado de la zona del euro se estima que está en torno a los 3,2 billones de euros, es decir, el 74% del total del mercado (véase gráfico 2). Esta parte no constituye todo el mercado, debido a que no todos los inmuebles pueden ser vendidos por los propietarios, como algunos edificios pertenecientes al Estado, por ejemplo, hospitales, escuelas e inmuebles de naturaleza similar.

Dentro de la parte «invertible» de los mercados de inmuebles comerciales, cabe separar el porcentaje

Gráfico 2 Tamaño de los mercados de inmuebles comerciales en Europa y América del Norte

(2008; billones de euros)



Fuentes: DTZ y RREEF Research.

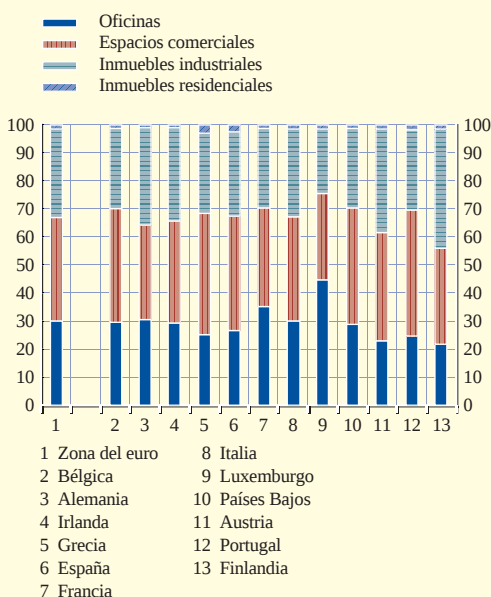
Cuadro 1 Stock de inmuebles comerciales invertibles e invertidos

Stock de inmuebles invertibles	= porcentaje del « stock total de inmuebles » con calidad de grado de inversión, que puede venderse a inversores profesionales o que está actualmente ocupado por el propietario, pero que puede estar disponible para su venta en un período posterior.
Stock de inmuebles invertidos	= porcentaje del « stock de inmuebles que puede ser objeto de inversión » que no está ocupado por el propietario y que pertenece a inversores inmobiliarios con fines de inversión.

que está «invertido», es decir, los inmuebles que pertenecen a inversores profesionales y no están ocupados por los propietarios. Este porcentaje corresponde al *stock* del mercado que es relativamente más «líquido». Se estima que el tamaño total del mercado «invertido» de la zona del euro se sitúa en torno a los 1,6 billones de euros, es decir, el 37% del total del mercado (véase gráfico 2). Este porcentaje varía considerablemente de un país a otro,

Gráfico 3 Tamaño de los distintos tipos de inmuebles comerciales en la zona del euro y en algunos países de la zona

(2008; en porcentaje del total)



Fuentes: RREEF Research y cálculos del BCE.

oscilando entre el 14% y el 80%, lo que refleja los distintos tipos de inmuebles en propiedad existentes en los países de la zona del euro.

Además de la variación existente en los mercados de la zona del euro en cuanto al tamaño, también se observan diferencias en lo que se refiere al tamaño relativo de cada uno de los principales tipos de inmuebles comerciales, que incluyen fundamentalmente oficinas, espacios comerciales y viviendas residenciales multifamiliares. En los países de la zona, el segmento minorista suele ser el más grande, y representa alrededor del 37% del total. Las oficinas y los inmuebles industriales suponen en torno al 30% cada uno (véase gráfico 3).

SOCIEDADES INMOBILIARIAS DE LA ZONA DEL EURO

La actividad comercial de las sociedades inmobiliarias de la zona del euro abarca una diversidad de áreas relacionadas con los inmuebles. Así pues, la definición de sociedad inmobiliaria es un concepto bastante amplio.

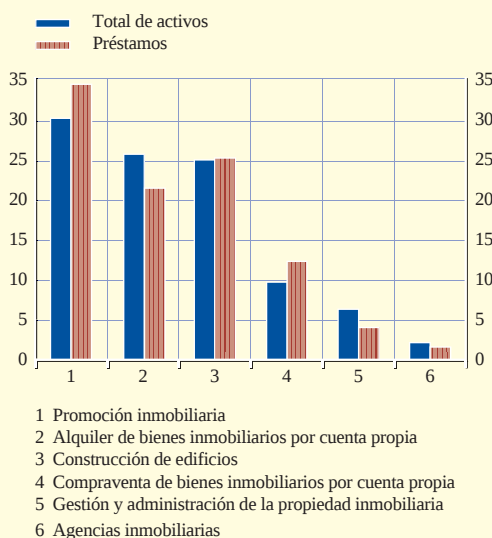
Las sociedades inmobiliarias cuya actividad es la promoción², el alquiler, la gestión o la construcción de edificios mantienen más del 80% del total de activos de las empresas inmobiliarias de la zona del euro. Las sociedades cuyo objeto es la compraventa de inmuebles representan un 10% adicional, y a las empresas de gestión inmobiliaria y agencias inmobiliarias les corresponde el porcentaje restante (véase gráfico 4). No hace falta decir que muchas sociedades inmobiliarias operan en varias áreas a la vez.

El tamaño relativo de estas sociedades, cuando se calcula con respecto al total de préstamos, equivale aproximadamente al de la distribución del total de activos (véase gráfico 4). Las mayores exposiciones crediticias de los bancos son frente a los promotores inmobiliarios y a las empresas constructoras, aunque el tamaño de los distintos sectores inmobiliarios varía significativamente entre los distintos países de la zona del euro. No obstante,

2 Incluye la promoción inmobiliaria de edificios residenciales y no residenciales aunando los medios financieros, técnicos y físicos para terminar la construcción de edificios con el fin de venderlos posteriormente.

Gráfico 4 Tamaño relativo de los distintos tipos de sociedades de inmuebles comerciales en la zona del euro

(2008; en porcentaje del total)



Fuentes: Bureau van Dijk (Amadeus) y cálculos del BCE.
Notas: Los datos abarcan casi 31.000 empresas de la zona del euro. Esta clasificación sigue la Nomenclatura estadística de actividades económicas en la Comunidad Europea.

te, es complicado obtener datos de estos segmentos de préstamos inmobiliarios comerciales, pues con frecuencia están agrupados con otros segmentos bajo la categoría más amplia de «construcción», que también incluye los préstamos a las empresas constructoras de vías férreas y de autopistas, por ejemplo.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS DE INMUEBLES COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

VALOR NETO

Durante la última década, los valores de los inmuebles comerciales —es decir, los precios de estos inmuebles ajustados a la baja por los gastos, el mantenimiento y la depreciación del capital— de la zona del euro han sido más cíclicos que los precios de los inmuebles residenciales (véase gráfico 5). Ello es atribuible, fundamentalmente, al hecho de que los valores de los inmuebles comerciales siguen el ciclo económico de forma más estrecha que los precios de los inmuebles residenciales.

