

## Inmobiliario

# El sector inmobiliario comercial se mantiene fuerte, al menos por el momento

Filip Blazheski

- La demanda por departamentos, oficinas en distritos financieros e inmuebles industriales y hoteleros seguirá creciendo en los próximos años, pero no en todas las regiones y de manera algo más moderada
- El gasto en construcción es sólido y crece en la mayoría de las zonas, lo que combinado con el aumento de las tasas de interés debería contener los incrementos de los avalúos
- El segmento minorista muestra mayor debilidad que otras categorías del sector inmobiliario comercial y es probable que siga así

El sector inmobiliario comercial ha presentado un buen desempeño durante los últimos cinco años. Si examinamos el índice nacional de rendimientos totales de inmuebles de NCREIF<sup>1</sup>, el sector se está comportando de manera muy similar a algunos de los mejores años previos a la recesión (Gráfica 1). El índice nacional de precios de inmuebles (CPPI) de Moody's/RCA, que mide los cambios en los precios (avalúos), alcanzó un nivel máximo en julio de 2015 (Gráfica 2). En este informe se resume la evolución de todos los subcomponentes del sector desde 2008 y se presentan las perspectivas a corto y mediano plazo, en función de las variables fundamentales de cada categoría del sector inmobiliario comercial, así como las previsiones del escenario central de BBVA Research, que apuntan a un crecimiento moderado de la economía de EEUU.

Gráfica 1

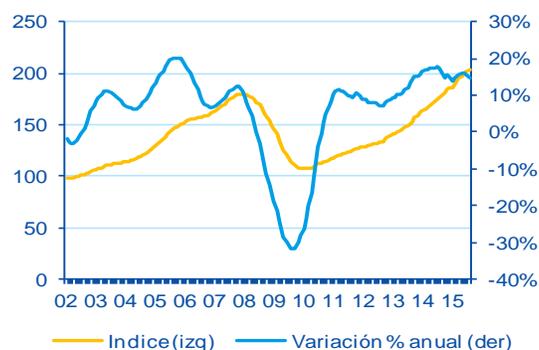
## Índice nacional de rendimientos totales de inmuebles de NCREIF, porcentaje



Fuente: NCREIF, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 2

## Índice nacional de precios de inmuebles de Moody's/RCA, nivel y variación % anual



Fuente: Moody's/RCA, Bloomberg y BBVA Research

Pensamos que las variables fundamentales del sector inmobiliario comercial siguen siendo en términos generales sólidas. Aunque el entorno de tasas de interés bajas ha impulsado los avalúos al alza, no hemos asistido a grandes inversiones especulativas como con anterioridad a la crisis. Nuestras previsiones macroeconómicas centrales apuntan a un crecimiento moderado durante los próximos cuatro años, lo que implica una moderación de las tendencias en el sector inmobiliario comercial. Es probable que se compriman las primas de riesgo en tasas de

<sup>1</sup> Consejo Nacional de Sociedades Fiduciarias de Inversión Inmobiliaria

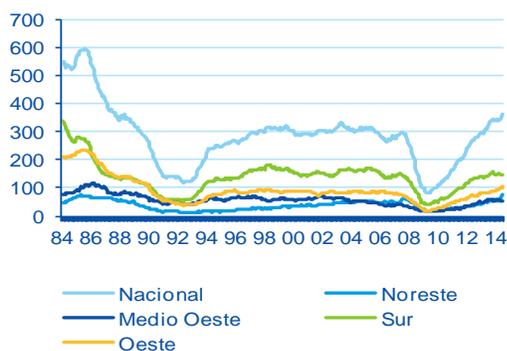
capitalización<sup>2</sup> después del aumento de las tasas de interés, pero deberían recuperarse a largo plazo siempre y cuando las variables fundamentales sigan siendo sólidas.

