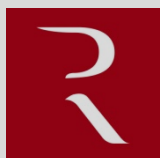


# **Evolución de las PYME del Sector Inmobiliario y la Construcción**



## **2004 - 2008**



**Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y  
Mercantiles de España**

## Créditos

### Edita:

Colegio de Registradores de la  
Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles  
de España

Diego de León nº 21. 28006. Madrid.

<http://www.registradores.org>

### Coordina:

Centro de Procesos Estadísticos del  
Colegio de Registradores de la  
Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles  
de España

### Autores:

Dr. Manuel Flores Caballero

Dra. María del Rocío Flores Jimeno

Dr. José Muñoz Jiménez

Dr. Fernando Llorente Alonso

María del Rosario Pacheco Olivares

Departamento de Economía Financiera y  
Contabilidad I

Universidad Rey Juan Carlos

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier otro medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

# ÍNDICE

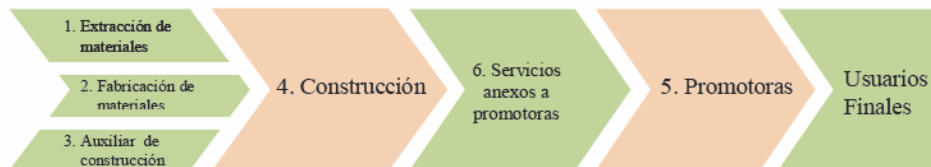
<b>I. ESTUDIO</b>	<b>3</b>
<b>1. Las Dos Primeras Grandes Crisis Económicas del Siglo XXI: “La Burbuja de las .com” y “La Burbuja Inmobiliaria”.</b>	<b>4</b>
1.1. Los ahorros excedentes de los países emergentes y la abundancia de liquidez en la panorámica mundial	4
1.2. Una fórmula para trasladar los riesgos: La titulización de las hipotecas de las viviendas en los Estados Unidos	5
1.3. La primera crisis del siglo XXI: La ruptura de “la burbuja de las tecnológicas” el día 10 de marzo 2000.	6
1.4. En la búsqueda de la normalización monetaria y económica	10
1.5. La segunda crisis del siglo XXI: Las hipotecas “subprime” en los Estados Unidos	11
1.6. España convertida en el paraíso de la promoción inmobiliaria.	12
1.7. El agotamiento del modelo: la crisis inmobiliaria en España.	15
1.8. La declaración de la crisis: octubre 2007 la crisis de la burbuja inmobiliaria.	16
1.9. Las claves a superar para salir del stock de las viviendas y posterior recuperación del sector	18
1.10. El gran reto nacional: Desde la España en estado “For sale” a la salida de la crisis.	18
1.11. Las medidas de ajuste en España del 12 de mayo de 2010.	21
<b>2. La evolución de las grandes magnitudes del entorno.</b>	<b>23</b>
2.1. Evolución de la población española.	23
2.2. Evolución de la tasa de desempleo	25
2.3. Evolución de los tipos de interés y el número de créditos	26
2.4. Número de transacciones de viviendas	27
2.5. Evolución de la proporción del PIB con los sectores	28
2.6. Evolución del empleo en el sector de la construcción	28
2.7. Evolución de los precios de la vivienda	30
2.8. Créditos y dudosos	31
<b>3. Análisis de la evolución de los valores económico financieros del Sector Inmobiliario y la Construcción.</b>	<b>37</b>
<b>3.1. Empresas Pequeñas</b>	<b>42</b>
3.1.1. Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil	42
3.1.2. Análisis de la inversión	43
3.1.3. Análisis de la estructura financiera	51
3.1.4. Fondo de Maniobra	53
3.1.5. Análisis de la garantía, el endeudamiento y la solvencia	54
3.1.6. Análisis de la cifra de negocios y los beneficios	62
3.1.7. Análisis de la Rentabilidad	70
3.1.8. El empleo	78
<b>3.2. Empresas Medianas.</b>	<b>84</b>
3.2.1. Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil	84
3.2.2. Análisis de la inversión	85
3.2.3. Análisis de la estructura financiera	93
3.2.4. Fondo de Maniobra	96
3.2.5. Análisis de la garantía, el endeudamiento y la solvencia	97

3.2.6. Análisis de la cifra de negocios y los beneficios	105
3.2.7. Análisis de la Rentabilidad	114
3.2.8. El empleo	122
<b>II. CONCLUSIONES</b>	<b>129</b>
<b>III. METODOLOGÍA</b>	<b>133</b>
<b>1. Límites de la información disponible.</b>	<b>133</b>
<b>2. Procesamiento de la Información.</b>	<b>134</b>
2.1. Recepción de datos en el CPE.	134
2.2. Proceso de OCR (Reconocimiento óptico de caracteres).	134
2.3. Proceso de reconocimiento manual y de revisión posterior.	135
2.4. Agregación estadística de los datos.	135
<b>3. Características de los Datos.</b>	<b>136</b>
3.1. Sectores de actividad incluidos.	136
3.2. Tamaños incluidos.	138
<b>4. Notas Metodológicas sobre adaptación a PGC 2007</b>	<b>138</b>
<b>5. Elementos Analizados.</b>	<b>140</b>

# I. ESTUDIO

UNIVERSIDAD REY JUAN CARLOS

Con el objetivo de conocer y explicar la evolución del sector de la construcción e inmobiliario, se realiza un análisis de datos contables significativos para el estudio, extraídos del total de cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil. Estas cuentas anuales corresponden a pequeñas y medianas empresas, pertenecientes a 6 subsectores normalizados según la CNAE 2009, que expresamos a continuación en forma de cadena de valor:



El estudio consta de tres partes bien diferenciadas, pero conectadas con el propósito de alcanzar conclusiones coherentes con el entorno económico y financiero; es decir, en el ambiente en que desarrollan la actividad las empresas del sector analizado.

La primera parte se refiere a las consecuencias resultantes de las crisis; y en concreto, de la crisis derivada de la denominada “burbuja inmobiliaria”, en el contexto de la economía global.

La segunda parte se dedica a la descripción del contexto en que se produce la crisis financiera en España y el papel jugado por el sector de la Construcción en la creación de la “burbuja”, así como las consecuencias posibles para las empresas del sector y la economía en general.

En la tercera parte, se hace un análisis de los datos contables, con técnicas también contables, con ratios de las principales magnitudes del balance como de la cuentas de resultado, en el periodo de estudio y para cada subsector.

En especial, se pone énfasis en la solvencia tanto a corto como a largo plazo, de forma evolutiva y entre sectores cada año, teniendo presente que cada subsector tiene un número de empresas que también evoluciona, lo que dificulta el análisis, por lo que a veces es necesario recurrir a valores medios y no a valores totales.

Debido al problema anterior, y para dar fuerza a las conclusiones de la evolución de los valores económicos-financieros por medio de los ratios, y a modo de contraste se realiza un estudio de homogeneidad de los sectores en cuanto a posibles comportamientos relacionándoles entre sí.

# 1. Las Dos Primeras Grandes Crisis Económicas del Siglo XXI: “La Burbuja de las .com” y “La Burbuja Inmobiliaria”.

## 1.1. Los ahorros excedentes de los países emergentes y la abundancia de liquidez en la panorámica mundial

Comenzaba el siglo XXI, tras haber vivido una década y media con un aumento incesante de las relaciones entre los mercados mundiales. La etapa Clinton supuso un continuo crecimiento tanto para la economía norteamericana como para las economías del resto de los países del primer mundo, así como el despegue cualitativo de las economías emergentes.

Los países que forman el grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China), conocidos como economías emergentes, al día de hoy, además de ser países con altas cotas anuales de aumentos del PIB, son los que generan gran parte del volumen de comercio internacional; son grandes consumidores de energía; aportan el 80% de la población mundial; acaparan las tres cuartas partes de las reservas de divisas; y llegan a ser, junto con los países exportadores de petróleo, los financiadores del déficit de los Estados Unidos y de los principales países desarrollados.

La acumulación masiva de dinero, tras una larga etapa de prosperidad a nivel mundial, originó un exceso de liquidez en los mercados internacionales. Sin duda, la abundancia de ahorros fomentó y facilitó una colosal expansión de los bancos inversores y de los intermediarios financieros; gestores de fondos, carteras de bancos, fondos de pensiones y Hedge Funds.

Los momentos de estabilidad vividos durante el continuo auge de los mercados, unido a una tendencia alcista de las economías, con una fuerte liquidez en los mercados financieros y unas reducidas tasas de interés, originó la creciente necesidad de satisfacer a un abrumador mundo inversor que buscaba rentabilizar sus ahorros.

Evidentemente, unidos al bienestar de las economías occidentales y a la incorporación de los países emergentes a la economía global surgen los efectos de la rápida institucionalización e innovación en los mercados financieros, con la proliferación de mercados de derivados y su espectacular capacidad de transmitir riesgos. Como manifiesta el propio Alan Greenspan, la esencia del sistema capitalista debe dar respuesta donde existen necesidades. Por ello, cuanto mayor libertad económica, mayor será el margen empresarial y su compensación, los beneficios, y por tanto mayor inclinación a asumir riesgos.<sup>1</sup>

A nivel mundial, podemos decir que entre 1990 y 2005, el desarrollo financiero ha sido mucho más rápido que el de la economía real.

La suma estimada de capitalización de los mercados bursátiles creció del 88% al 137% del PIB mundial.

También el crecimiento de los mercados de derivados fue espectacular. En 2005 alcanzaba cerca de los 300 billones de dólares, en los últimos cinco años se había triplicado, lo que suponía 6 veces el producto mundial.<sup>2</sup>

La acumulación de tanta riqueza se tradujo de inmediato en una continua alza en el precio de los valores cotizados en las principales bolsas del mundo. Euforia que se trasladó de manera muy especial a los mercados

---

<sup>1</sup> Alan Greenspan: “La era de las turbulencias”, Editorial B, Barcelona 2008, pág. 311.

<sup>2</sup> Inside Mortgage Finance.

de las nuevas tecnologías, como es el caso del “Nasdaq”, a la vez que se venía expandiendo un gran mercado de productos derivados.

En los Estados Unidos las cotizaciones de las acciones se revalorizaban en una verdadera burbuja que se comenzaba a denominar como “punto com”. La capitalización de las acciones llegó a alcanzar el 120% del PIB nacional.<sup>3</sup> Al mismo tiempo, se estaba desarrollando un fuerte mercado de bonos garantizados que respondía a la comercialización de nuevos productos financieros, entre los que se incluían las titulaciones de los aplazamientos de las tarjetas de crédito, así como los bonos y pagarés garantizados con las hipotecas de las viviendas.

## 1.2. Una fórmula para trasladar los riesgos: La titulización de las hipotecas de las viviendas en los Estados Unidos

---

Centrándonos en las hipotecas sobre las viviendas, que es uno de los objetivos de nuestro trabajo, es cierto que existe una clara diferencia entre las del mercado norteamericano y el europeo. En Norteamérica la única garantía que aporta el comprador es el inmueble y, por tanto, puede entregarlo a la entidad de crédito sin que ésta le pueda reclamar nada más, aunque su valor sea inferior al de la deuda vigente. En Europa, la garantía de la hipoteca es más amplia, está respaldada por la vivienda y además por la garantía personal del titular y la de sus avalistas.

¿En qué consiste y cómo se produce la titulización de las hipotecas sobre la vivienda en los Estados Unidos?

- El comprador de la vivienda consigue, aunque esté sin empleo y sin ingresos, su catalogación en las compañías de evaluación de créditos para acceder a la hipoteca. Operación que puede realizar incluso por Internet.
- Con la acreditación, el Banco concede la financiación por medio de una hipoteca al comprador de la vivienda.
- El Banco vende el préstamo hipotecario, una vez se ha formalizado, con un descuento a un intermediario financiero, Operación que le permite conseguir cierta rentabilidad y recuperar liquidez. El intermediario le reembolsa el importe neto del principal de la operación y las cuotas establecidas hasta la cancelación del préstamo.
- El intermediario agrupa las hipotecas en forma de “paquetes” clasificándolas por su naturaleza, categoría, vencimiento, etc. y las revende a otro intermediario que las tituliza con el “rating” establecido por las agencias de calificación de riesgos.

Este intermediario emisor pone en el mercado los títulos, con la garantía de las hipotecas, colocándolos a particulares, fondos de inversión, fondos de pensiones y bancos de inversiones. La titulización se realiza en diferentes valores negociables:

- Bonos garantizados por las hipotecas de las viviendas.
- Obligaciones que se suelen indicar con las siglas “MBS” (*Mortgage Backed Securities*), y que son títulos que tienen la garantía hipotecaria de las viviendas.

---

<sup>3</sup> Alan Greenspan, pág. 198.

En España, estos títulos son denominados “cédulas hipotecarias”.

Todo el proceso puede experimentar a su vez nuevas titulaciones sobre los bonos garantizados por las hipotecas. En los Estados Unidos en estos casos estas nuevas titulaciones se denominan: “CDO”, títulos que están garantizados por bonos, y los “SIV”, vehículos de inversión garantizados por bonos.

Por ello, ante las muchas diferencias entre este tipo de productos, en Estados Unidos clasifican las hipotecas en “prime” cuando las circunstancias del titular de la hipoteca son perfectamente conocidas y responden a familias solventes, y en “subprime” cuando estas circunstancias son oscuras o desconocidas y se caracterizan por su alto riesgo.

Durante este período se entregaron viviendas prácticamente sin desembolsos iniciales, disfrutando además de condiciones especiales como dos años de carencia y tipos de interés muy bajos. La morosidad, como era inevitable, comenzó a presentarse tras la carencia de los veinticuatro primeros meses; la realidad de la operación se presentó con la llegada de las primeras mensualidades del tercer año.

En la práctica, en Estados Unidos, la hipoteca concedida al titular de la misma, cuando se trata de un especulador, es equivalente a una opción de compra, de tal manera que, cuando los precios suben y mantiene las expectativas de revenderla a un precio mayor, sigue pagando las mensualidades; por el contrario, cuando los precios bajan, entrega las llaves al banco y deja de pagar.

El crecimiento de la morosidad de las “subprime” habría hecho que el riesgo se trasladase a los depositarios de todos los derivados, y con el aumento de éstos, se encontraba más compartido de lo esperado. Ésto fue lo que supuso una fuerte incidencia en las entidades inversoras; como más adelante veremos.

### 1.3. La primera crisis del siglo XXI: La ruptura de “la burbuja de las tecnológicas” el día 10 de marzo 2000.

Los índices de las bolsas del mundo conseguían máximos históricos. El beneficio de las acciones y los fondos de inversión eran sorprendentes. Las personas pedían prestamos para adquirir acciones, se vivía la “burbuja de las tecnológicas”.

El mismo Alan Greenspan<sup>4</sup> reconoce que desde diciembre 1995 venía detectando el riesgo de que el boom de las acciones pudiera sentar las bases de un crack.

Durante el primer trimestre del 2000 las bolsas mundiales alcanzaban con mucha frecuencia sus máximos históricos. En Nueva York, el Dow Jones cotizaba por encima del índice de los 13.000 y del 5.600 el Nasdaq. En España, el Ibx 35 llegó a alcanzar unas cotas próximas a 13.000 puntos.

Por más que durante este periodo, desde mediados de 1999 a mediados de 2000, la FED fuese subiendo en cinco ocasiones sucesivas la tasa de interés, pasando del 4,50 % al 6,50%, el alza de las cotizaciones en los mercados era imparable.

<b>Evolución de la tasa de interés en USA (30/06/1999 a 16/05/2000)</b>	<b>Tasa inicial</b>	<b>Variación</b>	<b>Tasa de interés</b>
<b>30.06.1999</b>	4,50	0,50	5,00

<sup>4</sup> Alan Greenspan, pág. 189.



<b>24.08.1999</b>	0,25	5,25
<b>21.12.1999</b>	0,25	5,50
<b>21.03.2000</b>	0,50	6,00
<b>16.05.2000</b>	0,50	6,50

Fue necesaria una actuación directa y personal en los mercados el día 10 de marzo del año 2000, Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal de los USA, visita la Bolsa de Nueva York provocando lo que se conoció como el pinchazo de la burbuja del mercado de las tecnológicas: el Nasdaq. Esta medida produjo tal efecto, que dos años y medio más tarde (a finales de septiembre de 2002) no se había logrado conocer las dimensiones de la crisis bursátil. Los inversores no pudieron disponer de medidas que les permitiesen al menos ejercer cierto control sobre las carteras de valores y como consecuencia de ello, las fuertes pérdidas experimentadas fueron, en muchos casos, irreversibles.

