

Análisis Económico

Estado de los bienes raíces comerciales a resultas de la crisis del COVID-19

Filip Blazheski
24 junio 2020

El sector de los bienes raíces comerciales (CRE, por sus siglas en inglés) está sufriendo una grave perturbación a resultas de la crisis del COVID-19 que podría tener consecuencias significativas a largo plazo. Antes de la recesión actual, el sector disfrutaba de un período prolongado de tasas de desocupación favorables, subida de los precios y aumento de los inventarios. Sin embargo, el incremento sin precedentes del desempleo, la transición a gran escala hacia el teletrabajo y el descenso de la actividad en muchos sectores de servicio al público están llevando a la destrucción de la demanda, el aumento de las tasas de desocupación y la disminución de los alquileres. Incluso una vez que se descubra una vacuna o se ponga a disposición del mundo un tratamiento y dejemos atrás la etapa álgida de esta crisis, el futuro de los locales comerciales tradicionales seguirá siendo incierto. En este resumen se presenta nuestra perspectiva de las condiciones de los CRE durante los próximos dos años y medio, condicionada por nuestro escenario macroeconómico base, que augura un fuerte impacto en la actividad económica del 2T20, un repunte fuerte pero incompleto en el 2S20 y una recuperación moderada posteriormente.

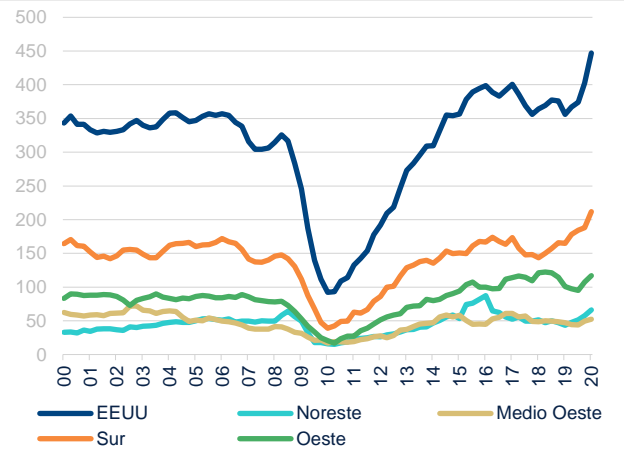
Apartamentos

Desde la última recesión, el segmento de los apartamentos se ha beneficiado de la sólida demanda de vivienda a medida que los milenials comenzaban a «salir del nido» y optaban por alquileres prolongados. Esto repercutió positivamente, sobre todo, en las grandes áreas metropolitanas más atractivas, que tienden a acumular mayor densidad de población y, por lo tanto, propician la vida en apartamentos. La intensa demanda dio lugar a un robusto panorama de construcciones multifamiliares, especialmente entre el 2T14 y el 1T17, y entre el 2T19 y el 1T20 (gráfica 1). La segunda oleada de construcción frenética de apartamentos en 2019 estuvo respaldada por atractivas condiciones financieras, pero llegó a un fin abrupto en la segunda mitad de marzo de este año. La construcción de viviendas multifamiliares en abril se estimó en 260.000 a efectos de la tasa anual desestacionalizada (TAD), la más baja desde 2013, pero aún muy por encima de los mínimos alcanzados durante la Gran Recesión.

La tasa de desempleo a cerca rozó el 15% en abril, por lo que algunos arrendadores sufrieron retrasos en los pagos de los alquileres o los recibieron parcialmente. Sin embargo, de acuerdo con los datos del National Multifamily Housing Council (NMHC), el consejo nacional de viviendas multifamiliares de EE. UU., se ha tratado de un problema localizado, al menos, en lo que se refiere a los apartamentos administrados por profesionales. Además, el ritmo al que pagan los alquileres se ha recuperado por completo en junio (gráfica 2), ya que el 89% de los apartamentos habitados realizan un pago total o parcial del alquiler antes del 13 de junio: un aumento del 0,1% en comparación con el período comprendido hasta el 13 de junio de 2019. Sin duda, tanto la recuperación en la creación de empleo como la ampliación de las prestaciones por desempleo (que vencerán a fines de julio, a menos que el Congreso decida prorrogarlas) han impulsado esta mejora. Además, se enviaron cheques de estímulo económico a 159 millones de personas, lo que suma casi 267.000 millones de USD. Dicho esto, los arrendadores que no son empresas