## Departamentos

La demanda por departamentos ha sido especialmente sólida tras la recesión. Los jóvenes retrasaron la decisión de comprar viviendas unifamiliares debido a razones tales como las perspectivas inciertas de empleo, los cada vez mayores saldos de deudas de los estudiantes, los criterios más estrictos para la concesión de préstamos hipotecarios y los mayores requisitos de entradas o pagos iniciales, al tiempo que aumentaba la demanda entre los estadounidenses de mayor edad.<sup>3</sup> La fuerte demanda de departamentos ha propiciado un repunte en la construcción de viviendas multifamiliares en todas las regiones (Gráfica 3). La construcción de vivienda nueva para estructuras con cinco o más unidades supera ahora las cifras registradas antes de la recesión, aunque siguen siendo inferiores a las observadas a principios de la década de 1970 y mediados de la década de 1980. Dado el aumento de la población, aunque más lento que en el pasado, y la tendencia observada entre los mayores de mudarse a departamentos, se espera que la construcción siga creciendo.

Los alquileres de departamentos han crecido entre 3 y 4% al año durante los últimos tres años (Gráfica 4). Las zonas metropolitanas que mejor desempeño han presentado en el primer semestre del año en cuanto a aumentos de alquileres son Austin, Dallas, Denver, Oakland, Seattle y San Francisco. Todas estas zonas están experimentando un fuerte crecimiento económico y atrayendo a nuevos residentes jóvenes, uno de los principales grupos demográficos de arrendatarios, muchos de los cuales trabajan en los sectores de alta tecnología. Los aumentos de los alquileres han empezado a bajar el ritmo en Boston debido al mayor número de desocupación como consecuencia de la mayor oferta. En Detroit, a pesar de las bajas tasas por desocupación, que se siguen reduciendo, los alquileres no han empezado a aumentar hasta el primer semestre de 2015, probablemente debido a los aumentos más lentos de los sueldos en comparación con otras partes de EEUU; sin embargo, los alquileres han empezado a aumentar con mayor rapidez en el segundo semestre del año. Con el nuevo stock que llega al mercado, esperamos que los alquileres sigan creciendo, pero algo más lentamente, especialmente en lugares con economías locales menos pujantes o tasas de desocupación más altas.

Gráfica 3  
**Inicio de vivienda nueva: 5 o más unidades, miles de unidades, promedio móvil 12 meses**



Fuente: oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 4  
**Alquileres reales y desocupación, variación % anual**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

<sup>2</sup> Las tasas de capitalización se definen como la proporción del margen neto de la propiedad inmobiliaria en relación con su valor de mercado

<sup>3</sup> Jordan Rappaport. Millenials, Baby Boomers and Rebounding Multifamily Home Construction.

<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/research/macrobuletins/mb15rappaport0623.pdf?la=en>

Los precios de los departamentos por unidad (Gráfica 5) han aumentado constantemente en los últimos años, pero han empezado a estancarse o a reducirse recientemente en algunos mercados como Washington, Houston, Los Angeles, St. Louis y San Diego como consecuencia de la mayor oferta de stock nuevo, la anterior apreciación rápida o, en el caso de Houston, menores expectativas en relación con el desempeño de la economía local. Al mismo tiempo, los precios de los departamentos han aumentado significativamente en mercados como Boston, Detroit, San Bernardino/Riverside, Manhattan, Miami, Minneapolis, Orlando, Filadelfia, Seattle, San Francisco y Tampa, como reflejo de las sólidas expectativas de desempeño económico de esas regiones, las bajas tasas de desocupación y, en algunos casos, la oferta limitada de unidades nuevas. De cara al futuro, los precios de los departamentos seguirán aumentando, pero a un ritmo más lento, impulsados por el nuevo stock y los aumentos de las tasas de interés.