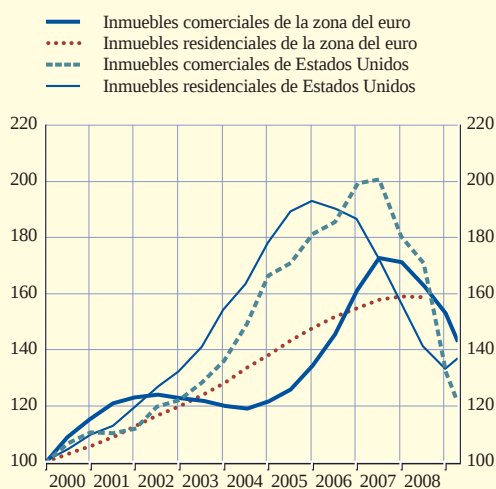
Además, son más volátiles porque se reajustan a la baja cuando se reducen los alquileres o aumentan los inmuebles desocupados, incluso sin que se hayan realizado transacciones. Por otra parte, los datos sobre los precios de los inmuebles residenciales se basan en las operaciones realizadas. Ello, junto con el hecho de que, en relación con los ocupantes de los inmuebles comerciales, resulta más probable que los propietarios de viviendas sigan viviendo en sus inmuebles, incluso si se reduce su valor, da lugar a que, en general, los precios de los inmuebles residenciales sean menos volátiles. Por lo tanto, en las carteras crediticias de los bancos, los préstamos inmobiliarios comerciales suelen ser un componente más volátil que los préstamos inmobiliarios residenciales (véase sección 4).

Aunque, en promedio, los precios de los inmuebles residenciales de la zona del euro se estabilizaron en 2008, el valor neto de los inmuebles comerciales ha venido reduciéndose desde comienzos de ese año (véase gráfico 5).

La evolución observada en la zona del euro durante la última década puede compararse con la de

Gráfico 5 Precios de los inmuebles comerciales y residenciales en la zona del euro y en Estados Unidos

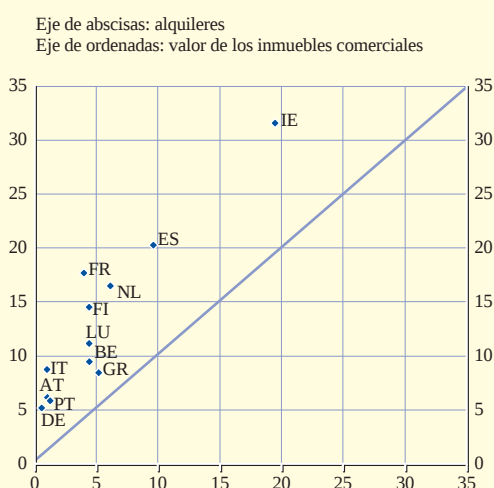
(I S 2000 - III 2009; índice: I S 2000 = 100)



Fuentes: BCE, Jones Lang LaSalle, Standard and Poor's y Bloomberg.
Nota: Los datos relativos a los inmuebles comerciales son «variaciones en el valor neto», es decir, los precios excluidos los gastos, el mantenimiento y la depreciación.

Gráfico 6 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales y alquileres en algunos países de la zona del euro

(tasa de variación interanual media correspondiente al período 2004-2007)

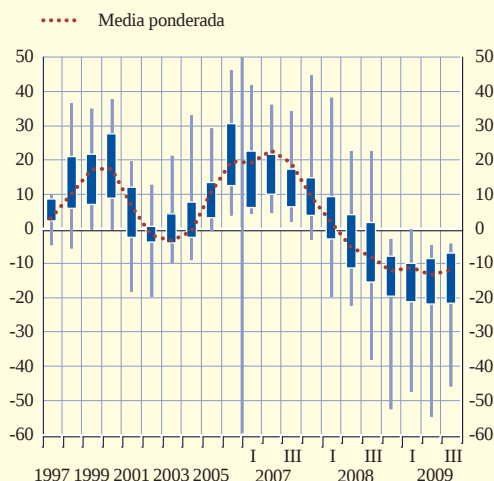


Fuentes: Jones Lang LaSalle, Eurostat y cálculos del BCE.

Estados Unidos, donde los precios de los inmuebles comerciales y residenciales experimentaron un aumento pronunciado entre 2000 y 2006/2007, que se vio seguido por una corrección más clara

Gráfico 7 Variaciones en el valor neto de los edificios comerciales de primera categoría en los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual; máximo; mínimo; distribución intercuartílica y media ponderada)



Fuente: Jones Lang LaSalle.

Nota: No se dispone de datos para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

(véase gráfico 5). Mientras que los precios de los inmuebles residenciales en Estados Unidos alcanzaron su máximo en el primer semestre de 2006, los de los inmuebles comerciales continuaron creciendo hasta el segundo semestre de 2007, pero, hasta la fecha, las correcciones registradas en ambos mercados han sido de una magnitud similar.

En teoría, los precios de los inmuebles comerciales deberían verse impulsados, principalmente, por la evolución de los alquileres, ya que el valor actual neto de los flujos de renta futura debería determinar el valor de un inmueble comercial. De hecho, se dio una relación positiva entre las variaciones registradas en el valor de los inmuebles comerciales y el crecimiento de los alquileres durante el período de elevado crecimiento del valor neto comprendido entre 2004 y 2007 (véase gráfico 6). Sin embargo, el hecho de que los valores de los inmuebles comerciales se elevaran en la mayoría de los países más que los alquileres indica que el aumento de los precios podría haberse visto alentado, en determinados casos, por factores distintos de la evolución económica, como, por ejemplo, la actividad especulativa estimulada por la búsqueda de la rentabilidad. Esta actividad también se vio favorecida por los tipos de interés relativamente bajos, y por los criterios de aprobación del crédito de los bancos, que, en ocasiones, eran poco restrictivos.