Los titulares de fondos de inversión mobiliaria y fondos de pensiones descubrieron como perdían su dinero en cuantías muy considerables, dentro de la mayor opacidad que les ofrecía el sistema.

La crisis financiera fue una realidad en sí misma, acentuada al mismo tiempo, y de manera muy acusada, por el efecto "pánico" que produjeron en la economía real (especialmente en las aerolíneas, en el turismo, etc.) los acontecimientos terroristas del 11 de septiembre 2001 sobre las torres gemelas en New York. Al mismo tiempo se comenzó a respirar un ambiente prebélico que se materializaría posteriormente en dos guerras, una en Afganistán y más tarde la invasión de Irak conocida como "la operación tormenta del desierto o la guerra de los veinte días."<sup>5</sup>

Entre el 3 de enero y el 11 de diciembre de 2001 los tipos de interés bajaron once veces consecutivas; el tipo de interés pasó en pocos meses del 6,75% al 1,75%. El terrorismo sobre las Torres Gemelas acentuó el proceso bajista de la Reserva Federal, que actuó para contrarrestar el pánico en los mercados financieros y sostener la economía real.

<b>Evolución de la tasa de interés en USA (03/01/2001 a 11/12 2001)</b>	<b>Tasa inicial</b>	<b>Variación</b>	<b>Tasa de interés</b>
<b>03.01.2001</b>	6,75	-0,75	6,00
<b>31.01.2001</b>		-0,50	5,50
<b>20.03.2001</b>		-0,50	5,00
<b>18.04.2001</b>		-0,50	4,50
<b>15.05.2001</b>		-0,50	4,00
<b>27.06.2001</b>		-0,25	3,75
<b>21.08.2001</b>		-0,25	3,50
<b>17.09.2001</b>		-0,50	3,00
<b>02.10.2001</b>		-0,50	2,50

<sup>5</sup> Desde el 19 de marzo al 9 de abril de 2003.

<b>06.11.2001</b>	-0,50	2,00
<b>11.12.2001</b>	-0,25	1,75

A finales de 2002, los inversores bursátiles dominaron perfectamente, al menos durante un amplio periodo de tiempo, la Ley de Newton, todo lo que sube baja, pero no al revés.

Las pérdidas experimentadas por los inversores en Bolsa eran cuantiosas. El día 27 de septiembre de 2002, los principales índices bursátiles cerraban con las siguientes cotizaciones: el Dow Jones se encontraba en las cotas del 7.868'80, el Nasdaq por los mínimos de los 1.228,35 y el Ibex 35 cerraba con 5.630'60 puntos.

Para evitar que el efecto negativo derivado de la caída de las cotizaciones de los valores en las bolsas, extendida al resto de los títulos cotizados en los mercados de capitales del mundo, y con la finalidad de evitar su contagio a los demás mercados financieros internacionales y por extensión a la economía real, ya afectada por los efectos del terrorismo sobre las torres gemelas, se adoptaron un conjunto de medidas financieras y bursátiles en Estados Unidos que terminaron por imponerse a escala mundial.

Las medidas económicas y de política financiera para evitar el colapso de la economía real, se basaron fundamentalmente en fuertes bajadas de las tasas de interés, llegando a situarse a mediados de 2003 en el 0,1% en Japón, 1% en USA y el 2% en la Unión Europea. A esto se añadió el tipo de cambio flotante para la moneda estadounidense, el dolar.

<b>Evolución de la tasa de interés en los USA (06/11/2002 a 25/06/2003)</b>	<b>Tasa inicial</b>	<b>Variación</b>	<b>Tasa de interés</b>
<b>06.11.2002</b>	1,75	0,50	1,25
<b>25.06.2003</b>		0,25	1,00

La cotización del barril de petróleo estuvo hasta finales de agosto de 2002 en máximos históricos, fluctuando en una banda entre los 22 y 27 \$ y situándose la mayor parte del tiempo entre los 24 - 25 \$ el barril. Pero es a primeros de septiembre cuando comienza la escalada, viviendo el 6 de septiembre un día de histerismo en los mercados por el ataque de las tropas norteamericanas a un aeródromo a 430 Km al Oeste de Bagdad, el precio del barril alcanza 28'95 \$. A finales de ese mismo mes el barril de petróleo roza los 30\$<sup>6</sup>.

La espectacular caída de los mercados de valores en el mundo supuso para los Estados Unidos romper una racha de 60 años sin crisis largas, y para la Bolsa española vivir su tercer ciclo más negativo desde 1940, sólo superado por la crisis del petróleo en los setenta.

Entre los grandes crac y situaciones especiales de los grupos empresariales podemos resaltar: *ENRON* en el sector de la energía, *WORLDCOM* y la *GLOBAL CROSSING* en telecomunicaciones, *AOL TIME WARNER* en Internet, *ADELPHIA* sectorizada en la televisión por cable, *US AIRWAYS*, *UNITED AIRLINES* y *AMERICAN AIRLINES* compañías dedicadas a las aerolíneas, y *VIVENDI UNIVERSAL*, grupo galo en el sector del ocio, comunicación y multimedia.

Unos días antes al inicio de la guerra de Irak, conocida como la "Operación tormenta del desierto" entre los días 10 al 16 de marzo de 2003 las bolsas del mundo vuelven a caer a mínimos históricos.

<sup>6</sup> Ver "El petróleo amenaza la economía", El País Negocios, 29 de septiembre 2002, pág. 22

Una vez terminada la guerra de Irak, y de manera especial durante los meses de abril a mayo de 2003, es cuando se inicia un proceso de suave recuperación de los índices de las principales bolsas del mundo. En cierta manera, arrastrados por los avances de las cotizaciones de la Bolsa de Nueva York. Aun así, en la semana del 19 al 23 de mayo los índices de todas las bolsas del mundo registran unas fuertes pérdidas como consecuencia de los atentados de Al Qaeda en Arabia y Marruecos.

Sin embargo, con la brusca y continua caída del tipo de interés, el valor de los activos inmovilizados subía en espiral, la sensación de riqueza inmediata se apoderaba de los mercados de bienes, y la economía real pudo soportar lo que de inmediato pudo ser una fuerte recesión económica.

La conocida crisis de la burbuja de las tecnológicas tuvo, entre otros, los siguientes exponentes:

1. El desplome en los mercados financieros desde el 10 de marzo de 2000 hasta el verano de 2004. Todo se inició con la ruptura de la burbuja, que se había generado durante la década de los 90, con las fuertes alzas de las cotizaciones de las tecnológicas.
2. Mientras los mercados financieros se fueron desplomando lentamente en un periodo de dos años y medio, con fuertes reducciones de los tipos de interés, la economía real soportó en este espacio de tiempo el estrangulamiento que se producía en el sector financiero, al menos hasta el verano de 2004 cuando comienza un cambio de ciclo en la política monetaria.
3. Los efectos de la crisis en la economía real a nivel mundial fueron paliándose con la renovación de los préstamos por el FMI a los países que presentaron más precariedad en sus economías.

Es evidente que, cuando los intereses son bajos, por debajo incluso de las tasas de inflación, inmediatamente sube el valor de los activos, y en nuestro caso este fue el impulsor del mecanismo que fomentó la inversión en inmuebles.

El crédito bancario excesivo, por encima de la capacidad de pago y concentrado en el sector inmobiliario, produjo la espiral de precios que de manera inevitable comenzó a generar la “burbuja inmobiliaria”.

En España, tuvimos por estos años los casos de Gescartera, Fórum Filatélico y Afinsa. Esta última, detectada por la Inspección de Hacienda en 2003, y ordenada su intervención judicial el 9 de mayo de 2006, por la denuncia presentada por la Fiscalía Anticorrupción en la Audiencia Nacional. Estos casos supusieron fuertes daños a más de cuatrocientos sesenta mil pequeños y medianos ahorradores.

El 11 de marzo de 2004 España sufre los actos terroristas en la Estación de Atocha en Madrid.

## 1.4. En la búsqueda de la normalización monetaria y económica

El 30 de Junio de 2004, se produce el cambio de la política monetaria de la FED, comenzando el final de tasas bajas de interés. En el mes de Julio de 2004 las Bolsas reciben una nueva bajada de tipos que les hace perder cuanto habían recuperado en 2004; y comienzan las medidas de política económica que afectan seriamente a la economía real.

<b>Evolución de la tasa de interés (30/06/2004 a 31/01/2006)</b>	<b>Tasa inicial</b>	<b>Variación</b>	<b>Tasa de interés</b>
<b>30.06.2004</b>	1,00	0,25	1,25
<b>10.08.2004</b>		0,25	1,50
<b>21.09.2004</b>		0,25	1,75
<b>21.11.2004</b>		0,25	2,00
<b>14.12.2004</b>		0,25	2,25
<b>02.02.2005</b>		0,25	2,50
<b>22.03.2005</b>		0,25	2,75
<b>03.05.2005</b>		0,25	3,00
<b>30.06.2005</b>		0,25	3,25
<b>09.08.2005</b>		0,25	3,50
<b>20.09.2005</b>		0,25	3,75
<b>01.11.2005</b>		0,25	4,00
<b>13.12.2005</b>		0,25	4,25
<b>31.01.2006</b>		0,25	4,50

A finales de enero de 2006 Alan Greenspan se jubila como presidente de la FED, siendo relevado en el cargo por Ben Bernanke, tras haber subido el tipo de interés en catorce ocasiones y situarlo en el 4,5%.

La fuerte escalada de los precios del petróleo viene siendo la amenaza de fondo. El barril de petróleo alcanza los 37 dólares en abril 2004.

Es evidente que cuando se normaliza la tasa de interés se acaba con la bonanza que generan los intereses bajos, y empiezan a aparecer los males gestados por esa bonanza. No sólo dejan de subir los precios de los inmuebles, sino que quien necesita vender se ve obligado a ceder en precios; y en el verano de 2005 se observa un desplome en la venta de vivienda nueva en Estados Unidos.

## 1.5. La segunda crisis del siglo XXI: Las hipotecas “subprime” en los Estados Unidos

---

En las últimas décadas, prácticamente toda la venta directa al público se ha transformado en venta al contado y como mucho con tarjeta de crédito. Como se sabe el comercio tradicional con venta aplazada corría el enorme riesgo de vaciar sus existencias a cambio de documentos que más tarde eran incobrables.

Algo semejante les ocurrió a los bancos e intermediarios. Cuando se acabó la bonanza, todos los titulares de reducida solvencia de hipotecas (familias con reducidos ingresos, sin rentas, sin oficio y sin bienes) que compraron viviendas pensando en revenderlas a precios más altos, se vieron en la necesidad de entregar las llaves del inmueble. La morosidad en las entidades comenzó a ser insoportable, por lo que la primera alarma fue la falta de liquidez en los bancos y entidades financieras. De inmediato se redujeron los préstamos, cayeron los precios de las viviendas (al caer la demanda), y comenzó el pánico en los mercados de títulos hipotecarios.

Entre las muchas instituciones que declararon su anómala situación en los Estados Unidos como consecuencia de la burbuja inmobiliaria podemos resaltar las siguientes:

- 07/06/2007. El Banco de Inversiones *Bear Stearns* presenta su situación de dificultades financieras.
- 24/07/2007. Quiebra una de las grandes compañías de hipotecas *Countrywide Financial Corporation*.
- 31/07/2007 El Banco de Inversiones *Bear Stearns* presenta en su cuenta de resultados una fuerte caída de los beneficios.
- 06/08/2007 Una de las grandes compañías de financiación de hipotecas *America Home Mortgage Investment Corporation* se declara en quiebra.
- 09/08/2007. Estalla oficialmente la crisis de la “subprime” en los Estados Unidos.
- 15/09/2007. El gigante de los bancos inversores *Lehman Brother* se declara en quiebra.
- 24/10/2007. *Merrill Lynch* registra pérdidas en un trimestre por primera vez en sus 93 años de historia.
- 05/11/2007. *Citi group*, después de cesar a su presidente y consejero delegado, revisa a la baja sus resultados cuando los auditores le fuerzan a elevar sus provisiones por la crisis en ocho mil y once mil millones de dólares.

Al final de su legislatura, el presidente Bush en plena campaña electoral convoca a los candidatos de los dos grandes partidos,, y a los líderes mundiales del G7 y el G20 con el objetivo de coordinar medidas para contrarrestar la crisis mundial.

La política monetaria se basó en la inyección de liquidez, con diferentes vencimientos, coordinada por los bancos centrales nacionales, lo cual garantizaba su buen funcionamiento. El desafío consistía en que las grandes entidades financieras debían seguir saneando sus balances aumentando su capital y desarrollando estrategias de financiación que garantizaran el acceso a nuevos fondos. Al mismo tiempo estaban recibiendo instrucciones para una reestructuración a medio plazo por parte de diversas instituciones reguladoras, como el Foro de Estabilidad Financiera, el Joint Forum, el Comité de Supervisión de Basilea o el FMI.

Mientras tanto, el precio del barril del petróleo venía oscilando en el segundo semestre del 2007 entre los 70 \$ y 100 \$, suponiendo un encarecimiento de algo más de cuatro veces respecto a los precios a los que cotizaba a comienzos de siglo.

Y lo que era más importante para el mundo financiero mundial y muy especialmente para España, la crisis de las “subprime” produciría el fatal estrangulamiento del mercado internacional de la titulación de las hipotecas de vivienda, con el aumento de la desconfianza entre las propias entidades bancarias al no poder medir el riesgo de los demás, por desconocer la cantidad de activos tóxicos que efectivamente mantenían en su poder.

## 1.6. España convertida en el paraíso de la promoción inmobiliaria.

---

Como consecuencia de la entrada de España en la Unión Europea y la adopción de la moneda única, se produjo un inmediato efecto inflacionario por la aplicación del tipo de cambio peseta-euro. Esta subida de los precios fue especialmente notable en los artículos de consumo de pequeña cuantía y los activos inmovilizados. Si a esto añadimos el nuevo marco de concesión de hipotecas donde se movían Bancos y Cajas, con bajos tipos de interés, plazos entre 25 y 30 años y tasaciones infladas sobre el valor “real”; el aumento vertiginoso de la demanda hizo que el mercado inmobiliario se viese envuelto e un rápido recalentamiento de los precios de los inmuebles.

Es muy posible que los agentes económicos se equivocasen al valorar las alteraciones que produciría la introducción de crédito fácil y dinero barato en el sector inmobiliario. En España, la política de bajos tipos de interés produjo de inmediato una espiral de precios en la producción y comercialización inmobiliaria.

Sin embargo, el factor determinante en la subida de precios de la vivienda ha sido la evolución del precio repercutido del suelo. Entre otras, podemos señalar las siguientes razones:

a. El precio pagado por la repercusión del suelo se elevó en casi diez veces entre 1995 y 2007.<sup>7</sup>

b. La entidad financiera concedía un alto porcentaje del préstamo hipotecario al titular de la promoción basándose en el valor de tasación actualizado del solar (valor previsto), y no en su precio de adquisición, actualizado y corregido por la inflación. Este tipo de operaciones se convertirían a largo plazo en el factor más distorsionador para el sector, por dos motivos:

b.1. El excedente del valor tasado sobre el precio pagado o precio de adquisición del suelo permitió a los promotores, con ese dinero en caja, concurrir de manera continuada a nuevas subastas para la compra de solares.

b.2. En la formación del precio final de la vivienda se repercutía la proporción de la hipoteca conseguida del banco en vez de la proporción del precio pagado por el solar.

Ambas situaciones contribuyeron de forma muy acentuada en la formación de la espiral ascendente de los precios de las viviendas.<sup>8</sup>

El mercado financiero introdujo en la promoción de la vivienda durante éste periodo múltiples novedades:

Por una parte, la sensible demanda de la vivienda se alteró y aceleró por las nuevas condiciones de las hipotecas: La ampliación de los plazos de pago de las mismas pasando de 10 a 25 ó 30 años; la tasa de interés

---

<sup>7</sup> INE, Ministerio de la Vivienda y Ministerio de Fomento.

<sup>8</sup> Desde el momento que el valor de las tasaciones alcanzaban valores mucho más altos que los precios de adquisición.

situada entre el 18 y el 20 por ciento, pasó a ser el 4% y en algunos casos a tipos cercanos al 3%; y por último, las tasaciones alcanzaron, en muchas ocasiones, valores muy superiores al precio de compra de los inmuebles.

Durante estos años el crecimiento de los precios originaba tasaciones que permitían al comprador conseguir el préstamo por unos montantes lo suficientemente amplios para cubrir la adquisición de la vivienda, los gastos de la transmisión, el IVA repercutido en la operación, el amueblamiento de la misma, e incluso, en muchos casos, gastos adicionales (vacaciones, vehículos,...).