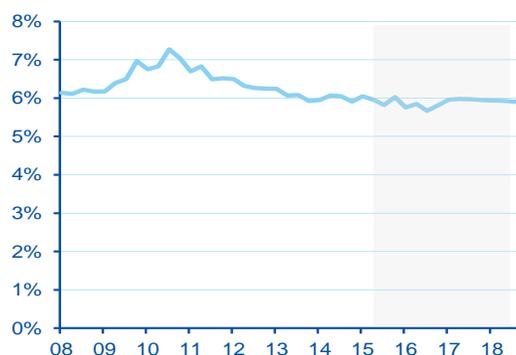
El buen desempeño del sector de los departamentos tras la recesión proporcionaba un diferencial favorable entre las tasas de capitalización y los rendimientos de los valores del Tesoro de EEUU. Esperamos que las tasas de capitalización no se desvíen demasiado de sus niveles actuales durante los próximos dos a tres años (Gráfica 6). Sin embargo, es probable que las tasas de interés más altas compriman las primas de riesgo.

Gráfica 5  
**Precios de los departamentos, dólares por unidad**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 6  
**Tasa de capitalización de los pisos, porcentaje**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

## Oficinas

El sector de las oficinas se ha visto especialmente afectado por la gran recesión. Las tasas de desocupación experimentaron un espectacular incremento, especialmente para los inmuebles suburbanos, y alcanzaron su punto álgido en el tercer trimestre de 2010. Desde entonces ha aumentado gradualmente el empleo en oficinas (Gráfica 7). Asimismo, la oferta limitada de nuevo stock contribuyó a estabilizar el sector. Según CoStar, “el nivel de construcción nacional de edificios de oficinas ha aumentado muy lentamente desde que alcanzó su punto histórico más bajo a largo plazo de menos de 50 millones de pies cuadrados (4.6 millones de metros cuadrados) a finales de 2010, produciendo un crecimiento trimestral de la oferta equivalente a cero si se tienen en cuenta las demoliciones de espacio de oficina obsoleto y otras pérdidas de stock”.<sup>4</sup> La construcción ha aumentado desde 2013 (Gráfica 8). La absorción neta ha sido prácticamente la misma que la construcción de edificios de oficinas durante algún tiempo, dando como resultado una lenta disminución de la tasa de desocupación total (Gráfica 9). Esperamos que las tasas de desocupación apenas experimenten cambios durante los próximos tres años, pero los aumentos de los alquileres se desacelerarán (Gráfica 10). Sin embargo, como en el caso de los departamentos, es probable que cada mercado siga un camino diferente y que, por ejemplo, los mercados expuestos a la industria petrolera tengan un peor desempeño (al menos a corto plazo) que los que están expuestos al empleo en el sector de la alta tecnología. El desempeño de las oficinas suburbanas seguirá siendo inferior al de las oficinas en distritos financieros.

<sup>4</sup> CoStar (2015). U.S. Office Construction Picking Up Momentum. 108 Million Square Feet Under Construction is Highest Total Since 2009.

Gráfica 7  
**Tasa de desempleo, ocupaciones de oficinas y sectores que ocupan oficinas, porcentaje**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 8  
**Construcción total, oficinas, miles de millones de dólares**



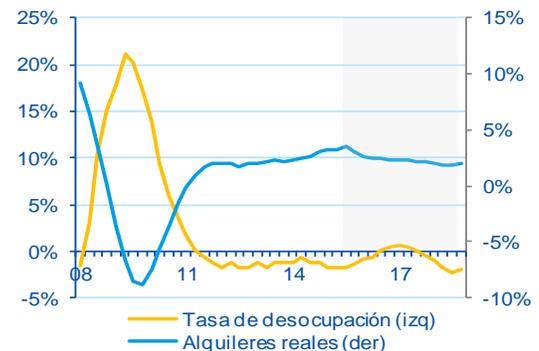
Fuente: Oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 9  
**Absorción de oficinas, construcción de edificios de oficinas y tasa de desocupación, millones de pies cuadrados y porcentaje**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 10  
**Alquileres reales y oficinas vacías, variación % anual**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Los precios de las oficinas en distritos financieros han aumentado con mayor rapidez que en las zonas suburbanas desde 2009. Sin embargo, los incrementos anuales parecen estar empezando a desacelerarse, en febrero para las zonas suburbanas y en julio para los distritos financieros. A medida que aumenten las entregas de espacio de oficina nuevo en los próximos años, tras el incremento en la inversión total en construcción que se inició a mediados de 2013, y las oportunidades para aumentar el empleo en los sectores que utilizan oficinas se aproximen a su límite, los avalúos aumentarán más lentamente. En torno a mediados de 2017 se espera que los avalúos se desaceleren incluso más a medida que empiecen a verse afectadas por los aumentos de las tasas de interés (Gráfica 11). A largo plazo, los alquileres y los avalúos también se verán afectados por la tendencia al alza del teletrabajo y el alojamiento en hoteles, así como por la mayor densidad de espacio de oficina (espacio de oficina por puesto de trabajo).