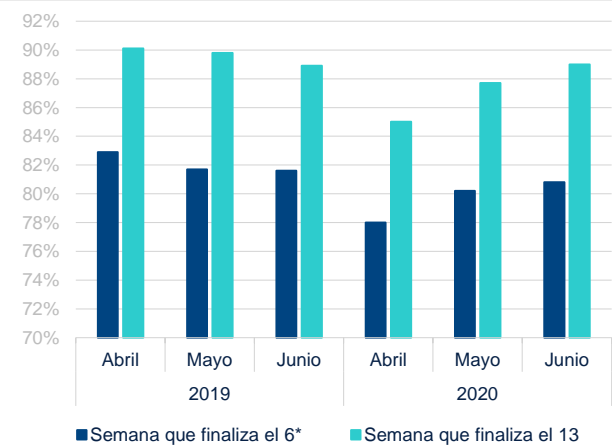
profesionales de alquiler de apartamentos suelen enfrentarse a condiciones difíciles, especialmente si sus arrendatarios son personas con bajos ingresos, que se han visto gravísimamente afectadas por la disminución del empleo.

Gráfica 1. **Construcción de viviendas multifamiliares** (En miles, TAD, media móvil de 4 trimestres)



Fuente: BBVA Research y Oficina del Censo de los EE. UU.

Gráfica 2. **Alquileres de apartamentos pagados**



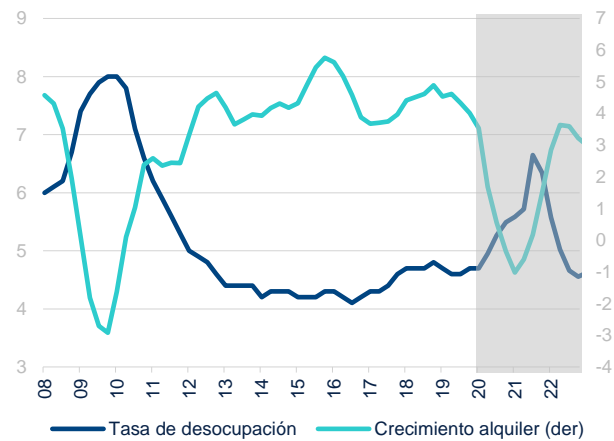
* Resultados iniciales que podrían verse afectados por factores estacionales

Fuente: BBVA Research y NMHC

Las tasas de desocupación experimentarán presiones alcistas con motivo del incremento del desempleo y la incertidumbre económica. También será un factor a tener en cuenta que se hayan completado proyectos que aportarán un número significativo de nuevos edificios en 2020 y 2021. En otras palabras, el desequilibrio del mercado en 2020 y 2021 se debe tanto a una reducción de la demanda como a un aumento de la oferta. Sin embargo, debido a las generosas prestaciones por desempleo, así como a una recuperación económica que ganará peso en el 3T20, esperamos que la tasa de desocupación de apartamentos se mantenga por debajo de los máximos de la Gran Recesión. El aumento de la tasa de desocupación irá de la mano de un descenso en los alquileres (gráfica 3), que, en función de la ubicación será leve o moderado. A medio plazo, las tasas de desocupación más altas limitarán la construcción de nuevas viviendas multifamiliares, lo que a su vez ayudará a reequilibrar el mercado.