Fueron muchos los familiares que avalaron las operaciones de los titulares de las hipotecas; en un elevadísimo porcentaje a interés variable. Por lo que, ante el supuesto de potenciales dificultades en el pago de las mensualidades responderían éstos, aunque su situación personal implicase jubilación, enfermedad, o desempleo.

Por otra parte, los bancos y cajas comenzaron desde los noventa a titulizar las hipotecas concedidas a sus clientes sobre las viviendas. Estas hipotecas con el consentimiento de los titulares se convertían en activos titulizados (conocidas por cédulas hipotecarias) que se transmitían a terceros en los mercados financieros, especialmente a los bancos de inversión, las gestoras de fondos como productos UBS, etc.

Así pues, se produjo un sustancial cambio de filosofía en la política de los prestamistas, al convertir las hipotecas en productos no controlados por el órgano regulador. Con la titulización de las hipotecas sobre las viviendas desaparecían las limitaciones sobre el montante de préstamos con estas características a conceder por los bancos; estos préstamos hipotecarios computaban como préstamos concedidos a efectos de la cobertura de coeficientes ante el Banco de España.

Con este mecanismo, una vez que se enajenaban las cédulas hipotecarias, la entidad bancaria recuperaba la liquidez con una rentabilidad determinada, pudiendo prestar fondos de nuevo y repitiéndose el proceso de forma indefinida. Esta política de titulización convierte a la entidad crediticia en un mero intermediario del mercado financiero, ya que transmite el riesgo al adquirente de los títulos, y por tanto las consecuencias de la posible morosidad en el pago de las hipotecas.

Adicionalmente, es evidente que la introducción en España de dinero barato estableció en el mercado inmobiliario la ley de “la mensualidad”, de tal manera que, en una primera etapa, al comprador no le preocupó ni analizó el precio de la vivienda, ni las calidades, ni los periodos o plazos de pago de las hipotecas; sino que el razonamiento empleado para adquirir la vivienda se fundamentó en la capacidad para poder pagar “la mensualidad de la hipoteca”. Más tarde, como veremos, en la medida que iban subiendo los precios de la vivienda se iban trasladando a su vez esas subidas en la cantidad a pagar mensualmente del préstamo y fue precisamente la incapacidad de los potenciales compradores para hacer frente a las encarecidas “mensualidades de la hipoteca” la que colapsa el mercado.

La suma de estos factores, préstamos ilimitados, dinero barato y la ley de “la mensualidad”, provocó que el sistema financiero fomentase un creciente número de compradores de viviendas.

Como la oferta del mercado de la vivienda, por su propia rigidez,<sup>9</sup> no podía reaccionar con esta rapidez, la consecuencia fue la inmediata subida de los precios. España es el país europeo donde más se ha encarecido la vivienda en los últimos años. Desde 1997 hasta 2003, los precios han subido en un 150% y sólo en 2004 tuvo un aumento superior al 17%. En 2007 llegó a alcanzar el 183 % sobre precios de 1997<sup>10</sup>. Esta escalada de precios

---

<sup>9</sup> La rigidez de la oferta viene provocada porque el promotor de viviendas tiene que disponer de un periodo mínimo de gestión de solares, proyectos, etc. Mientras que ante la evolución de un factor como puede ser el tipo de interés o el precio la demanda reacciona con mucha sensibilidad.

<sup>10</sup> Banco de España. Índices indicadores de la construcción..

fue observada con preocupación y denunciada, entre otros, por organismos internacionales, el gobernador del Banco de España y el gobernador del Banco Central Europeo.

Uno de los grandes rasgos que presenta la construcción es que, a corto plazo, su comportamiento es muy rígido. Por ello, la facilidad crediticia originó de inmediato en el sector dos claras circunstancias: una, la inmediata, fue el aumento en forma de espiral del precio repercutido correspondiente al suelo, y como consecuencia de ello, una segunda, el aumento inmediato en la demanda; de vivienda para la formación de nuevos hogares y, de forma muy especial, especulativa. Al dar una entrada al inicio de la obra y ponerla a la venta durante el periodo de construcción se lograba un alto beneficio sobre el dinero invertido vendiendo el inmueble antes de acabar la obra.

No olvidemos, que el artículo 30.2 de la primera parte del Tratado Internacional que establece una Constitución para Europa, sostiene que el objetivo principal del sistema europeo de bancos centrales será mantener la estabilidad de los precios.

Lo cierto es que, en un país con dificultades para generar empleo y con una fuerte estabilidad salarial durante este periodo, los precios de la vivienda seguían subiendo desproporcionadamente, pero como todo el mundo ganaba dinero a nadie le interesaba escuchar las recomendaciones de los expertos.

La burbuja inmobiliaria producida en España ha originado una enorme cantidad de literatura, así como una confluencia de intereses económicos que presionan sobre el sector. Debemos tener en cuenta que durante la fiebre del ladrillo se olvidó de que el fin de la vivienda es social, para convertirse en un producto de inversión competidor con las inversiones financieras. De tal manera que la subida de precios inmobiliarios, según informes del Registro de la Propiedad, tanto en el 2003 como en el 2004 (17%), era el equivalente a lo que subieron las cotizaciones de los valores que componen el IBEX 35 durante estos mismos años.<sup>11</sup>

Fueron las aceleradas subidas de los precios y por tanto la repercusión en el aumento de las mensualidades de los préstamos los que provocaron la desaceleración del sector de la vivienda. Es obvio que desde el momento en que la hipoteca era de mayor cuantía, obligaba a los compradores a más altos niveles de endeudamiento y por su parte el propio ritmo disparatado de crecimiento del precio medio del metro cuadrado de la vivienda se veía difícilmente sostenible a largo plazo. Sin embargo, también es cierto que en este periodo crecieron el número de hipotecas y de adquisiciones de viviendas por los inmigrantes.

Unido a la paralización de las ventas de las viviendas a finales del verano de 2005, tal como era de pronosticar, pues la realidad se imponía, llegó el final de los intereses baratos. La tasa de interés en los Estados Unidos, como hemos visto, pasó desde mediados de 2004, del 1% al 2,25% a finales de año y al 3,25% a mediados del 2005, con una tendencia claramente alcista. Esta política monetaria se trasladó en poco tiempo a la Unión Europea, en la que el tipo de interés evolucionó como se muestra en el cuadro de la página siguiente.

El encarecimiento del dinero se trasladó directamente a las mensualidades de las hipotecas, que estaban firmadas en un alto porcentaje a interés variable, lo que supuso un gran problema para las familias que en muchos casos estaban endeudadas al límite de sus ingresos.

Europa, que adolece de la falta de la principal fuente de energía, el petróleo, es la que más iba a sufrir la inestabilidad de su precio en los mercados. El precio cotizaba tras los conflictos bélicos de Afganistán e Irak, en 55 dólares el barril. Si bien es cierto, que, aunque de forma puntual, la situación fue amortiguada por la caída del cambio del dólar con respecto al euro.

---

<sup>11</sup> Estadística Registral Inmobiliaria. Centro de Procesos Estadísticos de Colegio de Registradores.



<b>Evolución del euribor (06/12/2005 a 03/07/2008)</b>	<b>Tasa inicial</b>	<b>Variación</b>	<b>Tasa de interés</b>
<b>06.12.2005</b>	2,00	0,25	2,25
<b>28.02.2006</b>		0,25	2,50
<b>07.06.2006</b>		0,25	2,75
<b>03.08.2006</b>		0,25	3,00
<b>04.10.2006</b>		0,25	3,25
<b>07.12.2006</b>		0,25	3,50
<b>08.03.2007</b>		0,25	3,75
<b>01.10.2007</b>		0,25	4,00
<b>03.07.2008</b>		0,25	4,25

Esta tendencia ascendente del precio del petróleo, con sus implicaciones negativas en la economía real mundial, suponía una llamada de atención sobre los riesgos y los efectos que podía originar esta situación sobre los niveles de renta y los niveles de empleo en los países dependientes de esta fuente energética. Como es de suponer es un factor clave que afecta a la demanda en general.

## **1.7. El agotamiento del modelo: la crisis inmobiliaria en España.**

Durante el transcurso de 2005, viviendo plenamente en la etapa de bajos tipos de interés, con todas las facilidades bancarias en la concesión de las hipotecas y con el sistema de tasaciones en pleno auge, con gran sorpresa para el sector, a finales del verano de ese mismo año las empresas promotoras ven caer la venta de viviendas. Y por sus relaciones con la banca y las cajas de ahorros, son ellos los principales interesados en la falta de transparencia acerca de la caída de nuevos contratos de venta sobre viviendas.

Los medios oficiales no pudieron observar este fenómeno porque las promociones que se iniciaban y la que se encontraban en curso, mantenían el ritmo de sus obras, y el volumen de negocios se mantiene en la intimidad de las empresas promotoras, entidades bancarias y agentes mediadores. Por su parte, las estadísticas oficiales de los organismos públicos reflejan, con cierto retraso, Por el contrario, las estadísticas oficiales de los organismos públicos reflejan, con un cierto retraso sobre la del contrato de compraventa de las viviendas nuevas que se van terminando, se van entregando y se formalizan sus documentos públicos ante notario y a su vez, las hipotecas que se van subrogando los compradores. Sin embargo, la información oficial de las transmisiones de viviendas usadas es detectada de inmediato en el momento de elevar a público la compraventa.

Son los propios promotores los que se sorprenden cuando van comprobando que durante el periodo de construcción, que es la etapa en la que teóricamente deben venderse las viviendas, cae vertiginosamente la contratación y por ello, cuando se terminan las obras, se encuentran con dos novedosos acontecimientos:

Por una parte, por la proporción de la obra que se encuentra terminada y no vendida, tienen que hacer frente a las mensualidades de la hipoteca de la suma de los pisos no vendidos.

Y por la otra que, en el momento de entregar las viviendas al final de las obras, los compradores especulativos, que no han podido revender sus viviendas durante el periodo de construcción, se niegan a formalizar los documentos públicos de la compra, reclamando las cantidades entregadas, y en muchos casos renunciando y dando por perdidas las cantidades entregadas a cuenta.

Los promotores que observan la situación se preguntan ¿qué ha ocurrido para que las ventas se desplomen? La respuesta era muy sencilla. Muy pocos se percataron y analizaron la situación de los potenciales compradores, de tal manera que, cuando los precios de los pisos subían y subían, estos aumentos se traducían en un aumento de los montantes de los préstamos, lo que originaba un encarecimiento de las hipotecas. Estas subidas suponían un aumento de las mensualidades resultantes a pagar por el préstamo, haciéndose por días, inaccesibles a los potenciales compradores. Pensemos además que las familias más acomodadas ya habían comprado, y los potenciales compradores eran personas jóvenes, emigrantes, etc., con menos medios económicos, de tal manera que la sensibilidad de la demanda tenía otros nuevos planteamientos.

- El inversor en vivienda que compraba con la intención de alquilarla se encontró por un lado, con que gran parte de las familias habían dejado sus alquileres para acceder a la compra de su vivienda, y por otro que, al plantearse comprar un nuevo piso para este fin, dado el precio tan alto de los nuevos pisos, el alquiler que podían pagarle en el mercado no le era rentable.
- El inversor especulador que daba una entrada y pretendía revender en el periodo de construcción de las obras, veía que le costaba más tiempo vender, llegando incluso a renunciar a las cantidades entregadas si le forzaban a escriturar, porque la obra había terminado, le entregaban las llaves y tendría que subrogarse en la hipoteca.
- Respecto a los compradores que deseaban su vivienda para formar un nuevo hogar, se comprobó que la población con poder adquisitivo más alto ya habían comprado vivienda en su amplia mayoría, y que a los de menor capacidad de gasto el encarecimiento de las mensualidades les impedía el acceso, de tal manera que:
  - Para una amplia mayoría de familias trabajadoras el encarecimiento de la vivienda alcanzó unos precios para los que no había demanda.
  - Muchas familias optaron por rehabilitar sus viviendas antes que comprar una nueva.

Durante la fiebre inmobiliaria todo lo que se construía se vendía, pero como decía Adam Smith, todo mercado debe marcarse como objetivo moverse en una banda de precios, de tal manera que no es conveniente que bajen de un precio mínimo, para que puedan vivir en este caso los constructores, y no pasar de un precio máximo, para que no se paralice el mercado y se introduzcan elementos sustitutivos, como sucedió en la realidad.

## **1.8. La declaración de la crisis: octubre 2007 la crisis de la burbuja inmobiliaria.**

---

Este silencioso proceso de caída experimentado por la venta de viviendas se hace público en 2007, como hemos comentado, con el crack del mercado de las hipotecas “*subprime*” en los Estados Unidos.

El crash de la burbuja inmobiliaria estadounidense supuso la pérdida y desaparición del mercado de la titulización de las hipotecas de las viviendas en forma de cédulas hipotecarias, acontecimiento que originó de forma definitiva la crisis de la burbuja inmobiliaria.

El caso español se presenta inicialmente con características muy diferentes al de los Estados Unidos. Es distinto porque las hipotecas tienen garantías de los titulares<sup>12</sup>, y la entrega de llaves o renuncia a la vivienda no es tan fácil. El problema surge cuando a las entidades financieras se les ha cerrado el mercado donde vendían las titulaciones de las hipotecas. Desde ese momento, ya no importa continuar titulando las hipotecas de las viviendas ya que se presenta el problema de que nadie las compra.

Es evidente que la banca y las cajas de ahorro estaban acostumbradas a mantener una dinámica que les permitía fomentar los préstamos hipotecarios y recuperar posteriormente su liquidez vendiéndolas en el mercado con unas determinadas cuotas de rentabilidad.

Por el contrario, una vez que estalla la crisis a nivel mundial, la banca y las cajas de ahorros españolas se encuentran en una situación en la que no tienen medios para hacer frente a las necesidades financieras que presentan las empresas promotoras y constructoras.<sup>13</sup> La concentración crediticia en el sector no lo puede asumir con sus medios. Las imposiciones de sus clientes, que forman sus pasivos, son ínfimas para el volumen crediticio en el que están comprometidos.

Pero además, son muy pocas las entidades que tienen en sus activos los derechos de cobro suficientemente saneados, por la situación añadida que les presentan los créditos que mantienen con el sector público: Comunidades, Diputaciones, Ayuntamientos, etc., para hacer frente a sus clientes impositores.

En ese preciso momento se preguntan las entidades bancarias y cajas de ahorros ¿Qué se puede hacer con las viviendas terminadas y no vendidas en manos de los promotores?, igualmente, ¿qué hacer con las promociones en curso?, y más aún, ¿qué se hace con los solares que se han comprado con préstamos bancarios?, todos saben que se han convertido en activos tóxicos.

La solución inmediata empleada por las entidades bancarias fue la renovación de los préstamos aun sabiendo de antemano que los promotores no vendían ni tenían expectativas de vender durante el periodo aplazado.

No podemos olvidar que además vivimos casi un año con una alocada espiral de subida de los precios del petróleo, desde septiembre 2007 a finales de junio 2008, en el que prácticamente duplicó el precio del barril. Situación que produjo una fuerte elevación del precio de los combustibles a los consumidores.

Expresado en \$	Precios mínimos	Precios máximos
Septiembre 2007	54,51	76,58
Finales de junio 2008	93,02	147,26

<sup>12</sup> En nuestro país el Código Civil establece que el deudor responderá de sus deudas con todos los bienes presentes y futuros.

<sup>13</sup> Por el montante de los préstamos hipotecarios concedidos a la promoción y por el contrario las viviendas se encontraban terminadas o en fase de construcción y sin vender.

## 1.9. Las claves a superar para salir del stock de las viviendas y posterior recuperación del sector

---

Al igual que en Japón se optó por superar la crisis inmobiliaria de los noventa sin originar desempleo y en los Estados Unidos por que fuese el mercado el que regulase los precios (lo que supuso la flotación de los precios de las viviendas); nuestra cultura no nos permite concebir un ajuste a la baja de los precios de la vivienda.

Es evidente que existe una considerable demanda de viviendas para formar nuevos hogares, pero al vivir en, prácticamente, una continua congelación salarial, los ingresos no permiten pagar los precios inflados del mercado. Esta situación está acentuada por la restricción del crédito por parte de las entidades financieras, que supone el cierre de multitud de empresas, grandes masas de personas que van perdiendo su empleo y pasan a engrosar las cifras del paro, y de muchos profesionales y autónomos que se quedan en la mayor precariedad.