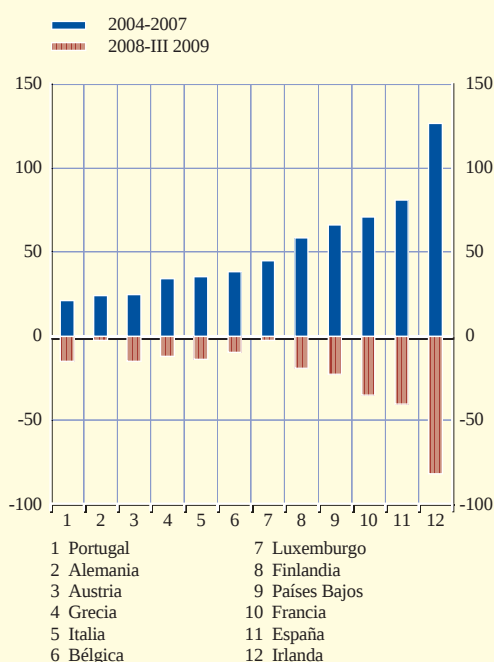
El deterioro de los mercados de inmuebles comerciales en la zona del euro desde 2007 ha sido bastante generalizado, y todos los países de la zona para los que se dispone de datos han registrado, desde el cuarto trimestre de 2008, un descenso en el valor neto de los edificios modernos de primera categoría ubicados en zonas atractivas (*prime property*) (véase gráfico 7). En promedio, el descenso interanual de los precios se ha situado entre el 10% y el 13% en los últimos trimestres. No obstante, este porcentaje varía ampliamente de un país a otro, con una reducción anual de los precios del 50% en algunos países y retrocesos más moderados en otros.

En general, los países que han registrado mayores subidas de precios entre 2005 y 2007 son aquellos

Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro y su impacto en las entidades de crédito

Gráfico 8 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales en algunos países de la zona del euro entre 2004 y 2007, y entre 2008 y el tercer trimestre de 2009

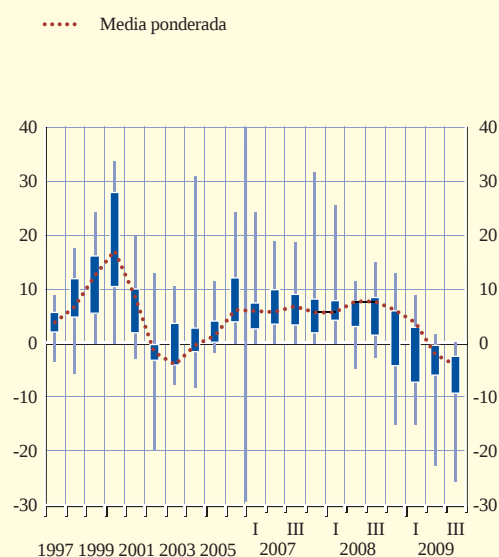
(tasas de variación interanual acumuladas)



Fuentes: Jones Lang LaSalle, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 9 Variaciones en el alquiler de los edificios comerciales de primera categoría en los países de la zona del euro

(tasa de variación interanual; máximo; mínimo; distribución intercuartilica y media ponderada)



Fuente: Jones Lang LaSalle.

Nota: No se dispone de datos para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

que han experimentado las correcciones más importantes desde el inicio de 2008 (véase gráfico 8).

ALQUILERES

En la zona del euro, los alquileres han aguantado mejor que el valor neto en los últimos trimestres y, en promedio, seguían todavía creciendo en el primer trimestre de 2009 (véase gráfico 9). No obstante, cabe observar que, con frecuencia, los alquileres se fijan para uno o dos años y que, por tanto, los factores de la demanda de inmuebles comerciales que afectan a los alquileres se transmiten a su evolución con un desfase. Además, esta evolución varía de un país a otro, registrándose en algunos de ellos descensos en el valor de los alquileres desde comienzos de 2008 (véase gráfico 9).

En el tercer trimestre de 2009, los alquileres de los inmuebles comerciales en la zona del euro se redujeron un 4%, aproximadamente, en tasa inte-

ranual. Cayeron casi un 10% en el caso de las oficinas, mientras que, en promedio, se mantuvieron estabilizados en el caso de los espacios comerciales. Sin embargo, la evolución de los países ha sido heterogénea también en los últimos trimestres, cayendo los alquileres en algunos países hasta un 25%, en tasa interanual. Al mismo tiempo, las tasas de oficinas desocupadas han crecido de forma ininterrumpida desde alrededor de un 7%, a mediados de los años ochenta, hasta un promedio del 10%, en el tercer trimestre de 2009, lo que es probable que ejerza más presiones sobre los alquileres en los meses venideros³.

ACTIVIDAD INVERSORA

Los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro crecieron rápidamente entre 2004 y 2008 como consecuencia de las significativas su-

3 Véase Jones Lang LaSalle, «Key market rental indicators – Q3 2009», octubre de 2009.

bidar de precios que se observaron en muchos países y de una considerable actividad de promoción inmobiliaria, impulsada por la favorable situación económica. Este crecimiento estuvo acompañado de una notable expansión del volumen de inversión. La inversión trimestral creció de forma constante, desde unos 10 mm de euros, en el primer trimestre de 2004, hasta un máximo de 34,5 mm de euros, en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 10).

Los inversores apalancados, tales como los fondos de capital inversión y los fondos de inversión libre, tuvieron mucho que ver con la actividad inversora desarrollada durante este período. Estos inversores se sintieron atraídos por las rentabilidades relativamente elevadas de los inmuebles comerciales en un entorno en el que la búsqueda de rendimientos había reducido la rentabilidad de muchos otros tipos de activos. La disponibilidad de financiación barata en las entidades de crédito y en los mercados de capitales también contribuyó a la demanda de inmuebles comerciales por parte de los inversores. La demanda procedente de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones fue, asimismo, intensa, pues trataban de realizar inversiones a largo plazo que igualaran sus pasivos a largo plazo.

Los altos niveles de ventas y de *retroleasing* (*leaseback*) observados en muchos países, según los cuales una sociedad no inmobiliaria vende, por ejemplo, sus sedes y las vuelve a arrendar para liberar capital, contribuyeron adicionalmente a la intensa actividad inversora de los últimos años.

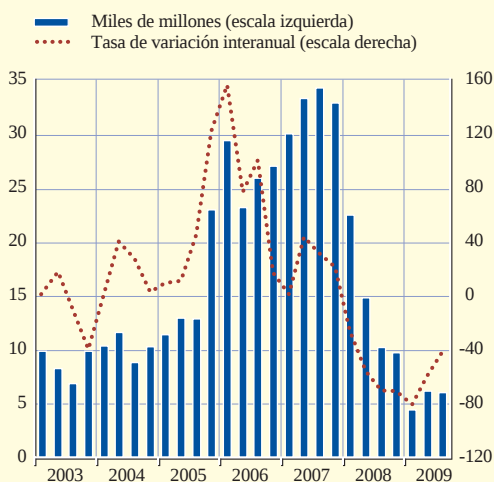
Después de 2007, los volúmenes de inversión cayeron rápidamente y se situaron en 4,5 mm de euros en el primer trimestre de 2009, lo que suponía un descenso del 80% en relación con el máximo registrado en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 10). Los volúmenes aumentaron ligeramente en el segundo y tercer trimestres de 2009 con respecto al primero. Esta fue la primera señal en siete trimestres de que los volúmenes de inversión se estaban estabilizando, si bien la actividad inversora aún mantiene su moderación.