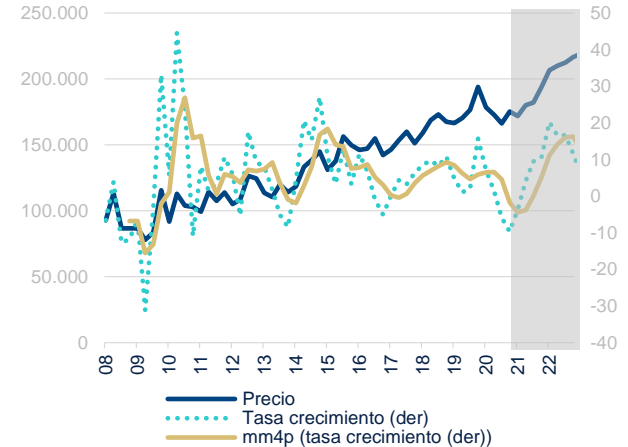
Los precios de los apartamentos por unidad a nivel nacional han aumentado a un ritmo estable durante la última década, pero esta tendencia se verá interrumpida temporalmente por una leve disminución de los precios entre el 2T20 y el 1T21 (gráfica 4). La disminución en los precios se limitará hasta cierto punto gracias a la ajustada oferta general de viviendas después de un largo período que ha tenido lugar durante la última década, en el que el ritmo de construcción de nuevas viviendas multifamiliares ha sido mediocre, lo que beneficia indirectamente al mercado multifamiliar. Además, la recuperación de la economía, las tasas de interés bajas y una política monetaria activa que respalda los precios de los activos limitará el riesgo a la baja en cierta medida.

Gráfica 3. **Desocupación de apartamentos y alquiler efectivo** (En % y % a/a)



Fuente: BBVA Research y REIS

Gráfica 4. **Precios de apartamentos** (En USD por unidad y % a/a)



Fuente: BBVA Research y RCA

Las tasas de capitalización de apartamentos han menguado desde 2010. Aunque esperamos que las primas de riesgo aumenten a corto plazo, las tasas de interés bajas y sin riesgo contrarrestarán algunos de estos repuntes. Es decir, las tasas de capitalización serán relativamente estables, especialmente cuando la economía recupere el equilibrio, las tasas de desocupación comiencen a disminuir y los precios de los alquileres vuelvan a crecer.

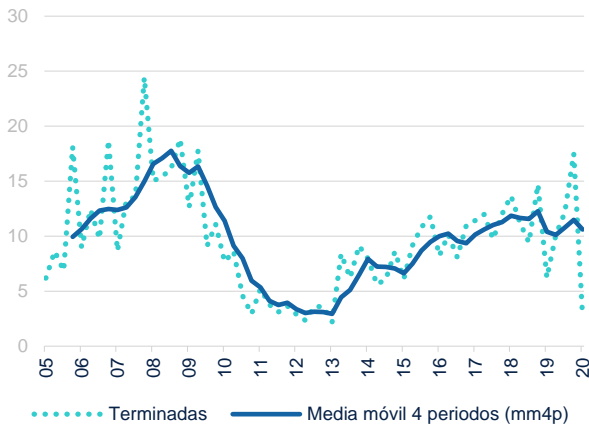
Una vez que se deje atrás la recesión actual, el segmento de apartamentos se beneficiará de los consumidores más jóvenes, que alquilan por períodos prolongados, y de la progresiva desaparición de la generación del «baby boom». Si bien los apartamentos de barrios comerciales céntricos han sido relativamente más atractivos que los barrios de las afueras durante la última década, la tendencia podría cambiar a medida que el teletrabajo se generalice y los tiempos de desplazamiento sean menos preocupantes, particularmente en barrios periféricos que ofrecen servicios comparables a algunos barrios céntricos, como experiencias culturales y de compras, además de instalaciones recreativas, parques y espacios naturales. Dicho esto, no se ha resuelto la gran incertidumbre en torno a cómo sopesan las personas que viven en áreas con mayor densidad de población los pros y los contras en materia de salud.

Oficinas

La construcción de oficinas en el último ciclo permaneció por debajo de los niveles alcanzados en el ciclo anterior (gráfica 5) a pesar del aumento de contrataciones en oficinas. Las empresas han asignado cada vez menos pies cuadrados a cada empleado (gráfica 6) al aprovechar las tendencias que apuestan por espacios de trabajo flexibles, de ocupación rotativa o los diseños con espacios abiertos. Desde el inicio de la recesión actual, el segmento de oficinas se enfrenta tanto a los cambios cíclicos como a los estructurales. Los factores cíclicos (el descenso de las contrataciones en oficinas y las medidas de reducción de costes por parte de las empresas), son fácilmente identificables. En este punto, los cambios estructurales son menos obvios pero probablemente incluirán una combinación de menor densidad y mayor teletrabajo. Del mismo modo, el cambio continuo hacia una economía de