Las tasas de capitalización nacionales promedio para oficinas han proporcionado una prima de riesgo favorable para los inversores (Gráfica 12) desde el final de la recesión. Esperamos que las tasas de capitalización apenas varíen durante los próximos tres años, pero es probable que la prima de riesgo se vea recortada a medida que suban las tasas de interés.

Gráfica 11

**Precios de oficina, dólares por pie cuadrado**

Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 12

**Tasas de capitalización de las oficinas, porcentaje**

Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

## Sector minorista

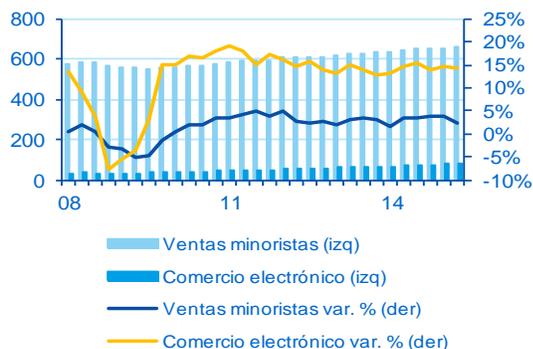
La gran recesión golpeó con fuerza al sector minorista: las ventas minoristas fueron más de 10% más bajas en términos reales en 2009 que en 2007 y la recuperación se prolongó durante 5.5 años. Asimismo, se ha observado una creciente dependencia de los consumidores respecto del comercio electrónico desde la década de 1990. El crecimiento de las ventas minoristas nominales (excluyendo vehículos de motor y concesionarios de piezas, gasolineras y ventas minoristas no realizadas en comercios) ha sido de alrededor de 3% desde 2012, mientras que las ventas minoristas por comercio electrónico han crecido casi 15% durante algún tiempo (Gráfica 13). Todo ello ha limitado la demanda de espacio minorista físico, lo que ha dado como resultado una caída muy brusca del gasto en construcción, que sigue estando muy por debajo de los niveles previos a la recesión (Gráfica 14). Desde 2011, el sector se ha estabilizado en cierto modo y la absorción neta ha superado la construcción de nuevos locales la mayor parte del tiempo, mientras que la tasa de desocupación se ha reducido ligeramente como consecuencia (Gráfica 15).

Los alquileres reales también han crecido muy lentamente, entre 0 y 2.2% en los últimos tres años, registrándose el crecimiento más rápido en el primer semestre de este año. En términos anuales los alquileres en el primer semestre del año han experimentado el mayor crecimiento en Fort Lauderdale (probablemente impulsados por el turismo), Los Angeles (impulsados por la baja tasa de desocupación en un marco de recuperación de la economía local) y Fort Worth (probablemente impulsado por el crecimiento de la población). El comercio electrónico va a ser una amenaza para el sector en el futuro, aunque la cifra siguen siendo pequeña comparada con las ventas minoristas totales, y aproximadamente la mitad de las ventas de comercio electrónico corresponden a minoristas con establecimientos físicos,<sup>5</sup> lo que se traduce en comercios que no necesariamente necesitan tanto tráfico de personas como solían en el pasado para alcanzar el éxito. Esperamos que los alquileres crezcan lentamente durante el próximo periodo (Gráfica 16).