MERCADOS DE TITULIZACIÓN DE HIPOTECAS COMERCIALES

Los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS, en sus siglas en inglés) son un tipo de bono emitido en los mercados de valores y respaldado por hipotecas de inmuebles generadores de renta. Junto con la elevada inflación de los precios de los inmuebles comerciales observada entre 2004 y 2007 y el interés general por productos financieros estructurados, el mercado europeo de CMBS se desarrolló y creció con gran rapidez (véase gráfico 11), aunque su tamaño siguió siendo mucho más pequeño que el de otros muchos mercados de titulización de activos y que el mercado de CMBS de Estados Unidos. En medio de las turbulencias registradas en los mercados de crédito y de inmuebles comerciales, la emisión de CMBS estuvo a punto de paralizarse en Europa tras el verano de 2007. Esto quiere decir que las entidades de crédito no pudieron seguir reduciendo sus exposiciones frente a préstamos inmobiliarios comerciales a través de los CMBS.

Las tensiones existentes en los mercados de crédito y de inmuebles comerciales han dado lugar a rebajas de gran magnitud en las calificaciones de los CMBS europeos otorgadas por las agencias de calificación, y, actualmente, numerosas emisiones se encuentran con perspectivas negativas de califica-

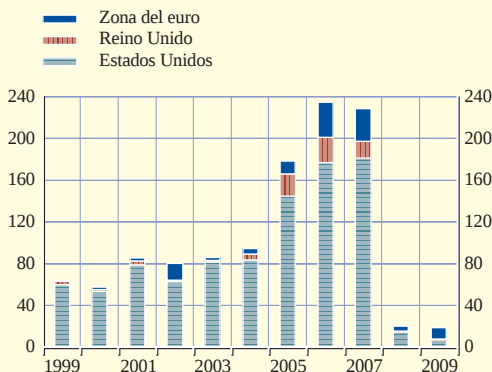
Gráfico 10 Volumen de operaciones relativas a inmuebles comerciales en la zona del euro



Fuente: DTZ Research.

Gráfico 11 Emisión de CMBS en la zona del euro, Reino Unido y Estados Unidos

(mm de euros)



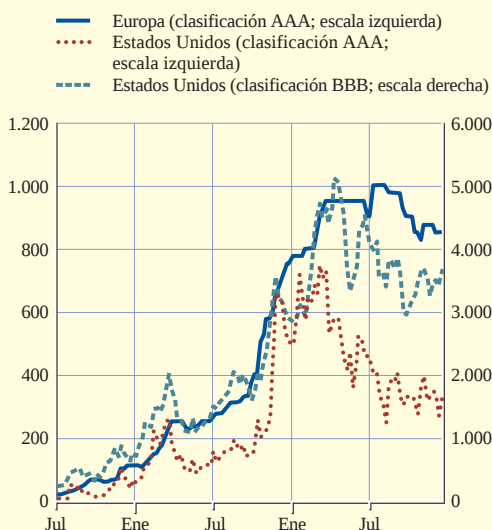
Fuente: Bloomberg.

Nota: Los datos correspondientes a 2009 incluyen hasta final de noviembre.

ción. La rebaja de las calificaciones obedeció, en particular, a: i) un aumento significativo de la relación préstamo-valor, debido a la caída del valor de los inmuebles y a otros tipos de incumplimientos de los acuerdos financieros; ii) un incremento

Gráfico 12 Diferenciales de CMBS en Europa y en Estados Unidos

(puntos básicos)



Fuente: JP Morgan Chase & Co.

Nota: Un diferencial de 1.000 puntos básicos significa que cuesta 1.000 euros/dólares asegurar 10.000 euros/dólares de deuda frente a impagos.

del riesgo de refinanciación, ya que muchos CMBS vencerán entre los dos y los cuatro años próximos, y iii) variaciones de las calificaciones de las entidades relacionadas con el crédito (bancos, empresas, Estados) que tuvieron un efecto adverso en las calificaciones de algunos CMBS. La reducción de las calificaciones de los CMBS ha causado, a su vez, pérdidas y solicitudes de activos de garantía por parte de las entidades de crédito, empresas de seguros y otros inversores en los mercados de CMBS.

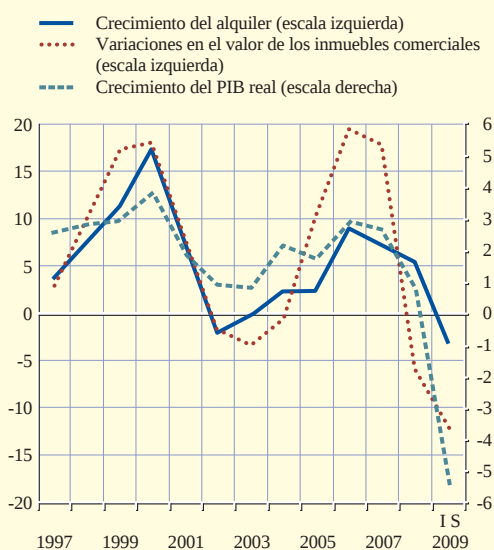
El mercado ha valorado los diferenciales de los CMBS europeos de una manera cada vez más pesimista. Mientras que los diferenciales de muchos otros tipos de crédito y de instrumentos de crédito estructurado se han estrechado sustancialmente en los últimos meses, los de los CMBS europeos han continuado siendo elevados (véase gráfico 12), principalmente como resultado de las perspectivas negativas e inciertas de los mercados de inmuebles comerciales de Europa. Por el contrario, en Estados Unidos, los diferenciales de CMBS con calificación AAA se han estrechado significativamente desde comienzos de 2009 (véase gráfico 12). No obstante, es importante tener en cuenta que la liquidez del mercado estadounidense se ha visto reforzada con la ampliación del programa de apoyo al crédito de la Reserva Federal denominado *Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*, que se inició en diciembre de 2008, para incluir también los CMBS ya emitidos, con calificación AA. En particular, los diferenciales de los CMBS de Estados Unidos con una calificación más baja, no elegibles para los préstamos TALF, siguen siendo amplios (véase gráfico 12).