Mientras, la solución definitiva pasa por definir quién se hace cargo de los activos tóxicos, y el secreto de esta operación es despejar la incógnita sobre quién asume las pérdidas que conllevan en sí mismos (concretamente hablamos de la pérdida existente por la diferencia entre el valor de las cantidades por las que están hipotecados los pisos con respecto al precio que pueden alcanzar en el mercado). Y como es evidente, ante la falta de expectativas de una demanda a esos precios en el mercado, cuanto más retrase la operación de enajenar estos activos más se retrasará la salida de la problemática del sector.

Son muchos los expertos del mercado que indican que la potencial reanudación de las actividades inmobiliarias pasa por una clara política de bajada de precios que pueda alcanzar la demanda efectiva. De lo contrario, toda política encaminada a mantener los precios originará que la salida del stock sea de larga duración.

## 1.10. El gran reto nacional: Desde la España en estado “For sale” a la salida de la crisis.

---

Como decía Milton Friedman<sup>14</sup>, a sus 90 años, sobre la crisis de 2001 de las punto com, pese al suave crecimiento económico y al fantasma de la guerra que tenía amenazado a Wall Street, él consideraba que el mundo estaba mejor que nunca.

A comienzos de siglo se goza a nivel mundial de más libertad, más democracia, mayor grado de bienestar y más evolucionado que en cualquier tiempo anterior. Es evidente que las crisis siempre tienen salida y lo acertado es como poner los medios para buscarla.

¿Cuándo y cómo se afronta el ajuste del stock de viviendas hipotecadas por los bancos?

Como sucede siempre, cuando los negocios van mal sus titulares tratan de seguir la vida empresarial, sin reconocer la realidad, pero estas situaciones sólo tienen un final, y éste se produce en el momento que la banca les deja de facilitar liquidez. Por este motivo, tenemos que reconocer y hacer público que ha existido un gran retraso desde que las autoridades monetarias y organismos internacionales avisaron de los grandes riesgos que originaría la burbuja inmobiliaria hasta que, como era inevitable, llegó el momento del estrangulamiento inmobiliario con la práctica desaparición del mercado de las titulaciones de las hipotecas.

---

<sup>14</sup> Ver Expansión 28 de septiembre de 2002

Es por ello, por lo que se han producido dos periodos perdidos y perfectamente diferenciados para que se iniciase el ajuste de nuestra economía, y son precisamente estos períodos los que ha originado el enorme volumen que han alcanzado los activos tóxicos:

- Un primer periodo que se inicia a finales de verano de 2005, con la caída de la venta de las viviendas, y dura hasta la declaración de la crisis “*subprime*” en los Estados Unidos en 2007.
- Y un segundo desde que desemboca la crisis hasta la fecha de este trabajo, en la que nadie quiere asumir la impopularidad de las medidas a tomar.

Nadie discute que el sector del turismo además de su contribución al PIB es el que nos proporciona las divisas, y que de igual manera el sector inmobiliario ha tenido una alta aportación al PIB y generado un alto nivel de empleo. Pero además, venía contribuyendo a un gran reparto de la riqueza. El sector servía a la financiación de las entidades locales, lograba que se alcanzara un alto nivel de actividad económica en todos los oficios y sectores, los bancos veían un negocio apetitoso y el Sector Público lograba recaudar altas cuantías en los impuestos. El nivel de vida subía y la riqueza se repartía entre toda la población permitiendo a todos comprar coches, viajar, comprar activos, etc.

Al romperse el modelo sin tener otra alternativa, el país queda en una situación que requiere de muchas medidas y todas ellas impopulares.

- ¿Por qué se destruye el tejido empresarial?

Como sucede en toda época de bonanza todo se ve color de rosas, y no es fácil para nadie situarse en contra de una corriente y euforia colectiva en pleno furor. Pero lo que nadie espera es que el famoso efecto multiplicador de la teoría keynesiana también se cumpla en las recesiones pero en sentido inverso.<sup>15</sup> Cuando se crea una fábrica, por cada nuevo puesto de trabajo directo se pueden crear dos, tres o cuatro puestos indirectos. Pero cuando se cierra la fábrica, sucede lo mismo pero a la inversa; por la pérdida de cada puesto de trabajo directo, se pierden otros tantos puestos de trabajo indirectos.

Cuando se conoce la crisis de las “*subprime*” los bancos y cajas de ahorros son conscientes del problema de falta total de liquidez que supone el cierre del mercado de las titulizaciones de las hipotecas de vivienda. Sencillamente, no disponen de liquidez para soportar con sus medios el volumen de las hipotecas de las viviendas no vendidas, más las que están en fase de promoción, y esto unido a las deudas del sector público.

Cuando no hay dinero, aparte de los sistemas de salvaguardia para impedir la quiebra de los bancos y cajas de ahorros, lo cierto es que a la economía real se le cierra la liquidez de inmediato, y con ello se produce un masivo cierre de actividades, empresas y un alto nivel de desempleo.

Las consecuencias y efectos que producirá la pérdida masiva de empresas, bien por el cierre total de sus actividades, o bien, por la falta de medios financieros, es muy posible que no se haya estudiado ni analizado en profundidad. La apertura en su día de nuevas empresas generadoras de empleo no será tan fácil, pues no lo será volver a crecer en un mundo robotizado, informatizado y con la fuerte competencia de los mercados de los productos altamente competitivos procedentes de los países emergentes. La creación de nuevas actividades y nuevas empresas no es una broma y requiere más rigor que las simples palabras.

Ante la opinión de que nos tenemos que acostumbrar a vivir con una nueva tasa de paro nos vemos obligados a reflexionar y pensar si disponemos de los medios suficientes para poderlo soportar.

---

<sup>15</sup> Por lo que en las recesiones se convierte en un efecto divisor.

Es evidente que la reanudación de las actividades en el sector inmobiliario y de la construcción pasa por plantearnos previamente como encaja el mercado el stock de inmuebles existentes. Ello requerirá tiempo o fuertes descuentos sobre los precios actuales.

- ¿Por qué se genera un paro masivo?

Es evidente que esta caótica situación tiene el efecto multiplicador a la inversa y desde el momento que cae la actividad económica generadora de empleo y se cierran masivamente las empresas vemos como se destruye el empleo; y por el llamado efecto domino con carácter acumulativo.

Esta situación tiene como efecto inmediato más gasto público para atender el desempleo y a su vez un creciente déficit de la balanza fiscal (el Estado ingresa el 50% de los gastos presupuestados), que únicamente puede cubrir con más endeudamiento del Sector Público.

Pero además, el aumento de la morosidad por las personas que pierden el empleo, origina dificultades para pagar sus hipotecas o alquileres y por tanto más dificultades para vender el stock de viviendas (que en España se estima en más de un millón).

Aparte de las necesarias y urgentes medidas generadoras de empleo, es básico e inminente ordenar la situación de la bolsa de paro. La actual situación no puede soportar, económicamente, que puedan permanecer en ella personas trabajando sin cotizar a la seguridad social. Es preciso sacar de ella a la economía sumergida y a las personas que mantienen esta situación como un medio de vida. La verdadera recuperación del país viene determinada por alcanzar niveles de paro que sean sostenibles.

- Un reto para la rehabilitación del sector:

El futuro del sector inmobiliario pasa porque razonemos que el precio de una vivienda, para una familia que desea crear un nuevo hogar, es un factor sobre los ingresos anuales familiares que podrá situarse aproximadamente en tres o cuatro anualidades, pero nunca en ocho o diez anualidades como ha llegado a suceder.

Sin duda, un potencial repunte del sector debe pasar por el análisis de la situación poblacional. Como es conocido, desde 1990 la población española se caracteriza por una escasa tasa de natalidad, y por estar envejeciendo a un ritmo acelerado, Ello supone que la famosa pirámide poblacional es completamente diferente. En la actualidad la representación grafica de la población es como la de un árbol. Por abajo hasta los 22 años es como un tronco de árbol y encima tiene una especie de rombo.

Igualmente un nuevo auge del sector debe contar con la gran cantidad de viviendas vacías y sin ocupar, que más tarde o más temprano la legislación debe contemplar.

- ¿Qué se está haciendo?

Entre las medidas económicas que el gobierno tramita en la actualidad debemos resaltar, a efectos de garantía, la posibilidad de inscribir los bienes inmuebles pertenecientes a los Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos Titulizados de Activos en el Registro de la Propiedad.<sup>16</sup>

Antes de cerrar este trabajo, por su actualidad, deseamos resaltar determinadas noticias que marcan las tendencias más recientes:

---

<sup>16</sup> R. D. Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, BOE nº 89 de 13 de abril 2010.

Los medios de comunicación nos informan que, mientras estamos realizando este trabajo, el día 16 de abril 2010, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) acusa de fraude a *Goldman Sachs* por tergiversar y omitir datos clave sobre un producto bajo el formato CDO de RMBS de hipotecas subprime denominado Abacus – 2007-1.

Ciertamente, uno de los problemas más graves de la presente crisis financiera - inmobiliaria es conocer el alcance de sus dimensiones.

La prensa del 20 de abril<sup>17</sup> comunicaba que el banco de inversión *EBN Banco* (participado por cajas) y Caja Madrid, siguiendo los criterios de lo que en su día se llamo el *Obama Bank*, lanza un fondo denominado “Cédulas TdA 18” que dotará a las entidades financieras con 20.000 millones de euros. El Fondo es gestionado por la entidad (*TdA*) *Titulización de Activos*. A través de este vehículo, las entidades se unen para emitir cédulas multicontributivas, y está destinado a garantizar liquidez a aquellas entidades que se encuentren en proceso de fusión. Aunque para cumplir con Basilea III las entidades españolas necesitaran unos trescientos mil millones de euros. Este asunto, unido al retraso de las soluciones al caso de Grecia, es lo que ha permitido que tan pronto lo ha aireado la prensa internacional se ha producido el desplome de las bolsas europeas y especialmente la española.

Cuando la situación española salta a los medios de comunicación, sin duda desencadenada por los acontecimientos de Grecia, el desplome de las bolsas fue inevitable durante los primeros días de mayo de 2010, especialmente para la española. El domingo nueve de mayo de 2010 la eurozona acuerda un plan de rescate aportando una financiación de 750 mil millones de euros en defensa de las especulaciones sobre la moneda única. El Lunes 10 de mayo se produce una subida record del Ibex-35, el 14,43 %.

### 1.11. Las medidas de ajuste en España del 12 de mayo de 2010.

Desde 2009 el Gobierno ha ido lanzando de manera continua una serie de medidas (unas de choque al empleo y otras con fines estrictamente recaudatorios) más o menos acertadas, pero todas ellas de escaso calado para la dimensión de las necesidades y las circunstancias.

El plan “E”, por su precipitación, supuso un mayor endeudamiento en cuantías relevantes, para ser empleado, en vez de en crear riqueza, en el embellecimiento de las calles y plazas de los pueblos y ciudades de España. Entre las medidas recaudatorias, aparte de subir los impuestos especiales, como los carburantes, alcohol y el tabaco, se subieron desde el día uno de enero 2010 las retenciones por las rentas del capital mobiliario<sup>18</sup> y los alquileres al 19%, y el Impuesto del Valor Añadido pasando el tipo general del 16% al 18% y el reducido del 7% al 8%, desde el día uno de julio de 2010.

Por fin tras las fuertes presiones, a nivel internacional, el Presidente del Gobierno plantea en el Parlamento una serie de medidas urgentes de ajuste de la economía que venían marcadas desde Europa:

	<b>Ahorro previsto las medidas del ajuste</b>	<b>Millones de €</b>
<b>Funcionarios</b>	Recortes de sueldos de los funcionarios de forma proporcional un 5% de media (con el tope del 15%) desde junio de 2010 y congelación en 2011.	<b>4.000</b>

<sup>17</sup> Ver Expansión, martes 24 de abril 2010.

<sup>18</sup> Para posteriormente, al supera los seis mil euros, tributar en el IRPF al 21% como rentas del ahorro.

<b>Pensionistas</b>	Se suspende en 2011 la revalorización de las pensiones. Excepto las no contributivas y pensiones mínimas.	<b>1.500</b>
<b>Jubilaciones</b>	Se eliminan las ayudas a jubilaciones anticipadas. Eliminando el régimen transitorio para la jubilación parcial de la Ley 40/2007.	
<b>Cheque bebé</b>	Eliminar la prestación por nacimiento del cheque de los 2.500 euros a partir del uno de enero de 2011.	<b>1.500</b>
<b>Gastos farmacéuticos</b>	Revisar el precio de los medicamentos (no los de referencia) y adecuar las unidades del envase a la duración estándar del tratamiento.	
<b>Ley dependencia</b>	Suprimir para nuevos solicitantes la retroactividad del pago por dependencia al día de la presentación.	
<b>Ayuda al desarrollo</b>	Se reduce la ayuda oficial al desarrollo.	<b>600</b>
<b>Inversión Pública</b>	Se reduce la inversión pública estatal en los dos próximos años.	<b>6.045</b>
<b>Ahorro de las CCAA</b>	Autonomías y Ayuntamiento tendrán que ahorrar	<b>1.500</b>

La primera percepción que detecta la población es que son medidas inevitables, pero muy duras, improvisadas, y sin conocer sus repercusiones y trascendencia. Y lo que es peor, por la forma en que se ha realizado, el ciudadano tiene la sensación de que hemos comenzado a ser un país intervenido por Europa. El pueblo llega incluso a percibir que como sucede siempre “paga justo por pecador” y además, que muchas de estas medidas servirán para causar más daños a la economía real. En resumen, es la confirmación de la pérdida del estado del bienestar.

Y tras un día de color verde en las bolsas, al día siguiente sigue apareciendo el color rojo en todas las bolsas mundiales y de forma muy especial en la española.

No es fácil para el ciudadano medio comprender el papel que juegan las agencias de calificación de riesgos. Durante un tiempo jugaron a ser los árbitros en las acreditaciones con una triple A (AAA), otorgando con ello las mejores bondades a los CDO que tenían la garantía de las hipotecas “subprime” en cantidades sin límites. Y son ellas mismas las que, en la actualidad, someten a los mercados a unas fuertes presiones, sembrando el pánico generalizado en las cotizaciones de los valores en los mercados internacionales.

Sin embargo a nivel internacional los productos no regulados siguen vivos, de tal manera que se sigue fomentando la titulización de los seguros de vida y otros productos similares, siendo muchas las voces que anuncian que la crisis puede presentar una “W”, es decir, que después de una gran caída puede venir la segunda.



## 2. La evolución de las grandes magnitudes del entorno.

*El punto de partida del proceso de formación de la burbuja crediticia, que da lugar a los excesos en el mercado inmobiliario, radica en el mantenimiento prolongado de unos tipos de interés muy bajos en Estados Unidos. Después del pinchazo de la burbuja tecnológica, la Reserva Federal adoptó como medida, la bajada de los tipos de interés, buscando una reactivación de la economía a través del consumo. El problema radica en que los tipos de interés se mantuvieron muy bajos durante un periodo superior del necesario, ya que deberían de haberse aumentado cuando la economía comenzó a recuperarse (García, 2009).<sup>19</sup>*

La crisis crediticia se extendió en el ámbito internacional afectando a todos los países. En España, la crisis financiera ha venido acompañada de una crisis de la economía real afectando de una manera muy acusada al sector inmobiliario y de la construcción.

El periodo de análisis que abarca el presente estudio parte de una situación de bonanza y crecimiento económico que perdura hasta 2007. Sin embargo, a partir de 2008, todas las estadísticas relacionadas con el mercado inmobiliario han experimentado de forma acusada los efectos de la crisis económica y financiera.

Las estadísticas relacionadas con la demanda del sector inmobiliario muestran una caída generalizada de todos los posibles factores potenciadores de la misma. A continuación exponemos aquellos que consideramos de mayor relevancia.

### 2.1. Evolución de la población española.

En el periodo que abarca el análisis de nuestro estudio, la evolución de la población residente en España ha sufrido un punto de inflexión en cuanto a su tasa de crecimiento. Aunque la población española lleva un largo periodo en constante crecimiento y las estimaciones realizadas indican que esta tendencia continuará en el futuro próximo, las tasas de crecimiento de la población residente en España han sufrido una importante desaceleración a partir de año 2008. Uno de los factores clave en esta desaceleración ha sido el brusco descenso la migración exterior en España. La migración exterior ha representado entre el 84% y el 92,8% del crecimiento demográfico anual en España entre los años 2002 y 2007. EL INE baraja la hipótesis de que entre 2009 y 2011, la migración exterior sufrirá un brusco descenso según sus estimaciones (Tabla 2.2).