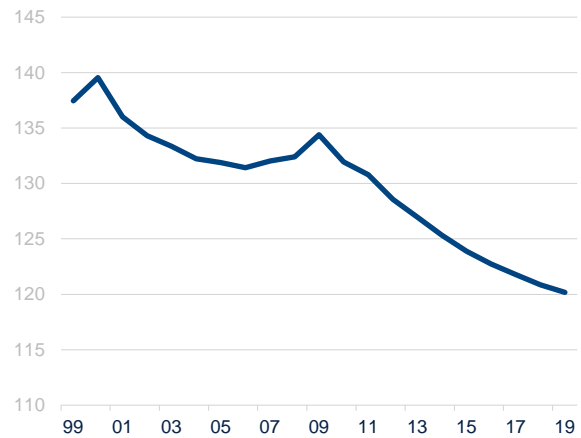
alta tecnología orientada a los servicios, así como los esfuerzos de los legisladores por reintroducir empleos en el país y contener la deslocalización también afectará el futuro de este segmento.

Gráfica 5. **Oficinas construidas**
(en millones de pies cuadrados)



Fuente: BBVA Research y REIS

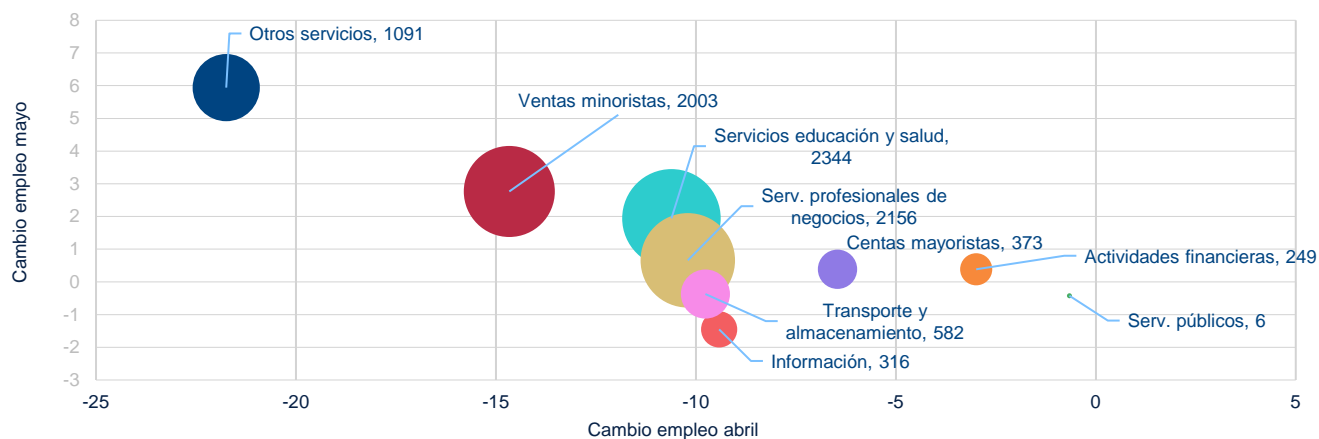
Gráfica 6. **Oficinas**
(promedio de pies cuadrados por oficinista)



Fuente: Cálculos de BBVA Research con datos de la REIS

Si bien la mayor parte de las pérdidas en el empleo entre febrero y marzo se han producido en los sectores del ocio y la hostelería (el 40% de la disminución total en las nóminas), otros sectores importantes que utilizan oficinas presentaron disminuciones importantes que lastrarán la demanda de locales de oficina de ahora en adelante. El empleo en servicios profesionales y comerciales, actividades financieras e información —tres sectores que representan la gran mayoría del empleo en oficinas—, fue un 8,2% menor en mayo que en febrero, a pesar de que algunas de las pérdidas están reduciéndose al máximo en mayo en relación con abril (gráfica 7). Además, los riesgos para el empleo en estos sectores se inclinan aún más hacia la baja debido al probable aumento de quiebras e impagos de deuda de las empresas en el segundo semestre, a pesar del repunte de la actividad económica después del parón inducido por el COVID-19.