PERSPECTIVAS Y RIESGOS DE LOS MERCADOS Y SOCIEDADES DE INMUEBLES COMERCIALES

Los inversores en inmuebles comerciales se enfrentan habitualmente a dos tipos de riesgo. En primer lugar, soportan riesgos de ingresos si aumentan las tasas de propiedades desocupadas, descenden los alquileres o caen los precios. En segundo lugar, están expuestos a riesgos de financiación derivados de factores que afectan a la disponibilidad del crédito y al coste de la deuda,

Gráfico 13 Variaciones en el valor neto de los inmuebles comerciales de primera categoría en la zona del euro, crecimiento del alquiler de estos inmuebles y del PIB real de la zona

(tasa de variación interanual)



Fuentes: BCE y Jones Lang Lasalle.

Nota: No se dispone de datos sobre inmuebles comerciales para Chipre, Malta, Eslovaquia y Eslovenia.

como un incremento de los tipos de interés, el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito o un descenso en la demanda de valores de renta fija privada.

Las perspectivas de los precios y de los alquileres de los inmuebles comerciales depende, en gran medida, de la trayectoria futura de la actividad económica en la zona del euro, pues la evolución de los mercados de inmuebles comerciales sigue el ciclo económico de manera bastante estrecha (véase gráfico 13). Además, también es probable que las elevadas tasas de impago de los arrendatarios que se esperan en los meses venideros y la continua debilidad de los mercados de trabajo de la zona del euro mantengan la moderación de la demanda de propiedades en alquiler. La caída de los precios constituye una preocupación sobre todo para los inversores que se financian mediante préstamos, ya que está previsto que un gran número de préstamos inmobiliarios comerciales vuelvan a revisarse en los próximos años, muchos de ellos a precios por debajo de los precios de com-

pra. Así pues, es probable que se produzcan nuevas pérdidas en el futuro próximo como consecuencia de las exposiciones de los bancos frente a préstamos inmobiliarios comerciales y a la inversión (véase más adelante).

Como resultado de la crisis financiera y de la mediocre evolución de los mercados de inmuebles comerciales, los costes de financiación y los riesgos para los inversores en este tipo de propiedades son relativamente elevados. Aunque los inversores en inmuebles comerciales se han beneficiado de los bajos tipos de interés, las entidades de crédito continúan aplicando unos criterios de concesión de préstamos más conservadores —que incluyen una relación préstamo-valor más baja— y mayores márgenes en el caso de los préstamos inmobiliarios comerciales. Un descenso en la disponibilidad de financiación o un aumento de su coste impone restricciones sobre los inversores en inmuebles comerciales que dependen de la financiación externa.

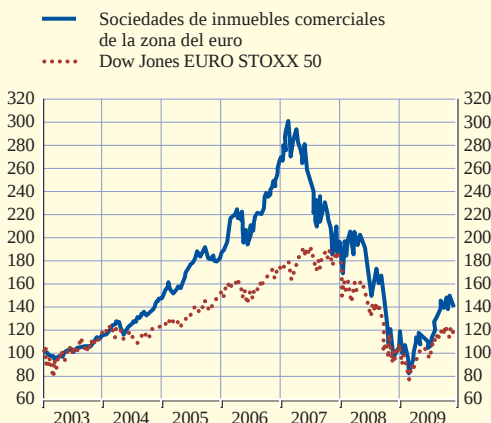
La incertidumbre en torno a las perspectivas de los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro también es evidente en los indicadores adelantados. Aunque el precio de las acciones de las empresas de la zona del euro cuya actividad es la tenencia, la promoción y la compraventa de inmuebles generadores de renta ha subido un 70% desde marzo de 2009, aún se mantiene muy por debajo de los niveles observados en los años anteriores (véase gráfico 14).

De cara al futuro, la incertidumbre en torno a las perspectivas de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro ha tenido como consecuencia tasas de morosidad esperada históricamente elevadas para muchas sociedades (véase gráfico 15).

En resumen, la situación en muchos mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro sigue siendo delicada. De cara al futuro, la evolución desfavorable de estos mercados es probable que continúe hasta que mejore la situación económica y los inmuebles comerciales vuelvan a ser atractivos para los inversores.

Gráfico 14 Precio de los activos de sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro e índice Dow Jones EURO STOXX 50

(índice: enero de 2003 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 15 Tasas de morosidad esperada de las sociedades de inmuebles comerciales de la zona del euro

(probabilidad en porcentaje; mediana)



Fuentes: Moody's KMV y cálculos del BCE.

Notas: La tasa de morosidad esperada proporciona una estimación de la probabilidad de impago en el año siguiente. Los datos se refieren a cerca de 200 sociedades inmobiliarias que desarrollan una amplia gama de actividades inmobiliarias.

4 EXPOSICIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO FRENTE A INMUEBLES COMERCIALES

TAMAÑO DEL MERCADO DE PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS COMERCIALES EN LA ZONA DEL EURO

Si bien los riesgos de las entidades de crédito derivados de su exposición a los mercados de inmuebles comerciales se entienden cada vez mejor, la información sobre la magnitud de estas exposicio-

nes ha sido hasta el momento bastante limitada y fragmentada en la zona del euro y en la UE. En este artículo, las exposiciones crediticias de los bancos relacionadas con los inmuebles comerciales se han estimado utilizando información procedente de encuestas recibidas de los bancos centrales y de las autoridades supervisoras, así como información de otras fuentes del sector (como las empresas de asesores inmobiliarios).

En 2008, el Comité de Supervisión Bancaria (BSC), que es un foro para la cooperación entre BCN, supervisores de la UE y el BCE, llevó a cabo una encuesta entre las entidades de crédito de la UE sobre las exposiciones relacionadas con los inmuebles comerciales y con la gestión de dichas exposiciones⁴. Los bancos recopilaban los datos de forma consolidada. En cuanto a la definición de préstamos inmobiliarios comerciales utilizada en la encuesta, se pidió a los países (bancos) que aplicaran la definición empleada por el FMI para compilar sus indicadores de solidez financiera. Según esta definición, los préstamos inmobiliarios comerciales son los préstamos garantizados mediante inmuebles comerciales, los préstamos a empresas constructoras y los préstamos a empresas de promoción inmobiliaria. Se realizaron esfuerzos considerables para adaptar el trabajo de recogida de datos, de modo que los indicadores de las exposiciones de los bancos a los inmuebles comerciales fueran comparables entre los países. No obstante, puede que aún persistan ciertas incoherencias, debido, por ejemplo, a las distintas maneras de clasificar los préstamos por parte de los bancos.