Crecimiento de la población de España: estimaciones de la población actual			
Años	Población residente a 1 de enero	Crecimiento Poblacional	
		Absoluto	Relativo
2002	40.964.244		
2003	41.663.702	699.458	1,71
2004	42.345.342	681.640	1,64
2005	43.038.035	692.693	1,64

<sup>19</sup> García Montalvo, J. (2009) "Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera." Papeles de Economía Española, nº 122

<b>2006</b>	43.758.250	720.215	1,67
<b>2007</b>	44.474.631	716.381	1,64
<b>2008</b>	45.283.259	808.628	1,82
<b>2009</b>	45.865.740	582.481	1,29

**Tabla 2.1**  
Fuente: INE 2009

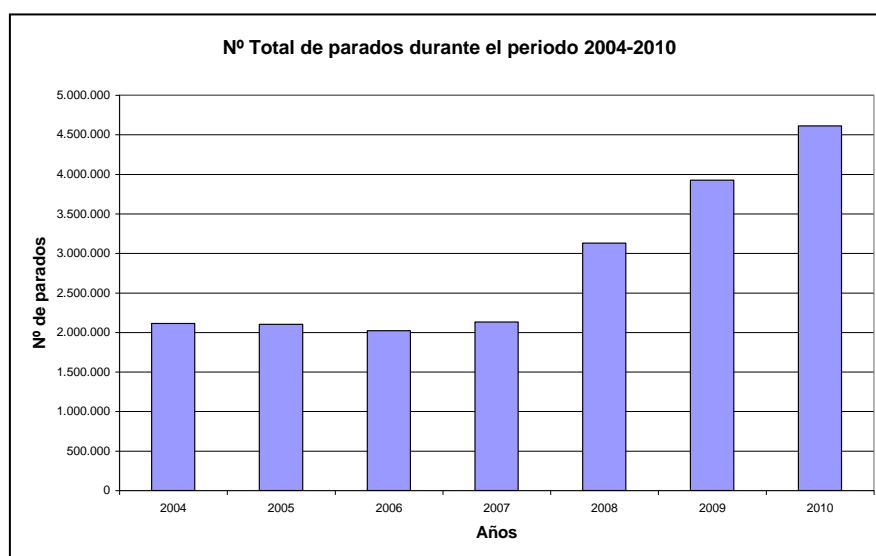
**Crecimiento de la población de España: proyección de la población a corto plazo**

<b>Años</b>	<b>Población residente a 1 de enero</b>	<b>Crecimiento Poblacional</b>	
		<b>Absoluto</b>	<b>Relativo</b>
<b>2010</b>	46.256.319	390.579	0,85
<b>2011</b>	46.597.205	340.886	0,74
<b>2012</b>	46.949.657	352.453	0,76
<b>2013</b>	47.306.907	357.250	0,76
<b>2014</b>	47.664.946	358.039	0,76
<b>2015</b>	48.021.707	356.761	0,75
<b>2016</b>	48.376.828	355.121	0,74
<b>2017</b>	48.730.588	353.760	0,73
<b>2018</b>	49.084.332	353.744	0,73

**Tabla 2.2**  
Fuente: INE 2009

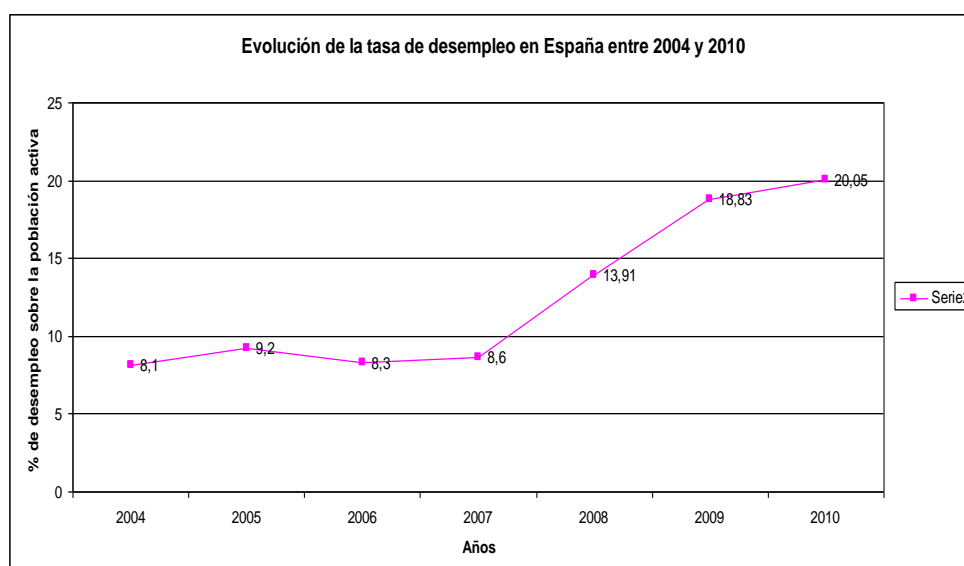
## 2.2. Evolución de la tasa de desempleo

Un importante factor con gran capacidad de influir en la demanda de viviendas se encuentra en la tasa de desempleo. Como se puede observar en las siguientes tablas (Gráfico 2.1 y Gráfico 2.2), entre los años 2004 y 2007 aún se gozaba de una tendencia a la baja en las tasas de desempleo, situación estable desde mediados de los años 90. Sin embargo, a partir de 2008, el impacto de la crisis económica sobre el empleo se ha dejado notar de manera dramática, llegando casi a triplicarse en tan solo 3 años. Ante este escenario y la escasez de indicios de recuperación económica en un futuro próximo, las expectativas de mantener o encontrar un empleo estable para gran parte de la población española son escasas. La decisión de compra de una vivienda requiere, como condición necesaria para la mayoría de los potenciales compradores, una expectativa clara del mantenimiento del empleo a largo plazo; y ante la coyuntura de la presente crisis económica, son pocos los ciudadanos españoles que pueden mantener dicha expectativa.



**Gráfico 2.1**

**Fuente: Instituto Nacional de Empleo (INEM)**



**Gráfico 2.2**

**Fuente: INE (estadísticas por periodos)**

### 2.3. Evolución de los tipos de interés y el número de créditos

Con respecto a la evolución de la tasa de interés también es posible advertir dos tendencias en el periodo de estudio de nuestro análisis. Durante la mayor parte del periodo la tasa de interés interanual ha mantenido una tendencia creciente. No obstante, dicha tasa sufre un brusco descenso en el ejercicio 2009. En principio, este descenso constituye un elemento facilitador en el contrato de préstamos hipotecarios, sin embargo, en el gráfico 2.4 se puede observar que el número de hipotecas constituidas durante el ejercicio 2008 ha continuado descendiendo debido a la paralización del mercado crediticio provocado por la crisis financiera internacional.

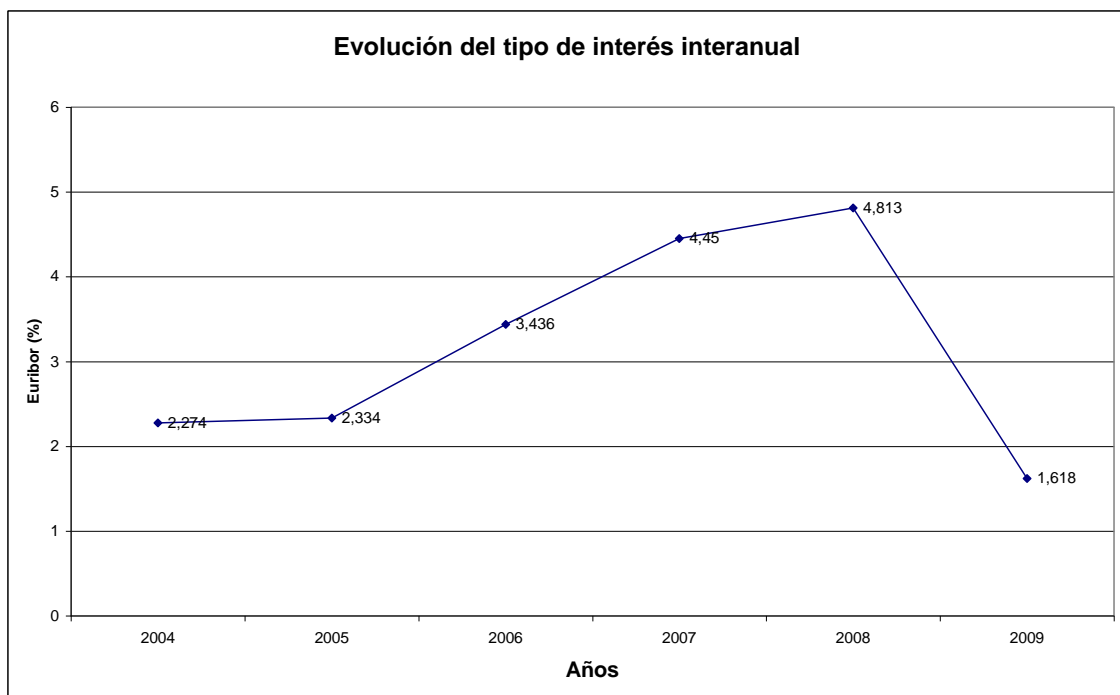


Gráfico 2.3

Fuente: Asociación Hipotecaria Española (resúmenes anuales del mercado hipotecario)

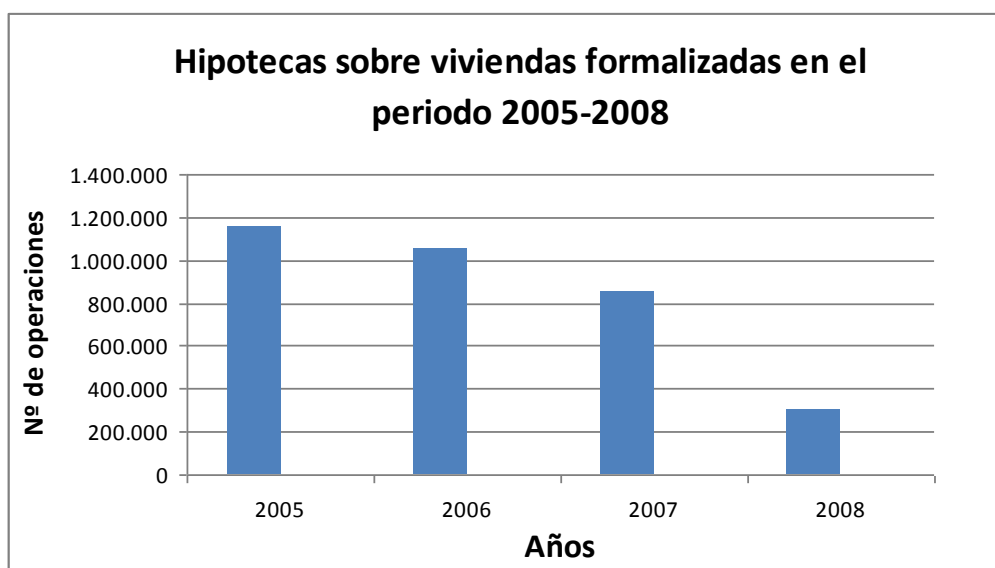


Gráfico 2.4

Fuente: Asociación Hipotecaria Española (resúmenes anuales del mercado hipotecario)

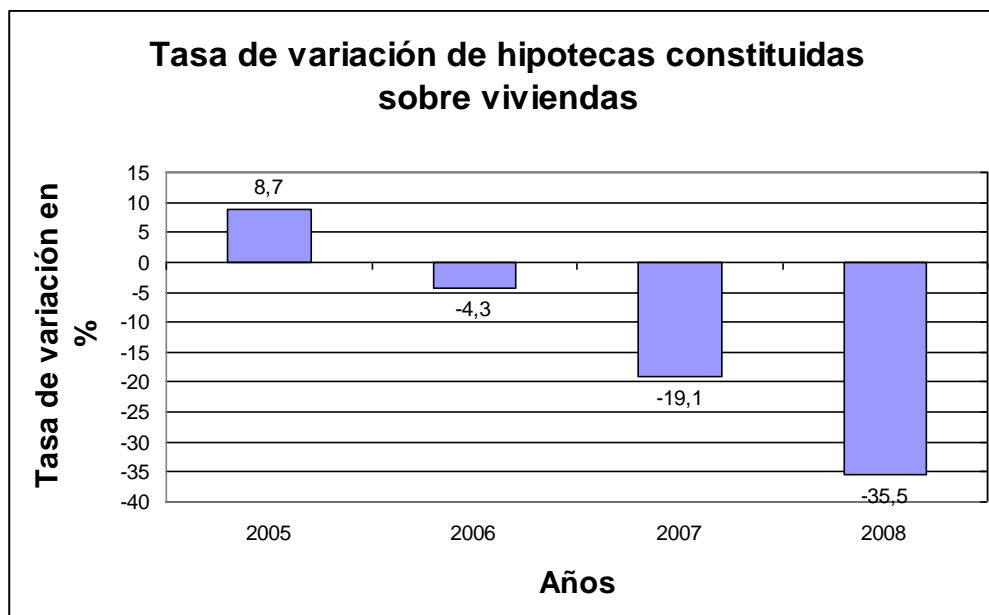


Gráfico 2.5

Fuente: Asociación Hipotecaria Española (resúmenes anuales del mercado hipotecario)

## 2.4. Número de transacciones de viviendas

En línea con los indicadores anteriores, el número de transacciones de viviendas alcanzó su máximo en 2006 en relación a las transacciones globales, y en 2007 en relación a las transacciones de vivienda nueva. Entre 2008 y 2009, a pesar de que las tasas de interés interanuales descendieron, el número de transacciones disminuyó considerablemente. Esta disminución ha sido más notoria en relación al número de transacciones de viviendas totales que al número de transacciones de vivienda nueva (Gráfico 2.6)

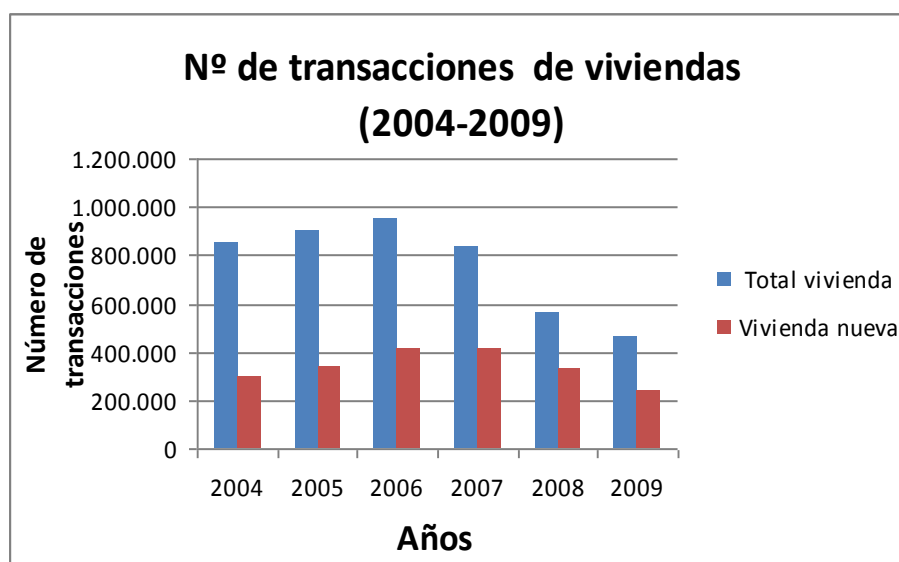


Gráfico 2.6

Fuente: Ministerio de Vivienda

En relación a las estadísticas de factores relacionados con las empresas constructoras e inmobiliarias, los indicadores también evidencian el fuerte impacto de la crisis económica sobre el sector.

## 2.5. Evolución de la proporción del PIB con los sectores

La importancia económica de cualquier sector se refleja a través de agregados macroeconómicos usualmente utilizados como indicadores globales de todo el sistema económico. Un indicador económico a destacar es el Producto Interior Bruto (PIB en adelante), que a través del él podemos medir el crecimiento económico y la participación que un sector tiene en la economía de nuestro país.

La participación en el PIB del sector de la construcción ha girado en torno al **9,5-10,5%** durante el periodo de estudio. Dicho porcentaje manifiesta el gran peso que representa esta rama en la economía nacional. Tal y como afirman Fernández y Fuentes (2007), *“El sector de la construcción es uno de los sectores económicos vertebrales de cualquier país, lo que es confirmado por su contribución en el Producto Interior Bruto como por el notable efecto multiplicador que posee sobre el resto de las ramas de la economía, a través del alto contenido en consumos intermedios de su producción”*<sup>20</sup>.