<sup>5</sup> Rigby Darrel. E-Commerce is Not Eating Retail. Harvard Business Review. <https://hbr.org/2014/08/e-commerce-is-not-eating-retail/>

Gráfica 13

**Ventas minoristas\* y ventas minoristas de comercio electrónico, miles de millones de dólares y variación % anual**



\* Excluidos vehículos de motor y concesionarios de piezas, gasolineras y ventas minoristas no realizadas en comercios  
Fuente: BEA, Oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 14

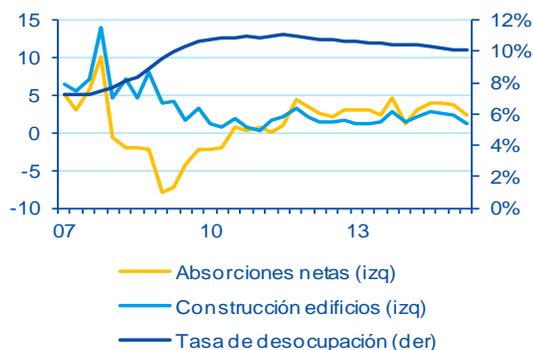
**Gasto en construcción privada, sector minorista\*, tasa anual desest., miles de millones de dólares**



\* Gasto en construcción comercial, excluidos automóviles y almacenes  
Fuente: Oficina del Censo y BBVA Research

Gráfica 15

**Absorción minorista, construcción de edificios y tasa de desocupación Millones de pies cuadrados y porcentaje**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 16

**Alquileres reales y locales minoristas vacíos, variación % anual**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Los avalúos del sector minorista vienen determinados por los alquileres, que a su vez vienen determinados por las ventas minoristas. Puesto que esperamos que las ventas minoristas sigan creciendo en el próximo periodo y a medida que la nueva construcción empiece a estancarse, los precios de los inmuebles mantendrán su tendencia ascendente (Gráfica 17), con un mejor desempeño en algunos mercados. Los aumentos de precios se desacelerarán incluso más en torno a 2017 como consecuencia de los aumentos previstos de las tasas de interés.

Las tasas de capitalización del sector minorista han proporcionado un diferencial favorable respecto del rendimiento de los valores del Tesoro desde el final de la recesión en 2009, aunque las tasas de capitalización han sido inferiores a los del sector de las oficinas desde 2014. Esperamos que las tasas de capitalización para el sector minorista apenas varíen en relación con su nivel actual, lo que debería dar como resultado una prima de riesgo comprimida cuando suban las tasas de interés (Gráfica 18).

Gráfica 17

### Precios del sector minorista Dólares por pie cuadrado



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 18

### Tasa de capitalización del sector minorista Porcentaje



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

## Sector industrial

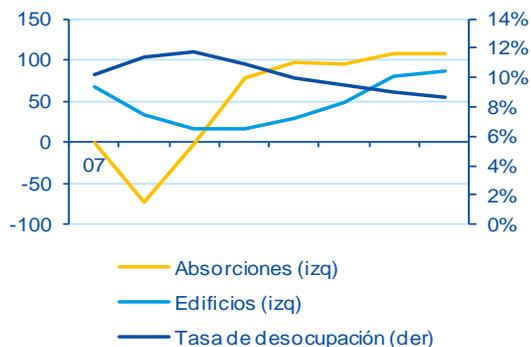
Las tasas de desocupación del sector inmobiliario comercial industrial se han recuperado con mucha mayor rapidez tras la crisis en comparación con otros sectores inmobiliarios comerciales (Gráfica 19), debido a la fuerte demanda de los crecientes sectores de manufacturas y el comercio electrónico, aunque con variaciones de un lugar a otro. Según estimaciones de Cushman y Wakefield, la tasa de desocupación es muy baja en la zona de la península de San Francisco, Los Angeles y Denver, pero es bastante elevada en Phoenix, Hartford y Boston, reflejando la oferta local de espacio industrial y el desempeño de los sectores locales de la manufactura y la logística.

Como consecuencia de los bajos niveles de desocupación y la fuerte demanda, la actividad de construcción ha aumentado espectacularmente. La construcción privada en el sector de la manufactura es un buen indicador del gasto en construcción en el sector inmobiliario comercial industrial (Gráfica 20) y muestra un enorme incremento desde abril de 2014. El gasto en construcción en almacenes comerciales generales no situados en emplazamientos de fabricación registró su punto máximo en diciembre de 2014 (Gráfica 21), aunque sigue siendo elevado.