Gráfica 7. **Cambio en el empleo asalariado y déficit de empleo desde febrero de 2020 en el sector de los servicios, excepto en ocio y hostelería**
(en % m/m y en miles, representados por el tamaño de burbuja, el valor se muestra en las etiquetas)



Fuente: BBVA Research y BLS

A medio plazo, las perspectivas del sector dependen del equilibrio entre un mayor espacio de trabajo por empleado, que será necesario para mantener la distancia social en el mundo poscoronavirus y la capacidad de una gran parte de la fuerza de trabajo de las oficinas para teletrabajar (gráfica 8). En caso de que se desarrolle una vacuna, durante los próximos dos años será crucial tener en cuenta el factor de la densidad. Después de eso, es probable que se reduzcan las presiones para reducir la densidad, pero cabe esperar que permanezca la práctica general del teletrabajo, lo que representa un riesgo a la baja para la demanda de locales de oficinas.

Gráfica 8. **Análisis de sensibilidad a la densidad en la demanda de oficinas, el cambio en el empleo en oficinas y el teletrabajo**

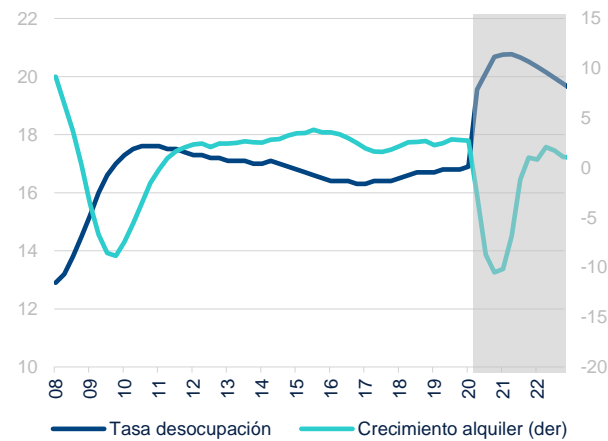
Cambio en empleo en oficinas	Incremento en teletrabajo	Pies cuadrados por empleado				
		180	225	300	450	600
0%	0	0%	25%	67%	150%	233%
0%	20%	-20%	0%	33%	100%	167%
0%	40%	-40%	-25%	0%	50%	100%
0%	60%	-60%	-50%	-33%	0%	33%
-2%	20%	-22%	-2%	31%	96%	161%
-2%	40%	-41%	-27%	-2%	47%	96%
-2%	60%	-61%	-51%	-35%	-2%	31%
-4%	20%	-23%	-4%	28%	92%	156%
-4%	40%	-42%	-28%	-4%	44%	92%
-4%	60%	-62%	-52%	-36%	-4%	28%
-6%	20%	-25%	-6%	25%	88%	151%
-6%	40%	-44%	-30%	-6%	41%	88%
-6%	60%	-62%	-53%	-37%	-6%	25%
-8%	20%	-26%	-8%	23%	84%	145%
-8%	40%	-45%	-31%	-8%	38%	84%
-8%	60%	-63%	-54%	-39%	-8%	23%

Fuente: BBVA Research

Como resultado de la confluencia de estos factores, el efecto adverso de la crisis del COVID-19 será más pronunciado en el segmento de oficinas en relación con el de viviendas multifamiliares. El aumento del desempleo, las dificultades financieras que experimentan muchas empresas, la implantación generalizada del teletrabajo y el aumento de la precaución por parte de los empleados contribuirán a una mayor tasa de desocupación y a una disminución de los alquileres, que no comenzarán a recuperarse antes de mediados del 2021 (gráfica 9). Los precios también experimentarán una corrección significativa durante el próximo año (gráfica 10), pero la caída estará limitada por una construcción baja.