Los resultados de la encuesta pusieron de manifiesto que muchas entidades de crédito de la zona del euro tienen importantes exposiciones crediticias relacionadas con los inmuebles comerciales, tanto en términos del total de activos como del total de préstamos. En promedio, a finales de 2007, los préstamos inmobiliarios comerciales representaban un 5,2% del total de activos de las entidades de crédito de la zona del euro encuestadas, y el 10,4% del total de préstamos. En términos

4 BCE, «Commercial property markets: financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures», diciembre de 2008.

absolutos, los préstamos inmobiliarios comerciales brutos de las entidades que participaron en la encuesta alcanzaban los 1,1 billones de euros en diciembre de 2007.

Conviene subrayar la existencia de considerables diferencias entre los bancos encuestados en lo que se refiere a sus exposiciones frente a los préstamos inmobiliarios comerciales. Ello se desprende de la amplia dispersión existente en el porcentaje de este tipo de préstamos en relación con el total de préstamos y el total de activos de las entidades encuestadas residentes en distintos países, que oscila entre el 1,8% y el 36,1% y entre el 1,1% y el 28%, respectivamente.

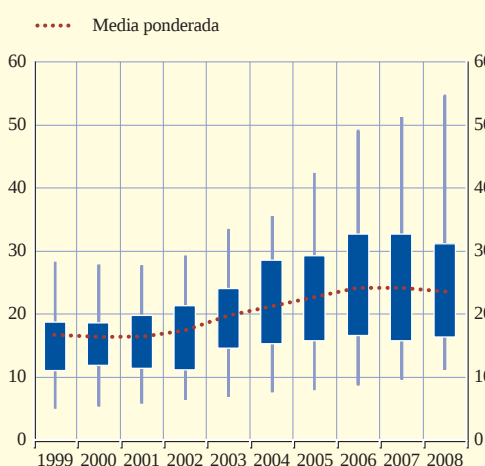
Se aconseja un cierto grado de cautela en lo que se refiere a la comparabilidad de estas ratios a escala de países. En primer lugar, la cobertura de la encuesta difería significativamente de un país a otro, oscilando entre el 40% y el 100% del total de activos del sector bancario. En segundo lugar, algunos países solo facilitaron información de los bancos más activos (o especializados) en el segmento de préstamos inmobiliarios comerciales, mientras que otros proporcionaron datos de todo el sistema bancario (por ejemplo, basados en las centrales de información de riesgos o en otras fuentes).

Además de la encuesta realizada por el BSC, la información sobre los préstamos inmobiliarios comerciales de los bancos también puede extraerse del detalle sectorial de los préstamos a las sociedades no financieras, ya que estos préstamos también incluyen aquellos relacionados con los inmuebles comerciales. Y, lo que es más importante, estos datos permiten realizar algunas inferencias sobre la evolución de los préstamos inmobiliarios comerciales a lo largo del tiempo para el conjunto del sector bancario de la zona del euro. Sin embargo, es preciso ser cautos a la hora de interpretar los indicadores basados en el detalle sectorial, dado que esta categoría también incluye préstamos relacionados con otras actividades⁵.

De este indicador se desprende que, en la mayoría de los países, las exposiciones de los bancos frente al sector de inmuebles comerciales aumentaron de

Gráfico 16 Distribución por países de los préstamos inmobiliarios comerciales (excluidos los préstamos a la construcción) de los bancos de la zona del euro

(en porcentaje del total de préstamos a las sociedades no financieras; máximo; mínimo; distribución intercuartilica y media ponderada)



Fuentes: BCE, DTZ Research y cálculos del BCE.

forma ininterrumpida en los años que precedieron al inicio de las turbulencias financieras. En algunos países se observaron sustanciales aumentos de los préstamos inmobiliarios comerciales (excluidos los préstamos a la construcción) en porcentaje del total de préstamos a las sociedades no financieras (véase gráfico 16). En el contexto de la intensificación de la crisis económica y del significativo deterioro del mercado de inmuebles comerciales, las entidades de crédito de la zona del euro, en promedio, redujeron ligeramente sus exposiciones crediticias frente al sector de inmuebles comerciales en porcentaje de los préstamos a las sociedades no financieras en 2008.

En términos absolutos, y basándose en este indicador, se estima que el préstamo inmobiliario comercial bruto de las entidades de crédito de la zona del euro ascendía a 1,1 billones de euros en diciembre de 2008⁶.

5 Además, cabe señalar que estos indicadores se proporcionaron en base consolidada a escala nacional, en contraposición de la consolidación más amplia utilizada en la encuesta del BSC mencionada anteriormente.

6 Obsérvese que si bien esta cifra es muy similar a la obtenida en la encuesta del BSC, las cifras no son totalmente comparables, pues los datos recogidos en los dos ejercicios difieren en cuanto a la cobertura, la consolidación y, en cierta medida, la definición.

DESAGREGACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS COMERCIALES POR UBICACIÓN GEOGRÁFICA Y POR TIPO DE INMUEBLE

Con el fin de evaluar el riesgo de los préstamos inmobiliarios comerciales, además de la información cualitativa sobre las prácticas de gestión de riesgos de los bancos, tales como la diligencia debida con respecto al prestatario, también es necesaria información cuantitativa sobre la ubicación geográfica, el tipo de inmueble (oficina, inmueble comercial o inmueble residencial) y el destino del préstamo (promoción o inversión).

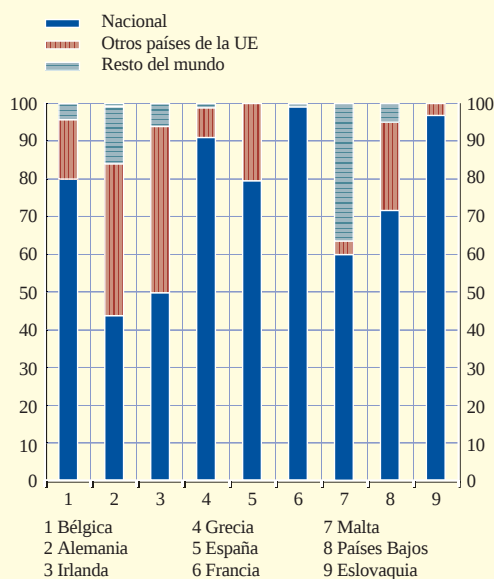
Los datos de que se dispone sobre estas desagregaciones de los préstamos son limitados, pues solo aquellos prestamistas cuya actividad gira en torno a los préstamos inmobiliarios comerciales suelen proporcionar estos detalles al divulgar su información financiera. Por lo tanto, se utiliza la información procedente de la encuesta realizada por el BSC. Además de las preguntas relativas al tamaño de las exposiciones, esta encuesta contiene también preguntas sobre la distribución de las carteras de préstamos inmobiliarios comerciales según estas tres categorías.