A pesar de la fuerte demanda y la oferta limitada, los alquileres no han aumentado con rapidez y han crecido 2.1% en 2013 y 2.5% en 2014. A falta de datos para 2015, podemos especular que este año los alquileres se habrán incrementado más rápido que en 2014. El crecimiento continuado de la economía nacional va a contribuir a la resistencia del sector inmobiliario comercial industrial, aunque existen riesgos de posibles caídas en la demanda de productos estadounidenses como consecuencia de la debilidad de China y Europa, así como la fortaleza relativa del dólar. Prevedemos que el aumento de la oferta de espacio industrial estabilice las tasas de desocupación, dando como resultado una desaceleración de los incrementos de los alquileres en 2017 y 2018 (Gráfica 22).

Gráfica 19

**Absorción de espacio industrial, construcción de edificios y tasa de desocupación**  
Millones de pies cuadrados y porcentaje



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 20

**Gasto en construcción privada, sector manufacturero, miles de millones de dólares**



Fuente: Oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 21

**Gasto en construcción privada, almacenes generales, miles de millones de dólares**



Fuente: Oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 22

**Alquileres reales y espacio industrial vacío, variación % anual**



Fuente: REIS, Bloomberg y BBVA Research

Los avalúos han aumentado 6% en tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) desde 2010 y es probable que se desaceleren en el futuro como consecuencia del nuevo stock que llega al mercado, así como el aumento previsto de las tasas de interés (Gráfica 23). En los tres próximos años esperamos que las tasas de capitalización se mantengan aproximadamente al nivel actual, pero es probable que el aumento previsto de las tasas de interés dé como resultado una prima de riesgo comprimida (Gráfica 24).

Gráfica 23

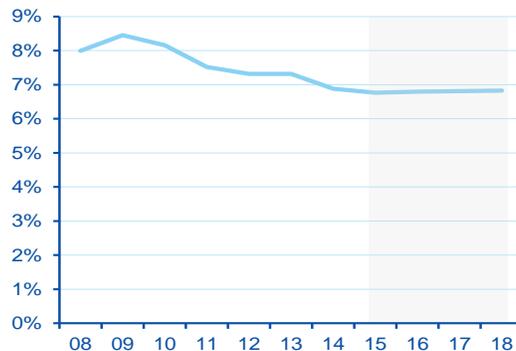
**Precios del sector industrial**  
**Dólares por pie cuadrado**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 24

**Tasa de capitalización del espacio industrial**  
**Porcentaje**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

## Hoteles

Las variables fundamentales del sector hotelero siguen siendo sólidas, especialmente en cuanto a ocupación, pero la tendencia al alza de los aumentos de ocupación, tarifas diarias e ingresos por habitación disponible, que han sido bastante sólidos y comenzaron en 2013, se desaceleraron en 2015 (Gráfica 25). Los motivos son la reducción de viajes de negocios procedentes de algunos países desarrollados, la desaceleración de los viajes de negocios nacionales en zonas muy expuestas al sector petrolero y del gas, y la fortaleza del dólar. Asimismo, se ha producido un aumento del gasto en construcción en el sector hotelero en los últimos años (Gráfica 26), que ha incrementado la oferta de habitaciones de hotel. La fortaleza del dólar y la debilidad de Europa, China y América Latina son riesgos para el sector que habrá que observar en los próximos años, junto con los viajes de negocios relacionados con el sector petrolero y del gas. Diferentes lugares se verán afectados de distinta manera por estos riesgos. Ciudades como Houston se verán más afectadas por la evolución de los viajes de negocios, mientras que poblaciones como Orlando se verán más afectadas por la fortaleza del dólar y el desempeño de las economías europeas y latinoamericanas. A mediano y largo plazo, el “consumo colaborativo” y la aparición de plataformas como AirBnB también plantean un riesgo que deberá seguirse de cerca.