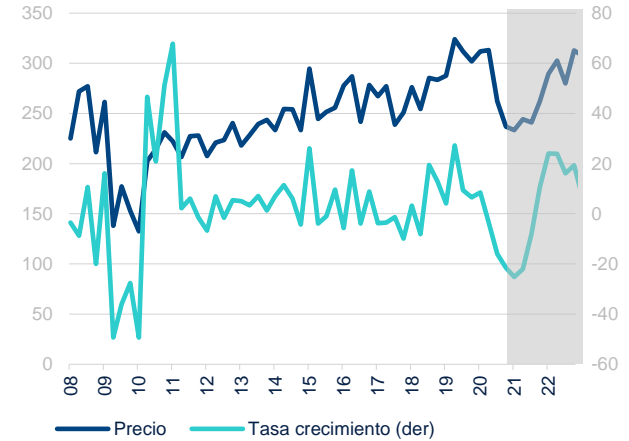
Como punto positivo, aunque el próximo año va a suponer una etapa ardua para el segmento de las oficinas y los espacios tradicionales tendrán que sufrir algunos cambios, seguirá siendo necesario en el futuro cercano. Los motivos son el constante atractivo de las grandes ciudades debido a los efectos de red y aglomeración, que siguen siendo catalizadores de innovación, así como la necesidad de mantener el capital social y organizativo dentro de las organizaciones, que surgen cuando las personas trabajan cerca y pueden diluirse parcialmente por la implantación del teletrabajo. En este sentido, las ciudades que entiendan los nuevos paradigmas y se adapten mejor para seguir siendo seguras y atractivas tomarán la delantera.

Gráfica 9. **Desocupación de oficinas y alquiler efectivo** (En % y % a/a)



Fuente: BBVA Research y REIS

Gráfica 10. **Precios de CRE para oficinas** (USD por pie cuadrado y % a/a)



Fuente: BBVA Research y RCA

Locales comerciales

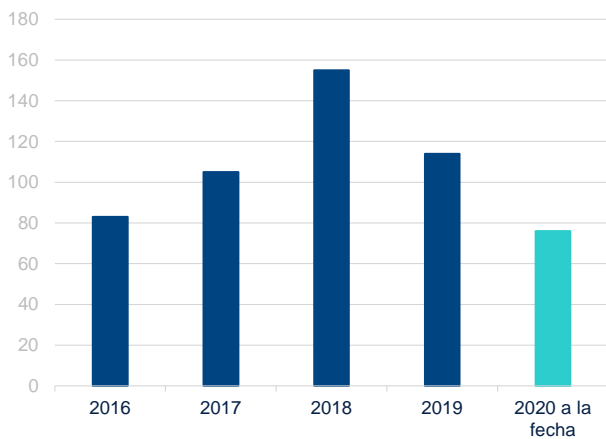
El segmento de los locales comerciales representa, sin duda, la clase de activo de CRE con más riesgo. En términos cíclicos, la recesión inducida por el COVID-19 está ejerciendo una presión significativa en todos los comercios minoristas, especialmente en los pequeños negocios orientados a los servicios. A nivel estructural, cada vez se depende más del comercio electrónico, algo exacerbado por el inicio de la crisis actual, lo que provoca dificultades continuas. Como resultado del confinamiento, muchos puntos de venta minoristas han tenido que permanecer cerrados por períodos prolongados y muchos propietarios de inmuebles no han podido cobrar el alquiler, especialmente de arrendatarios situados en centros comerciales. En este sentido, el impacto es más directo y nocivo en comparación con el que sufren las oficinas y las viviendas multifamiliares.

Desde el 1 de abril, ha habido un notable aumento en las quiebras de las cadenas minoristas, incluso de algunas icónicas como J. Crew, Gold's Gym, Neiman Marcus, JC Penney y Pier1 Imports. Aunque las quiebras no implican que estos comercios dejen de existir, sin duda tendrán que reducir su presencia y transformar su modelo de negocio, lo que contribuirá en gran medida al aumento de las tasas de desempleo. Durante los primeros cinco meses de este año, se ha anunciado el cierre de 76 millones de pies cuadrados ocupados por locales comerciales (gráfica 11). Según los datos de S&P, el sector minorista es actualmente uno de los más afectados en términos financieros, y es probable que las condiciones se deterioren aún más para finales de año. Si bien las empresas más pequeñas se han beneficiado, hasta cierto punto, de los préstamos del programa Paycheck Protection Program (PPP) del Gobierno de EE.UU., si la actividad económica no mejora con la intensidad esperada o si hay una gran segunda ola de contagios de COVID-19, muchos de estos establecimientos podrían declararse insolventes y se verían obligados a cerrar.