En lo que respecta a la desagregación geográfica, el grueso de los préstamos inmobiliarios comerciales es nacional. Sin embargo, en algunos países —en particular aquellos en los que operan algunos de los mayores prestamistas inmobiliarios—, las entidades de crédito tienen significativas exposiciones transfronterizas, sobre todo frente a otros países de la UE (véase gráfico 17). La actividad en materia de préstamos inmobiliarios comerciales en Estados Unidos de las entidades de la zona del euro encuestadas parece ser moderada, ascendiendo a 45 mm de euros, lo que corresponde al 5% del total de los préstamos inmobiliarios comerciales a finales de 2007, en el caso de aquellos bancos de la zona del euro que facilitaron información sobre la desagregación geográfica de sus exposiciones⁷.

Varios países de la zona del euro también proporcionaron información sobre la desagregación de los préstamos inmobiliarios comerciales por tipo de inmueble: oficina, inmueble comercial o in-

Gráfico 17 Detalle geográfico de los préstamos inmobiliarios comerciales concedidos por los bancos de la zona del euro encuestados, por países

(2007; en porcentaje)



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria.

Nota: Los datos disponibles para Francia están consolidados a escala nacional.

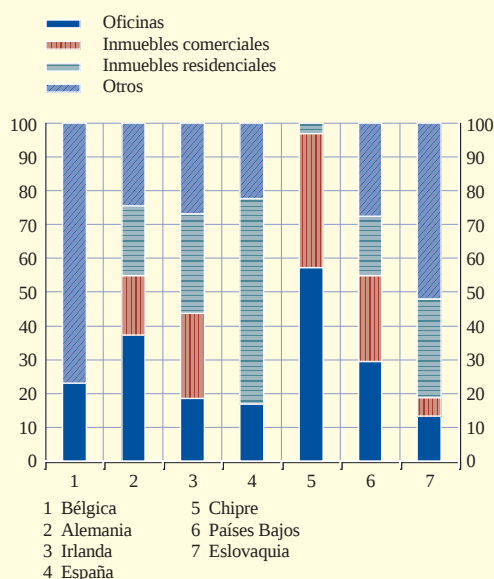
mueble residencial. La importancia de los distintos sectores inmobiliarios varía en gran medida de un país a otro (véase gráfico 18). En promedio, las exposiciones de los bancos parecen ser más elevadas en el sector de oficinas, aunque resulta difícil detectar las pautas comunes a todos los países que facilitaron información sobre esta desagregación.

Otro aspecto importante que se ha de considerar al evaluar el riesgo de los préstamos inmobiliarios comerciales es su destino, es decir, préstamos a promotores frente a préstamos con fines de inversión. Los préstamos a promotores inmobiliarios suelen ser los más arriesgados de todos los préstamos inmobiliarios, pues los inmuebles están generalmente en construcción o aún no se han alquilado, y cabe la posibilidad de que las entidades de crédito tengan que afrontar problemas considerables a la hora de recuperar sus exposiciones en caso de que el promotor inmobiliario atravesara dificultades financieras.

⁷ Obsérvese que no todos los países pudieron facilitar las cifras pertinentes.

Gráfico 18 Detalle sectorial de los préstamos inmobiliarios comerciales concedidos por los bancos encuestados, por países

(2007; en porcentaje)



Fuente: Comité de Supervisión Bancaria.

Nota: La encuesta incluyó solo tres categorías (los sectores comercial, de oficinas y residencial), que no suman el 100% del total de préstamos inmobiliarios comerciales. El residuo se recoge en «Otros» (por ejemplo, inmuebles industriales y hoteles y ocio).

Dado que la información relacionada con el destino de los préstamos era relativamente escasa en la encuesta del BSC, se utilizaron datos disponibles públicamente para una submuestra de bancos de la zona del euro con el fin de evaluar el porcentaje relativo de préstamos concedidos a la promoción inmobiliaria y a la inversión⁸. Sobre la base de esta información limitada, se observa que el porcentaje medio de préstamos a promotores para esta muestra de bancos fue del 21% en 2007, aunque este porcentaje enmascara diferencias significativas entre entidades.

CRITERIOS DE APROBACIÓN DEL CRÉDITO Y CAMBIOS EN EL APETITO POR EL RIESGO DESDE EL COMIENZO DE LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

En contraposición con el Reino Unido y Estados Unidos, las encuestas sobre préstamos bancarios de la zona del euro no incluyen los préstamos inmobiliarios comerciales. Por lo tanto, los resultados relevantes de las encuestas llevadas a cabo por DTZ, una empresa internacional de asesores inmobiliarios, y

por el BSC se utilizan para evaluar las tendencias recientes y las expectativas relativas a los criterios de aprobación del crédito de las entidades de crédito.

Como la encuesta del BSC se llevó a cabo en el segundo trimestre de 2008, pudo recoger, en cierta medida, los cambios registrados en el comportamiento de los bancos en relación con los préstamos a raíz del inicio de las turbulencias financieras. Efectivamente, las respuestas sugieren que, en general, el apetito de los bancos por el riesgo ha disminuido, desde el inicio de las turbulencias. Varios bancos señalaron que, a partir del segundo semestre de 2007, comenzaron a endurecer sus criterios de aprobación del crédito, aplicando, por ejemplo, relaciones préstamo-valor más bajas. También se observaron indicios de un aumento de la diferenciación del riesgo entre los distintos mercados, con una menor concesión de nuevos préstamos, criterios de aprobación del crédito más estrictos y primas de riesgo más elevadas aplicadas a las regiones o a las actividades de más riesgo (por ejemplo, ha descendido el porcentaje de la financiación a promotores inmobiliarios). En general, las respuestas a la encuesta señalaban que, en la mayoría de las entidades de la zona del euro habían empezado a endurecer sus criterios de aprobación de préstamos inmobiliarios desde el inicio de las turbulencias financieras y que se habían centrado cada vez más en la financiación de prestatarios y de activos de mayor calidad.

Una encuesta más reciente, llevada a cabo por DTZ, entre prestamistas inmobiliarios europeos incluyó, entre otros aspectos, las expectativas de los bancos en relación con la actividad crediticia y con las condiciones de concesión de los préstamos tanto para 2009 como para 2010⁹. En general, estos resultados sugieren que el endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito continuó en 2009, debido al deterioro observado en la situación de los mercados de inmuebles comerciales, y que no es probable que las entidades los relajen de nuevo hasta que finalice 2010.

⁸ Para las exposiciones en que se basa el cálculo, véase JP Morgan Chase & Co., «European banks: quantifying earnings at risk from commercial real estate», 4 de noviembre de 2008.