La construcción ha crecido desde 2011, pero a un nivel más sostenible que antes de la crisis, lo que ha contenido los aumentos de los avalúos. Esperamos que el nivel de construcción se mantenga, probablemente a un ritmo más moderado. Esto, junto con los aumentos previstos de las tasas de interés, debería moderar el crecimiento de los avalúos de las habitaciones de hotel (Gráfica 27), lo que dará como resultado una tasa de capitalización que permanecerá estable durante los próximos tres años, pero con una prima de riesgo contenida (Gráfica 28).

Gráfica 25

**Ocupación y variaciones anuales de las tarifas diarias, ocupación e ingresos por habitación disponible, porcentaje**



Fuente: Smith R Travel, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 26

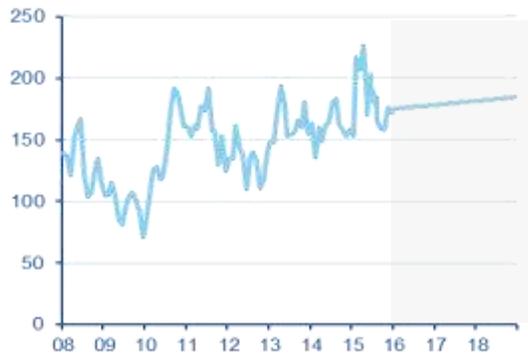
**Construcción privada, alojamiento Miles de millones de dólares**



Fuente: Oficina del Censo, Haver y BBVA Research

Gráfica 27

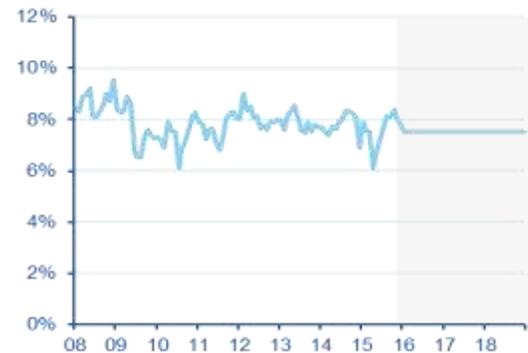
**Precio por habitación, miles de dólares**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

Gráfica 28

**Tasa de capitalización de los hoteles, porcentaje**



Fuente: RCA, Bloomberg y BBVA Research

## Conclusiones

En resumen, se espera que el sector inmobiliario comercial tenga un buen desempeño durante los próximos tres años, si bien no tan favorable como en los últimos tres años. El desempeño del sector inmobiliario comercial ha sido positivo mientras crecía la economía y la Reserva Federal mantuvo las tasas de interés bajas, pero los riesgos a la baja han aumentado últimamente debido al aumento previsto de las tasas de interés, la falta de un crecimiento económico más intenso y la mayor oferta. Esperamos que los alquileres de departamentos sigan aumentando debido al interés de las personas que se jubilan, a pesar de la mayor oferta. Es probable que las oficinas en distritos financieros tengan un mejor desempeño que las oficinas suburbanas, pero a largo plazo el teletrabajo, el alojamiento en hoteles y la mayor densidad del espacio de oficina plantearán un riesgo. El sector minorista se enfrenta a retos como el comercio electrónico, por lo que los alquileres han aumentado más lentamente, una tendencia que esperamos que continúe. El sector inmobiliario comercial industrial seguirá teniendo un buen desempeño, pero en un entorno menos previsible debido a la evolución de la economía global, como es el caso también de los hoteles. Los avalúos en todos los segmentos han aumentado hasta ahora gracias al entorno de tasas de interés bajas y la alta demanda, pero con los aumentos previstos de las tasas de interés y la nueva oferta que llega al mercado, los aumentos de los avalúos deberían empezar a desacelerarse. El mayor gasto en construcción ya está empezando a contener el rápido aumento de los avalúos en algunos lugares. Es probable que las tasas de capitalización no varíen demasiado, dando como resultado primas de riesgo comprimidas con el aumento de las tasas de interés.

### AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.