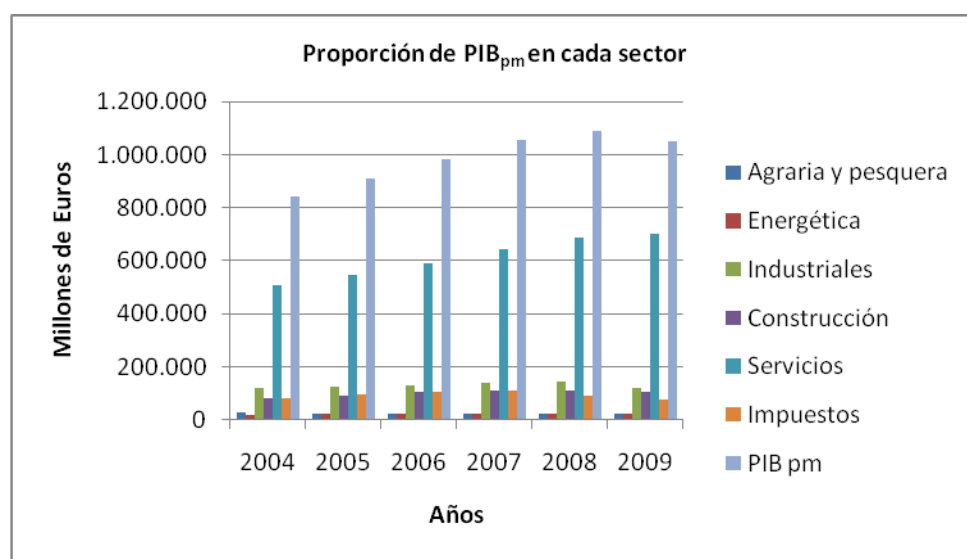


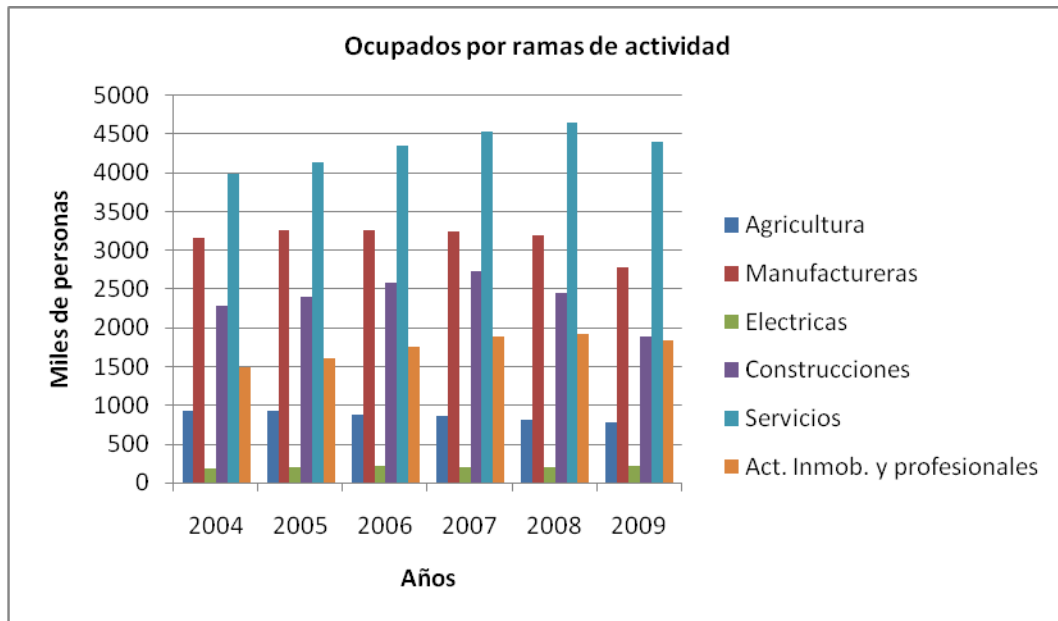
Gráfico 2.7

Fuente: Banco de España

## 2.6. Evolución del empleo en el sector de la construcción

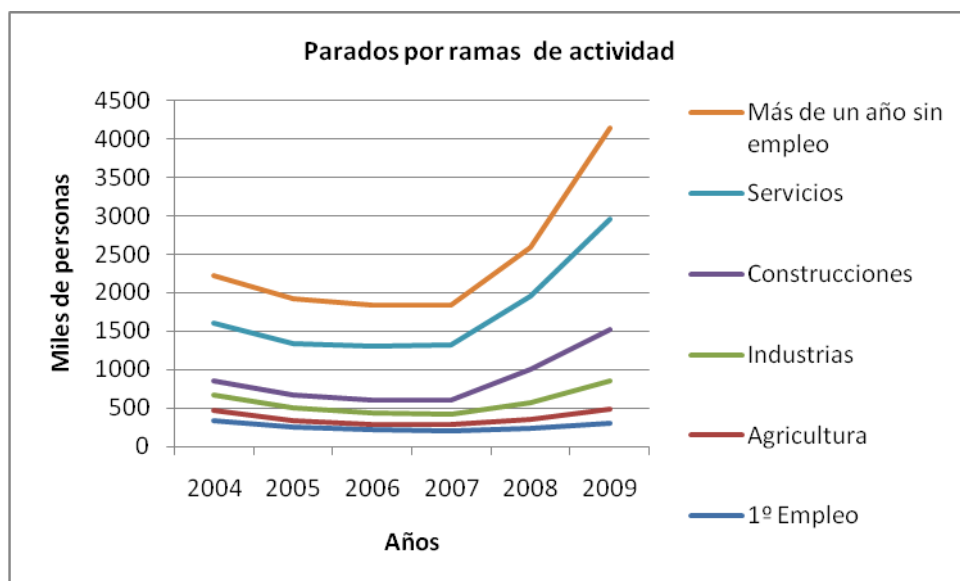
El sector de la construcción tiene un importante papel como generador de empleo directo, ya que es un sector que utiliza de manera intensiva la mano de obra. En comparación con el resto de sectores es el que mayor capacidad ostenta en cuanto a nivel de ocupación (en el periodo de estudio oscila entre un 12,6% y un 13%) y el más sensible a las condiciones económicas del entorno. Como podemos observar en el siguiente gráfico, el empleo aumenta de manera más intensa que en el resto de actividades durante los primeros años del estudio y, a partir del 2008, el empleo en el sector de la construcción sufre una disminución por encima de la del resto de ramas de la economía española, ya que es una de las ramas más afectadas por la crisis.

<sup>20</sup>Fernández Fernández, M. y Fuentes Castro, D. (2007) “El sector de la construcción en España. Efectos económicos y prospectivos.” Boletín Económico de ICE nº 2928.



**Gráfico 2.8**  
Fuente: Banco de España

Este mismo efecto lo podemos comprobar también a través del índice de paro por sectores. Tal y como se muestra en la siguiente gráfica, el número de parados durante el periodo de estudio disminuye o se estanca hasta finales del 2007, pero a partir este momento el paro comienza a aumentar fundamentalmente en el sector de la construcción y servicios. A través del gráfico, también podemos advertir, que en ese mismo momento las personas que se han quedado sin trabajo tienen dificultades para encontrar otro empleo, tal y como indica la pronunciada pendiente ascendente de la línea “más de un año sin empleo”.



**Gráfico 2.9**  
Fuente: Banco de España

## 2.7. Evolución de los precios de la vivienda

El aumento de los precios de la vivienda responde ante todo a un fuerte impulso de la demanda, como resultado derivado de la evolución demográfica, económica y del mercado de financiación de la misma. Esto, unido a que es un mercado con una oferta rígida, puede provocar que cuando la demanda se adelanta a la oferta, se pueden obtener elevados beneficios por parte de los oferentes. Los largos periodos de tiempo que transcurren desde que se inicia una construcción hasta que se termina hacen que ante un aumento considerable de la demanda se produzcan incrementos en los precios.

Por otra parte, de acuerdo con el gráfico siguiente, durante el periodo analizado, los precios de la vivienda muestran una tendencia creciente de manera homogénea y generalizada en lo que se refiere a las viviendas libres (de más y de menos de dos años de antigüedad). También es posible observar los efectos de la crisis económica, ya que a partir del 2008 se produce un estancamiento en los precios, comenzando a disminuir a partir del 2009.

El aumento de los precios en España ha tenido lugar en un contexto de bonanza económica con un notable crecimiento de la renta disponible en los hogares y del empleo y, con un aumento de la población española provocado principalmente movimientos migratorios. Esto, unido a la reducción de los tipos de interés y de las tasas de inflación ha estimulado la demanda de viviendas. La facilidad de acceso a la financiación hipotecaria junto con la visualización de la adquisición inmobiliaria como una inversión rentable ha influido de manera determinante en las decisiones de inversión de las familias españolas. El incremento del número de viviendas en propiedad y el aumento en sus precios supuso una sensación de mayor riqueza en los hogares españoles, sin embargo, en realidad, lo que se produjo fue un aumento del endeudamiento. En el momento en que se produce el estallido de la burbuja inmobiliaria, la expectativa de que los precios de la vivienda no podían bajar se vio falsada por la realidad.

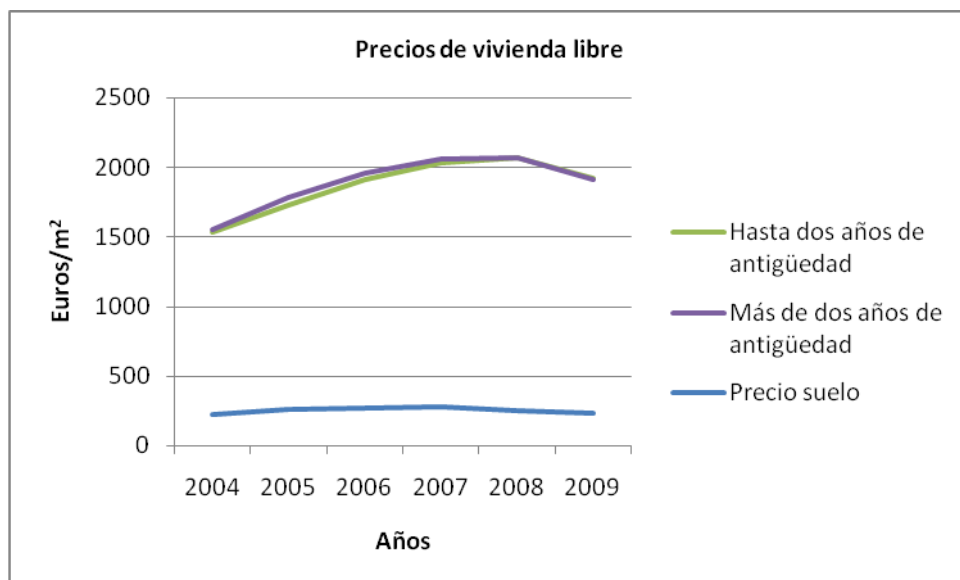


Gráfico 2.10  
Fuente: Banco de España



## 2.8. Créditos y dudosos

*Los tipos de interés bajos y la confianza en la inversión inmobiliaria, como inversión siempre rentable, impulsa a la demanda de viviendas.*

En cuanto a los créditos totales concedidos, en la tabla podemos observar que una gran parte de los mismos se han destinado al sector servicios. Dentro del sector servicios se encuentran incluidos los créditos a actividades inmobiliarias. A efectos del presente estudio, hemos desagregado la parte del sector servicios que corresponde a actividades inmobiliarias para estimar la cantidad de crédito destinada a actividades de construcción y servicios inmobiliarios. El porcentaje de créditos para la construcción y actividades inmobiliarias pasó de un 40% del crédito total en 2004 a un 45,77% en el último trimestre del año 2009. Este porcentaje de participación respecto al crédito total, indica la gran cantidad de financiación que se ha inyectado dentro de estas actividades, llegando a constituir casi la mitad de los créditos concedidos al total de actividades económicas.

Créditos por Sectores (millones de €)					
	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Actividades inmobiliarias
<b>2004</b>	18.104	90.487	78.372	296.020	112.165
<b>2005</b>	20.738	104.695	100.761	377.867	162.087
<b>2006<sub>II</sub></b>	21.946	109.856	116.195	433.311	198.998
<b>2006<sub>III</sub></b>	22.460	115.266	127.420	462.911	216.642
<b>2006<sub>IV</sub></b>	23.014	119.488	134.317	504.825	244.050
<b>2007<sub>I</sub></b>	23.436	121.148	137.836	533.678	264.653
<b>2007<sub>II</sub></b>	24.294	132.145	144.552	568.184	282.081
<b>2007<sub>III</sub></b>	25.085	140.332	150.341	594.243	292.599
<b>2007<sub>IV</sub></b>	25.245	141.571	153.453	622.818	303.514
<b>2008<sub>I</sub></b>	25.003	143.816	154.237	639.275	311.272
<b>2008<sub>II</sub></b>	25.727	148.218	155.600	661.762	313.176
<b>2008<sub>III</sub></b>	26.593	155.481	156.363	667.233	315.444
<b>2008<sub>IV</sub></b>	26.244	156.141	151.848	682.716	318.032
<b>2009<sub>I</sub></b>	24.472	158.905	143.515	692.011	324.222
<b>2009<sub>II</sub></b>	23.732	158.800	134.690	690.271	324.664
<b>2009<sub>III</sub></b>	23.576	153.070	134.045	685.959	324.439
<b>2009<sub>IV</sub></b>	23.123	152.199	130.435	685.570	323.306

**Tabla 2.3**

**Fuente: Banco de España**

Durante el periodo estudiado la calificación de dudoso cobro sobre los créditos concedidos a las actividades de la construcción e inmobiliarias ha sido prácticamente nulo hasta el año 2007. Sin embargo, se experimenta un repunte en la dudosa en el año 2008 llegando a alcanzar en el último trimestre del 2009 un 8,48% en el sector de la construcción y un 10% en el área inmobiliaria.

Créditos Dudosos (Millones de €)					
	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Actividades inmobiliarias
<b>2004</b>	206	1.195	617	2.379	543
<b>2005</b>	250	1.302	723	2.941	615
<b>2006<sub>I</sub></b>	256	1.380	734	3.002	687
<b>2006<sub>II</sub></b>	288	1.396	781	3.069	737
<b>2006<sub>III</sub></b>	272	1.463	622	2.912	691
<b>2006<sub>IV</sub></b>	286	1.520	690	3.058	793
<b>2007<sub>I</sub></b>	281	1.500	713	3.102	929
<b>2007<sub>II</sub></b>	324	1.516	870	3.451	1.091
<b>2007<sub>III</sub></b>	318	1.393	1.111	4.157	1.599
<b>2007<sub>IV</sub></b>	347	1.494	1.862	5.983	2.874
<b>2008<sub>I</sub></b>	434	1.750	3.210	10.296	6.203
<b>2008<sub>II</sub></b>	531	2.396	5.399	19.933	14.417
<b>2008<sub>III</sub></b>	582	3.225	7.461	26.025	19.416
<b>2008<sub>IV</sub></b>	737	4.301	9.741	33.917	25.352
<b>2009<sub>I</sub></b>	802	5.463	10.529	36.438	26.523
<b>2009<sub>II</sub></b>	792	5.888	10.831	39.158	28.315
<b>2009<sub>III</sub></b>	785	6.222	11.069	43.811	32.522

**Tabla 2.4**

**Fuente: Banco de España**

Desglosando los créditos atendiendo a su finalidad dentro del sector de la construcción, destaca en gran medida que la mayor parte del endeudamiento se concentra en la edificación. Estimamos que hay una proporción muy alta de estos créditos se han destinado a la financiación de la edificación residencial impulsada por la gran demanda en esta área influida por factores especulativos.