Como punto positivo, dado que el segmento no ha experimentado un gran flujo de inventario nuevo durante el período previo a la crisis actual (gráfica 12), no habrá presiones adicionales sobre las desocupaciones de nuevas construcciones. Por lo tanto, prevemos que las tasas de desempleo aumenten y que los alquileres disminuyan de

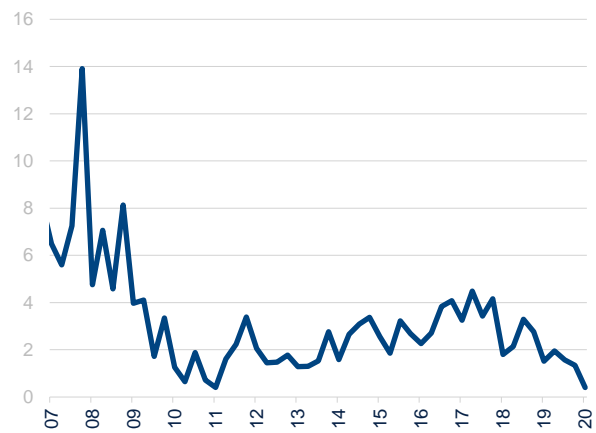
manera similar a la Gran Recesión (gráfica 13). Los precios disminuirán y permanecerán por debajo de los niveles previos a la crisis durante algún tiempo (gráfica 14). La tasa de capitalización aumentará más que en el caso de apartamentos y oficinas para compensar a los propietarios por asumir un riesgo más alto. A medio y largo plazo, el ritmo de nuevas construcciones será comedido y se intensificará la reconversión de algunos de los inventarios existentes, lo que moderará los efectos adversos.

Gráfica 11. **Locales comerciales con cierre anunciado** (En millones de pies cuadrados)



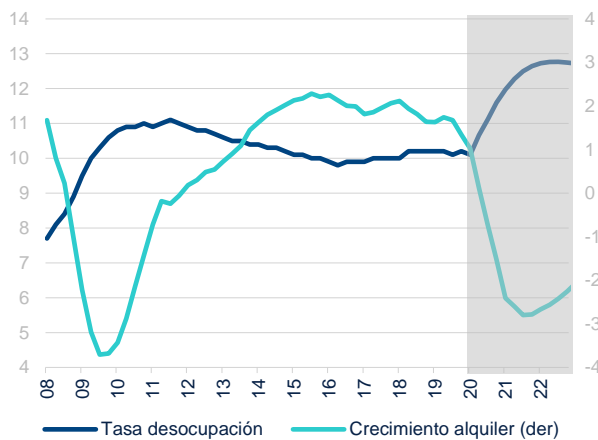
Fuente: BBVA Research y CoStar

Gráfica 12. **Locales comerciales construidos, tasa trimestral** (En millones de pies cuadrados)



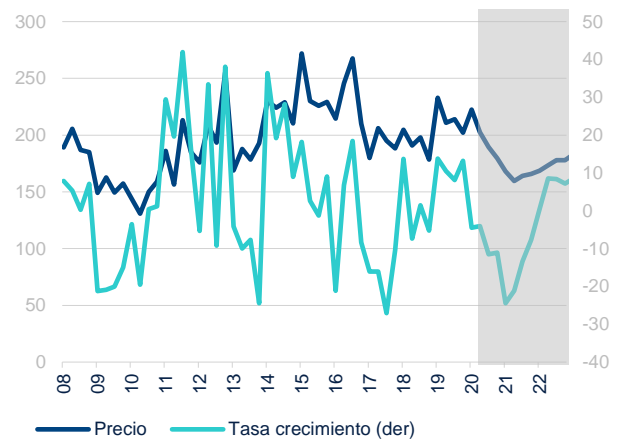
Fuente: BBVA Research y REIS

Gráfica 13. **Desocupación de locales comerciales y alquiler efectivo** (En % y % a/a)