⁹ Véase DTZ Research, «European Lenders Survey», mayo de 2009.

En particular, los resultados de la encuesta ponen de manifiesto que la gran mayoría de las entidades de crédito preveía el endurecimiento de las condiciones de concesión de los préstamos en 2009, mientras que un tercio de las entidades consideraba que se produciría un nuevo endurecimiento en 2010. Tras las reducciones observadas en las relaciones préstamo-valor en 2008, casi la mitad de los bancos vaticinaba un retroceso adicional en 2009, y la mayoría de las entidades esperaba mantener las relaciones préstamo-valor en esos niveles más bajos en 2010. Al mismo tiempo, la inmensa mayoría de las entidades de crédito confiaba en incrementar los márgenes en 2009, y casi el 40% de ellas apuntaban a nuevas reducciones en 2010.

En cuanto a las expectativas de los bancos respecto a los nuevos préstamos en términos brutos, casi la mitad de las entidades esperaba un descenso en 2009, y solo un 20% de los bancos preveía un incremento. No obstante, para 2010, el porcentaje neto de prestamistas que esperaba que los préstamos se elevaran se tornó positivo. En cuanto a las perspectivas del mercado europeo de préstamos, la mayoría de las entidades no vislumbraba una recuperación sustancial hasta después de 2010.

CALIDAD DE LOS ACTIVOS

La información sobre la calidad de los préstamos inmobiliarios comerciales es escasa, pues la mayoría de los bancos no publica el detalle de los préstamos dudosos o la provisión para insolvencias por sector o subsector. La limitada información de la que se dispone sobre la calidad de los activos en lo que se refiere a préstamos inmobiliarios comerciales puede obtenerse de los datos que publican las entidades de crédito especializadas en este tipo de préstamos o aquellas para las que estos préstamos constituyen un importante segmento de su actividad y, por lo tanto, informan de ellos por separado.

La mayoría de los bancos que publican esta información señalan un aumento significativo de la provisión para insolvencias y/o de los créditos morosos en 2008 y, cuando se dispone de datos, en el primer semestre de 2009. Para esta submuestra de bancos, el porcentaje de las provisiones para

préstamos inmobiliarios comerciales registró un alza considerable en 2008, desde alrededor del 0,1%-0,3% en 2007 hasta el 0,4%-2,1% en 2008. Si se considera la información relativa al primer semestre de 2009, el crecimiento de los costes derivados de las provisiones para préstamos inmobiliarios comerciales incluso se aceleró para un gran número de entidades que conceden este tipo de préstamos. El porcentaje de las provisiones (en términos anualizados) para los bancos de esta submuestra oscilaba entre el 0,7% y el 6,9% en los seis primeros meses de 2009. A consecuencia del aumento de las provisiones para insolvencias, algunas entidades comenzaron a informar de pérdidas en el segmento de inmuebles comerciales en 2008, y, basándose en la evolución de los tres primeros trimestres, es probable que también registren pérdidas en 2009.

Si bien esta muestra limitada no permite realizar inferencias sobre la calidad de las carteras de inmuebles comerciales del sector bancario de la zona del euro en su conjunto, la gran variación en el porcentaje de provisiones sugiere que, en última instancia, las tasas de pérdidas por préstamos inmobiliarios comerciales variarán sustancialmente de una entidad a otra. También es probable que difieran las perspectivas relativas a la calidad de los activos, en parte como resultado de la distribución geográfica de sus carteras de préstamos inmobiliarios comerciales. En concreto, cabe la posibilidad de que los bancos con grandes exposiciones frente a los mercados de inmuebles comerciales que han experimentado el deterioro más significativo (por ejemplo, Irlanda, España, Reino Unido y Estados Unidos) registren tasas de pérdidas superiores a la media. En este sentido, conviene mencionar que algunos de los prestamistas inmobiliarios de la zona del euro tienen importantes exposiciones exteriores y, por lo tanto, su comportamiento no solo depende de las condiciones de sus mercados de inmuebles comerciales nacionales. Otros factores de importancia que podrían determinar las diferencias existentes en el comportamiento de estas entidades en el futuro incluyen el porcentaje de préstamos a la promoción inmobiliaria, que a menudo conllevan mayores riesgos que otros

tipos de préstamos, y la calidad de los criterios de aseguramiento.

5 CONCLUSIONES

Los mercados de inmuebles comerciales son importantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera principalmente porque los préstamos inmobiliarios comerciales constituyen un porcentaje considerable de los activos de las entidades de crédito. De hecho, se estima que estos préstamos representan en torno al 10% del total de préstamos concedidos por las entidades de la zona del euro. Cabe señalar, sin embargo, que su importancia varía enormemente de una entidad a otra, así como entre sectores bancarios, de la zona del euro.

La historia ha demostrado que una evolución desfavorable de los mercados de inmuebles comerciales puede causar pérdidas significativas en los bancos y una grave inestabilidad financiera. Esto, junto con el tamaño creciente de los mercados de inmuebles comerciales de la zona del euro durante las últimas décadas, da a entender que, para efectuar un análisis de la estabilidad financiera, es preciso realizar un seguimiento y un examen de la evolución de estos mercados. Sin embargo, esta tarea es ardua, ya que los datos existentes sobre estos mercados suelen ser de mala calidad y no están armonizados. Por ello, existe la necesidad de disponer

de mejores datos tanto sobre los precios como sobre las exposiciones de las entidades de crédito.

Además, debido a la importancia de las exposiciones de algunos bancos frente a los inmuebles comerciales, resulta crucial que las prácticas de gestión de riesgos de las entidades de crédito sean sólidas. Por el mismo motivo, es importante que los supervisores cuenten con información adecuada sobre las exposiciones de las entidades frente a los mercados de inmuebles comerciales y que efectúen un seguimiento de la evolución de estos mercados, a fin de poder identificar los posibles riesgos a los que se enfrentan los bancos.

Dado el deterioro de la mayoría de los mercados de inmuebles comerciales, varias entidades de crédito de la zona del euro han registrado en los últimos trimestres una reducción de sus ingresos, o incluso pérdidas, en la actividad relacionada con estos inmuebles. De cara al futuro, la debilidad de la demanda de alquileres de inmuebles comerciales y el deterioro observado en el comportamiento de los arrendatarios probablemente contribuyan a incrementar la morosidad. En consecuencia, las entidades de crédito con importantes exposiciones garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales podrían sufrir pérdidas elevadas en 2010 por el deterioro de los préstamos, sobre todo si han asumido riesgos en mercados inmobiliarios con un peor comportamiento.