Créditos por Finalidad (Millones de €)					
	Total construcción	Edificios	Obras públicas	Instalación y acabado de edificios y obras	Preparación de obras
<b>2004</b>	78.372	56.904	4.988	9.136	4.888
<b>2005</b>	100.761	75.918	6.119	11.075	7.649
<b>2006<sub>II</sub></b>	116.195	88.104	7.037	11.988	9.065
<b>2006<sub>III</sub></b>	127.420	97.394	8.894	12.801	8.332
<b>2006<sub>IV</sub></b>	134.317	102.511	9.603	13.196	9.008
<b>2007<sub>I</sub></b>	137.836	104.826	10.440	13.534	9.036
<b>2007<sub>II</sub></b>	144.552	109.377	10.776	14.358	10.040
<b>2007<sub>III</sub></b>	150.341	113.765	11.767	14.752	10.057
<b>2007<sub>IV</sub></b>	153.453	115.643	12.863	14.778	10.168
<b>2008<sub>I</sub></b>	154.237	115.333	13.626	15.448	9.830
<b>2008<sub>II</sub></b>	155.600	115.941	14.657	15.626	9.377
<b>2008<sub>III</sub></b>	156.363	116.597	14.892	15.551	9.324
<b>2008<sub>IV</sub></b>	151.848	114.339	13.477	14.909	9.123
<b>2009<sub>I</sub></b>	143.515	101.045	20.625	14.414	7.431
<b>2009<sub>II</sub></b>	134.690	95.200	18.823	13.954	6.714
<b>2009<sub>III</sub></b>	134.045	95.283	18.632	13.592	6.538
<b>2009<sub>IV</sub></b>	130.435	94.156	16.926	13.326	6.027

Tabla 2.5

Fuente: Banco de España

Otros indicadores que reflejan de una forma fiable el elevado volumen de actividad en las empresas del sector durante los primeros años y su pronunciado descenso al final del periodo de estudio son el número de viviendas libres iniciadas y terminadas. La siguiente gráfica muestra como a partir del 2007 comienza un descenso en el número de viviendas iniciadas y cómo en los años siguientes esos descensos se producen de forma acelerada llegando a situarse por debajo de las 100.000 viviendas en el 2009.

En cuanto al número de viviendas libres terminadas, el descenso a partir de 2007 ha sido menos pronunciado. Ello es debido a que los largos periodos de ejecución y entrega de en el sector de la construcción hacen que se reflejen las bajadas de actividad, en función de la demanda, varios años después. Con toda probabilidad, en años posteriores a 2009 el número de viviendas terminadas registrará un pronunciado descenso.

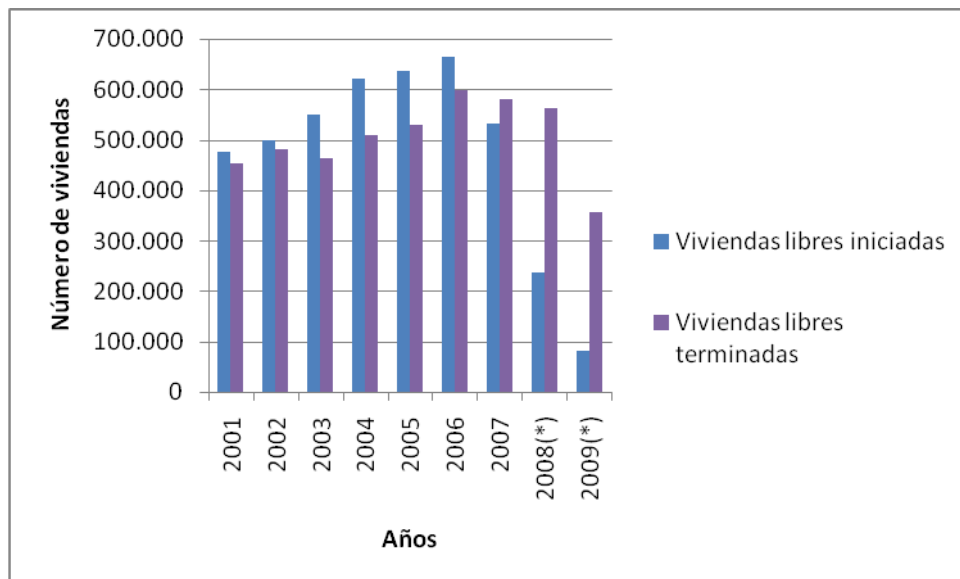


Gráfico 2.11

Fuente: Ministerio de Vivienda

Por otra parte, los visados de obra también constituyen buenos indicadores en la actividad del sector. A diferencia del número de viviendas terminadas, el número de visados de obra refleja en tiempo real los niveles de actividad. En los siguientes gráficos, es posible observar no solo un importante descenso desde 2007, sino la elevada proporción que constituyen los visados para viviendas de uso residencial y de vivienda familiar sobre el total de visados emitidos.

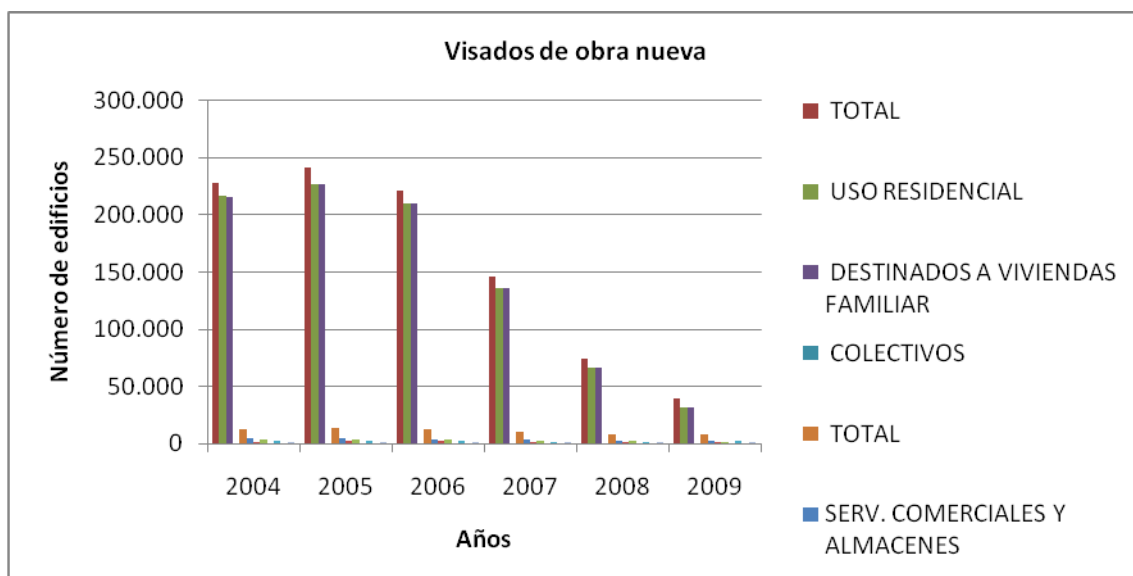


Gráfico 2.12

Fuente: Ministerio de Vivienda

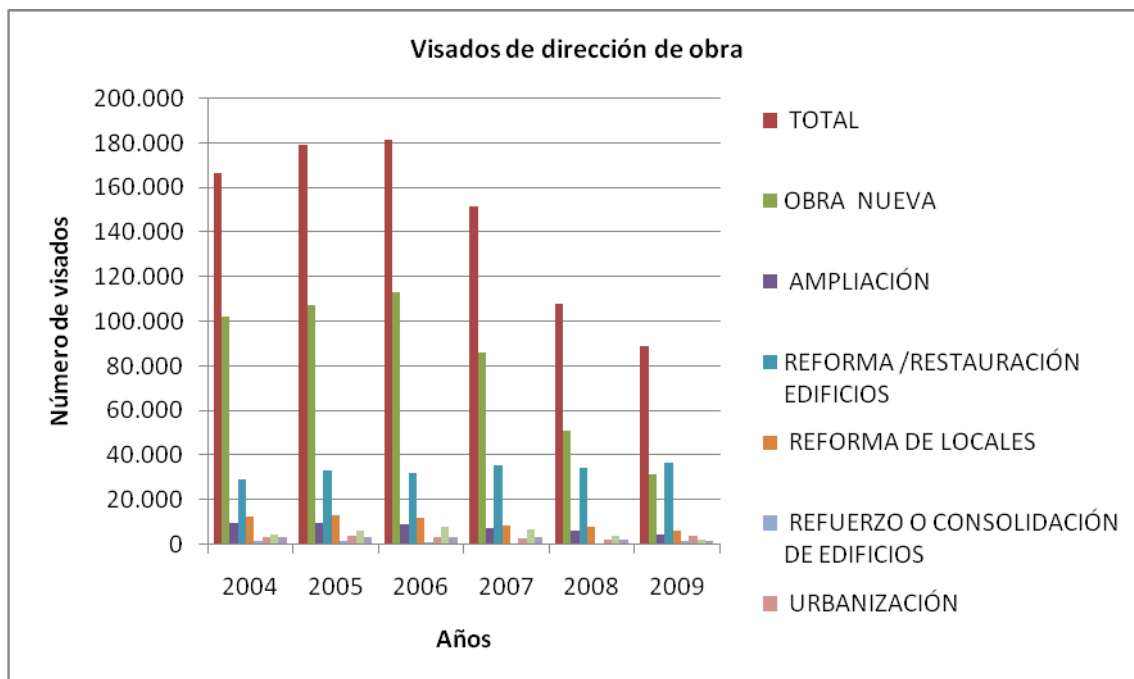


Gráfico 2.13

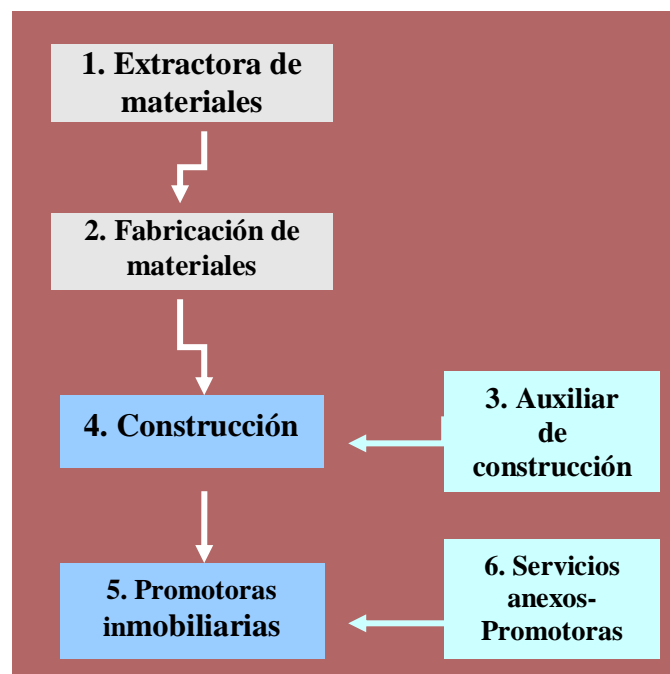
Fuente: Ministerio de Vivienda

### 3. Análisis de la evolución de los valores económico financieros del Sector Inmobiliario y la Construcción.

En este trabajo nos planteamos el estudio y análisis económico- financiero mediante ratios de las empresas pequeñas y medianas de los siguientes sectores tomados de la versión actualizada de la CNAE:

Sector	Actividad
Sector 1	Actividad extractora de materiales
Sector 2	Fabricación de materiales
Sector 3	Auxiliar de construcción
Sector 4	Construcción
Sector 5	Promotoras inmobiliarias
Sector 6	Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria

Previamente al análisis de ratios; resulta útil, para contraste de significatividad de los ratios, someter a análisis las correlaciones entre los sectores. Para la comprensión de la homogeneidad o heterogeneidad de los comportamientos de los sectores se pueden agrupar en tres clases, categorías o colores según se muestran relacionados en el esquema siguiente:



Si la correlación entre las masas patrimoniales entre los sectores es alta (próxima  $r=1$ ), entonces podemos concluir que los índices construidos con esas masas patrimoniales ofrecen una representación “fuerte” como indicadores económico-financieros.

En general existe una correlación alta entre los subsectores del sector constructor-inmobiliario, lo cual, salvo algunas excepciones, dan alta fiabilidad a la comparativa de sus ratios; como se demuestra con los siguientes coeficientes de correlación calculados:

<b>Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el RM</b>					
<b>Coefficientes de correlación [p(1)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,98 0,87	0,59 -0,37	0,72 -0,39	0,84 0,24	0,54 0,86
<b>Sector 2</b>		0,68 0,13	0,80 0,09	0,92 0,69	0,68 0,99
<b>Sector 3</b>			0,98 0,99	0,88 0,80	0,94 0,11
<b>Sector 4</b>				0,94 0,76	0,92 0,05
<b>Sector 5</b>					0,91 0,68
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					

Todos los sectores con coeficiente de correlación alto o próximo a 1 significan que tienen un comportamiento esperado similar, en cuanto a la presentación y depósito de las cuentas.

Si observamos los coeficientes de las empresas pequeñas podemos constatar que, en general, su comportamiento es muy homogéneo y con una correlación muy fuerte; excepto la de los sectores 1-3 y 1-6, que tienen una correlación medianamente fuerte; mientras que las empresas medianas presentan un comportamiento fuertemente heterogéneo.

<b>Activos de cada sector</b>					
<b>Coefficientes de correlación [p(2)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,86 0,09	0,91 0,41	0,93 0,53	0,92 0,39	0,90 0,89
<b>Sector 2</b>		0,96 0,94	0,95 0,88	0,89 0,39	0,70 0,47
<b>Sector 3</b>			1,00 0,99	0,98 1,00	0,86 0,73
<b>Sector 4</b>				0,99 0,99	0,88 0,82
<b>Sector 5</b>					0,94 0,72
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					



Si analizamos la política de inversiones en activos totales, nos encontramos de nuevo con la misma conclusión; las empresas pequeñas presentan una correlación muy alta y homogeneidad en sus comportamientos y correlación baja y heterogeneidad en las empresas medianas.

<b>Proporción del Activo no corriente respecto al total</b>					
<b>Coefficientes de correlación [p(3)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,38 -0,16	0,40 -0,83	0,29 -0,05	0,44 0,69	0,77 0,56
<b>Sector 2</b>		0,99 -0,08	0,99 0,44	0,84 0,46	0,74 -0,17
<b>Sector 3</b>			0,99 0,37	0,85 -0,46	0,80 -0,12
<b>Sector 4</b>				0,80 0,54	0,72 0,64
<b>Sector 5</b>					0,78 0,56
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					

Si nos fijamos en la proporción de inversión en activos no corrientes con respecto a los activos totales; el sector 1 se desmarca de la tendencia general de las empresas pequeñas; es decir, correlación alta y homogeneidad pues representan correlaciones débiles con respecto a los demás sectores. Las empresas medianas, presentan también en este punto, una total dispersión y heterogeneidad en sus comportamientos de inversión, e incluso con comportamientos adversos - valores negativos -.

<b>Proporción de Existencias respecto al total</b>					
<b>Coefficientes de correlación [p(4)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,96 0,62	0,41 0,31	-0,53 -0,17	0,87 0,15	0,74 -0,93
<b>Sector 2</b>		0,23 0,55	-0,72 -0,79	0,83 0,79	0,59 -0,50
<b>Sector 3</b>			0,49 -0,30	0,73 0,75	0,91 -0,44
<b>Sector 4</b>				-0,24 -0,84	0,12 -0,09
<b>Sector 5</b>					0,92 -0,07
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					

Si entramos aún más en el detalle de la inversión en activos, como son las existencias, entre las empresas pequeñas aumenta los comportamientos más heterogéneos, llamando la atención los pares 1-4, 2-4, 4-5 y 4-6, cuyo componente común es el sector 4, con comportamiento inverso en mayor o menor medida respecto a su

par de los señalados. Las empresas medianas manifiestan, también un comportamiento aún más heterogéneo que las pequeñas empresas; manifestando alta correlación los sectores 1, 2 y 3 con el 5 y 6.

<b>Proporción de Patrimonio neto respecto al total de patrimonio neto y pasivo</b>					
<b>Coefficientes de correlación [ρ(5)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,74 -0,67	0,77 -0,64	0,84 -0,32	0,08 -0,12	0,87 -0,32
<b>Sector 2</b>		0,94 0,26	0,64 0,23	0,64 -0,33	0,96 -0,19
<b>Sector 3</b>			0,99 0,88	0,44 0,77	0,96 0,71
<b>Sector 4</b>				0,36 0,68	0,97 0,47
<b>Sector 5</b>					0,46 0,91
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					

Respecto a la proporción de Patrimonio Neto sobre el Total Pasivo, la correlación entre sectores, en el caso de las empresas pequeñas, es fuerte cuando se relacionan con el sector 6, y es débil en los pares 1-5, 4-5 y 5-6, que deberá tenerse en cuenta en el análisis de ratios del sector 5. Las empresas medianas siguen, la tónica general de comportarse muy heterogéneamente.

<b>Fondo de maniobra</b>					
<b>Coefficientes de correlación [ρ(6)]</b>					
<b>Sectores</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>
<b>Sector 1</b>	0,67 -0,29	0,76 0,09	0,98 0,07	0,86 0,06	0,99 0,52
<b>Sector 2</b>		0,97 0,89	0,98 0,91	0,93 0,89	0,78 0,65
<b>Sector 3</b>			1,00 0,99	0,99 0,99	0,80 0,90
<b>Sector 4</b>				0,98 0,99	0,85 0,89
<b>Sector 5</b>					0,93 0,88
<b>Empresas pequeñas</b>					
<b>Empresas medianas</b>					

En general, en las empresas pequeñas el fondo de maniobra tiene parecido comportamiento evolutivo excepto, por desentonar un poco a la baja, el del par 1-3; pero en general existe equilibrio financiero a corto plazo. Entre las empresas medianas, en este apartado se observa fuerte correlación y homogeneidad salvo el sector 1.