Fuente: BBVA Research y REIS

Gráfica 14. **Precios de CRE para locales comerciales** (En USD por pie cuadrado y % a/a)



Fuente: BBVA Research y RCA

Industrial

Los CRE industriales se han beneficiado de algunas de los mismos factores estructurales que han presentado dificultades para los locales comerciales, como el aumento del comercio electrónico, que ha impulsado la demanda de los centros de distribución. Dicho esto, a corto plazo, la recesión disminuirá la demanda de propiedades industriales, especialmente en las regiones expuestas a sectores que tardarán en recuperarse por completo, como los de los alojamientos, el transporte aéreo, el entretenimiento y el ocio. Asimismo, las tendencias mundiales de recesión y desglobalización afectarán desproporcionadamente a las actividades que dependen del comercio internacional. Los CRE industriales expuestos a tendencias en los ámbitos de la educación, los servicios sanitarios y los servicios públicos, entre otros, probablemente registrarán mejores resultados debido a que percibirán menos efectos inmediatos y en virtud de las tendencias demográficas alentadoras, a pesar de la desaceleración del crecimiento de la población.

Dado que la desocupación industrial era relativamente baja en la recesión actual, cualquier disminución en los alquileres en el 2020-2021 será limitada. Si bien la crisis en este segmento será más moderada y de corta duración, las condiciones variarán significativamente de un lugar a otro, ya que algunas áreas metropolitanas han experimentado un mayor desarrollo especulativo en relación con otras. A largo plazo, este segmento también podría beneficiarse de la reorientación de algunas industrias, la creciente demanda de nuevas tecnologías sostenibles, así como de un posible paquete de gastos en infraestructuras que el Congreso podría aprobar después de las elecciones de noviembre.

Conclusión

La recesión del COVID-19 afecta gravemente los CRE. Los datos recientes sugieren que el segmento minorista ha sido el más perjudicado, mientras que el de las oficinas ha ofrecido resultados mixtos. Mientras tanto, el segmento de los apartamentos ha experimentado un impacto más moderado. En el caso de los CRE industriales, los efectos han sido más heterogéneos: algunos sectores se han visto más castigados y otros se han beneficiado de la crisis. No obstante, se espera que la desocupación aumente globalmente, lo que provocará una disminución temporal en los alquileres y los precios. A corto plazo, la desocupación de apartamentos depende del avance en la reducción del nivel de desempleo y de la prórroga de las prestaciones ampliadas por desempleo después de este verano. A largo plazo, la demanda de apartamentos se apoyará en los datos demográficos que ayudarán a reequilibrar el mercado. El riesgo de impago de las deudas y el teletrabajo limitarán la demanda de espacio en las oficinas, pero la menor densidad en estos locales debido a cuestiones de salud pública mitigará algunas de estas presiones. La salud de las pequeñas empresas basadas en los servicios será fundamental para el segmento minorista, aunque el comercio electrónico sigue siendo un gran desafío a largo plazo. Prevemos un aumento en el cambio de actividad de algunas de las propiedades minoristas que se enfrentan a una demanda especialmente baja en su formato actual. En general, los CRE industriales recibirán un duro golpe, pero se recuperarán de manera relativamente rápida debido a las bajas tasas de desocupación en esta recesión y a las tendencias estructurales de apoyo.

Las dificultades a las que se enfrentan los operadores de los CRE y el descenso temporal en los valores de propiedad derivarán en el deterioro de la calidad del crédito de los CRE. Esto se mitigará en cierta medida gracias al apoyo fiscal masivo, las medidas en términos de política monetaria y las condiciones financieras favorables, que permitirán la refinanciación y reestructuración de algunas de las deudas pendientes de los CRE. Dicho esto, el riesgo de nuestros pronósticos de referencia se mantiene inclinado hacia la baja debido a los posibles nuevos brotes de contagio y a la aplicación de políticas erróneas. Dada esta coyuntura sin precedentes, el nivel de incertidumbre sobre la recuperación es alto y nuestras estimaciones para diversas variables de los CRE están sujetas a un margen de error más amplio de lo habitual.

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.