Por otra parte, para llevar a cabo el análisis mediante ratios, utilizamos una serie de valores económico-financieros de los sectores para las empresas pequeñas y las empresas medianas, conforme a la información facilitada por el Registro Mercantil, para los años comprendidos entre 2004 y 2008. Las variables empleadas son las siguientes:

<b>Indicadores económico-financieros</b>	
<b>Análisis número empresas</b>	Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil (RM)
<b>Análisis de la inversión</b>	Activo del sector en miles de euros Activo medio por empresa del sector en miles de euros Existencias del sector en miles de euros Existencias medias por empresa del sector en miles de euros Proporción de Activo no Corriente (ANC) sobre Activo Proporción del Activo Corriente (AC) sobre el Activo Proporción de Existencias sobre el Activo
<b>Análisis de la estructura financiera</b>	Proporción de Patrimonio Neto (PATRIMONIO NETO) sobre el PATRIMONIO NETO y Pasivo Proporción del Pasivo sobre el PATRIMONIO NETO y Pasivo
<b>Fondo de Maniobra</b>	Fondo de Maniobra del sector en miles de euros
<b>Análisis de la garantía, el endeudamiento y la solvencia</b>	Coefficiente de garantía del sector Grado de Endeudamiento del sector Grado de Endeudamiento no Corriente Grado de Endeudamiento Corriente Solvencia Corriente Test ácido o liquidez inmediata Ratio de Tesorería
<b>Análisis de la CN y Beneficios</b>	Cifra de negocios (CN) del sector en miles de euros CN media por empresa del sector en miles de euros Beneficio de explotación del sector en miles de euros Beneficio de explotación medio por empresa en miles de euros Beneficio antes de impuestos e intereses (BAII) del sector en miles de euros. BAII medio por empresa del sector en miles de euros Resultado después de impuestos (RDI) del sector en miles de euros RDI medio por empresa del sector en miles de euros
<b>Análisis de la rentabilidad</b>	Margen de utilidad a nivel de explotación del sector Margen de utilidad a nivel de empresa del sector Rentabilidad económica del sector Rotación del activo ROI del sector Apalancamiento o multiplicador patrimonial Rentabilidad financiera del sector

<b>Análisis del empleo</b>	Número medio de empleados por empresa
	Puestos de trabajo por millón de euros invertidos
	Productividad (medida sobre la CN)
	Contribución del personal a la generación de valor añadido neto
	Coste salarial del sector anual por trabajador

### 3.1. Empresas Pequeñas

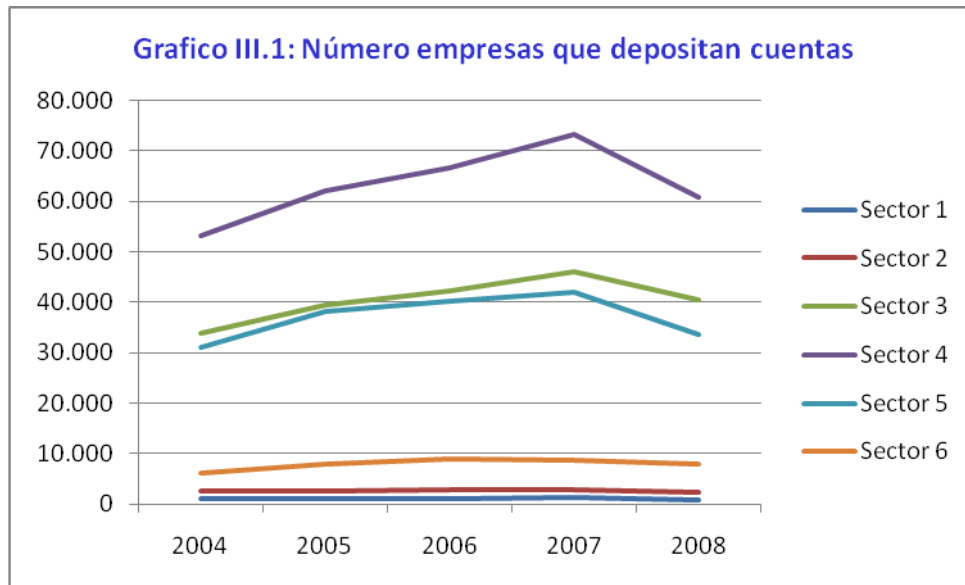
#### 3.1.1. Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil

Los sectores que concentran el mayor número de empresas son, por este orden, los de la Construcción (4), las empresas auxiliares de construcción (3) y las Promotoras Inmobiliarias (5). Este hecho no cambia a lo largo del periodo de tiempo analizado.

Por otro lado, la tendencia de crecimiento en el número de empresas es común a todos los sectores desde el año 2004 hasta el año 2007, con la excepción del sector 6 que comienza a disminuir en el ejercicio 2007. Sin embargo, en el año 2008 en todos los sectores analizados se ve un decrecimiento, que se sitúa entre el 10,89% y el 23,00% (véase Tabla III.1).

El sector de la Construcción presenta una disminución entre 2007 y 2008 del 17,03% y el sector inmobiliario del 19,81%.

<b>Tabla III.1</b>					
<b>Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el RM</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	987	1.071	1.067	1.161	894
<b>Sector 2</b>	2.491	2.685	2.751	2.863	2.374
<b>Sector 3</b>	33.858	39.437	42.291	46.016	40.419
<b>Sector 4</b>	53.147	62.024	66.622	73.308	60.820
<b>Sector 5</b>	31.082	38.257	40.169	41.903	33.600
<b>Sector 6</b>	6.212	7.815	8.824	8.732	7.781
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		8,51	-0,37	8,81	-23,00
<b>Sector 2</b>		7,79	2,46	4,07	-17,08
<b>Sector 3</b>		16,48	7,24	8,81	-12,16
<b>Sector 4</b>		16,70	7,41	10,04	-17,03
<b>Sector 5</b>		23,08	5,00	4,32	-19,81
<b>Sector 6</b>		25,80	12,91	-1,04	-10,89



### 3.1.2. Análisis de la inversión

Al analizar la inversión total de las empresas pequeñas de cada uno de los sectores, comprobamos que nuevamente los sectores que concentran el mayor volumen de activos son los de la Construcción, la Promoción Inmobiliaria y auxiliar de construcción, por este orden y a lo largo de toda la serie histórica.

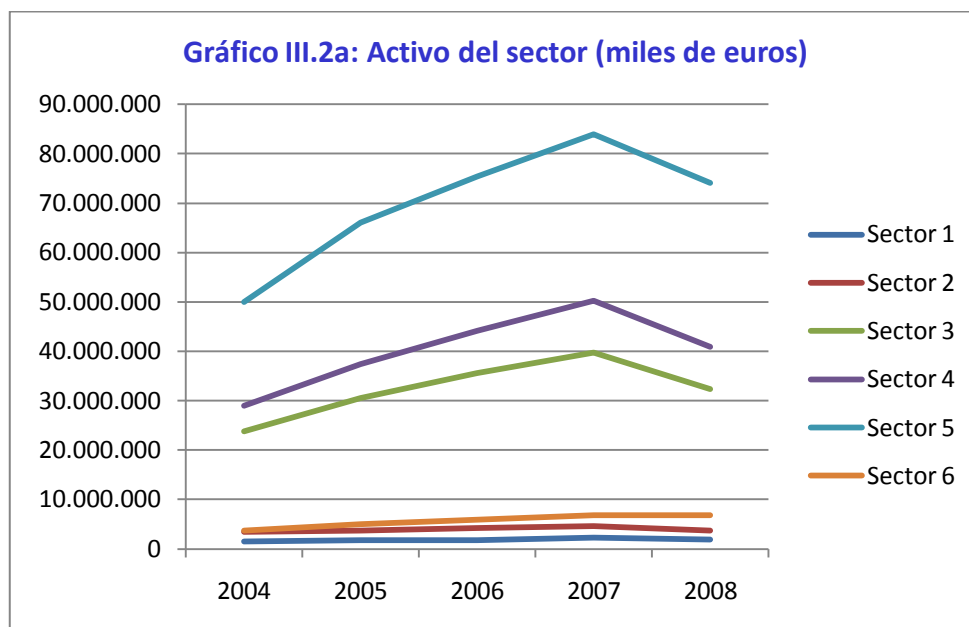
En cuanto a la evolución del dato de activo total del sector es destacable el cambio en la tendencia en 2008 (véase Tabla III.2a.), año en el que se produce una disminución del activo total de los diferentes sectores, si bien hay que tener en cuenta que el número de empresas se ha visto reducido en todos los casos. Por este motivo, nos planteamos además estudiar el activo medio por empresa del sector con el objetivo de reducir el efecto del número de empresas.

Según los datos medios de cada sector (Tabla III.2b.), las disminuciones no son tan notables. Concretamente, sólo ven reducido ligeramente su activo medio por empresa los sectores 2, 3 y 4. En cambio, en los sectores 1, 5 y 6 se producen aumentos superiores al 10% de los saldo medios.

Hemos de resaltar en el sector de las Promotoras Inmobiliarias que el activo total en 2008 ha decrecido en un 11,69% y, sin embargo, en el activo medio por empresa se refleja un incremento del 10,14%.

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1.515.137	1.717.276	1.797.884	2.220.997	1.936.672
<b>Sector 2</b>	3.408.162	3.747.814	4.175.375	4.571.366	3.732.687
<b>Sector 3</b>	23.846.724	30.518.188	35.543.142	39.720.673	32.305.699
<b>Sector 4</b>	28.966.277	37.395.653	44.178.128	50.260.729	40.921.573

<b>Sector 5</b>	50.007.373	66.061.023	75.386.732	83.940.654	74.131.515
<b>Sector 6</b>	3.684.927	4.970.523	5.888.111	6.761.363	6.835.143
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		13,34	4,69	23,53	-12,80
<b>Sector 2</b>		9,97	11,41	9,48	-18,35
<b>Sector 3</b>		27,98	16,47	11,75	-18,67
<b>Sector 4</b>		29,10	18,14	13,77	-18,58
<b>Sector 5</b>		32,10	14,12	11,35	-11,69
<b>Sector 6</b>		34,89	18,46	14,83	1,09

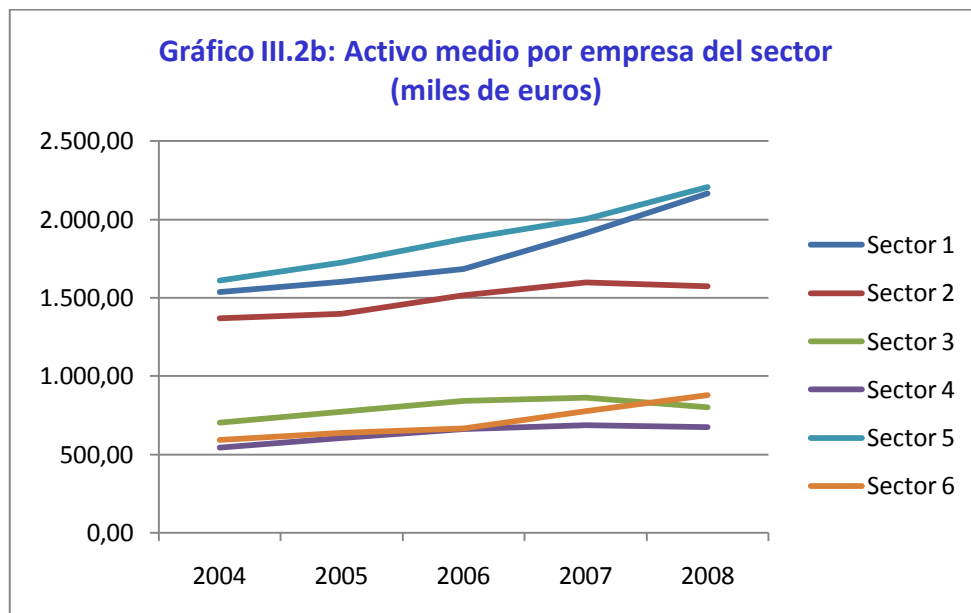


**Tabla III.2b.**

**Activo medio por empresa del sector en miles de euros**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1.535,09	1.603,43	1.684,99	1.913,00	2.166,30
<b>Sector 2</b>	1.368,19	1.395,83	1.517,77	1.596,70	1.572,32
<b>Sector 3</b>	704,32	773,85	840,44	863,19	799,27
<b>Sector 4</b>	545,02	602,92	663,12	685,61	672,83
<b>Sector 5</b>	1.608,89	1.726,77	1.876,74	2.003,21	2.206,30
<b>Sector 6</b>	593,19	636,02	667,28	774,32	878,44

Tasa crecimiento interanual (%)					
Sector 1		4,45	5,09	13,53	13,24
Sector 2		2,02	8,74	5,20	-1,53
Sector 3		9,87	8,61	2,71	-7,41
Sector 4		10,62	9,98	3,39	-1,86
Sector 5		7,33	8,68	6,74	10,14
Sector 6		7,22	4,91	16,04	13,45

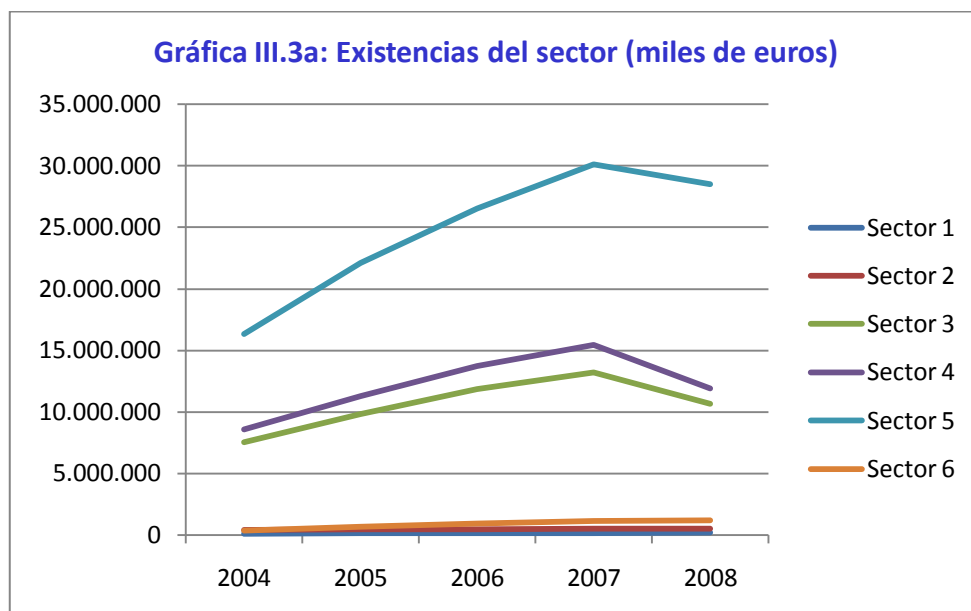


En la inversión de las empresas de estos sectores es fundamental el estudio de la evolución de las existencias. En las Tablas III.3a. y III.3b., se exponen los datos totales y medios de las existencias a lo largo del periodo de análisis.

El nivel de las existencias totales en 2008 en los sectores de la Construcción y las Promotoras Inmobiliarias disminuye, siendo más importante esta variación en las Constructoras, si bien esta tendencia puede estar sesgada por la reducción del número de empresas.

Tabla III.3a. Existencias del sector (miles de euros)					
	2004	2005	2006	2007	2008
Sector 1	95.757	130.341	128.728	164.132	189.600
Sector 2	392.961	440.368	482.256	534.850	500.180
Sector 3	7.557.027	9.836.012	11.835.866	13.215.068	10.651.189
Sector 4	8.591.398	11.274.789	13.712.891	15.450.148	11.916.362

<b>Sector 5</b>	16.357.412	22.097.412	26.558.746	30.134.695	28.488.741
<b>Sector 6</b>	376.231	651.636	932.088	1.119.006	1.213.921
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		36,12	-1,24	27,50	15,52
<b>Sector 2</b>		12,06	9,51	10,91	-6,48
<b>Sector 3</b>		30,16	20,33	11,65	-19,40
<b>Sector 4</b>		31,23	21,62	12,67	-22,87
<b>Sector 5</b>		35,09	20,19	13,46	-5,46
<b>Sector 6</b>		73,20	43,04	20,05	8,48

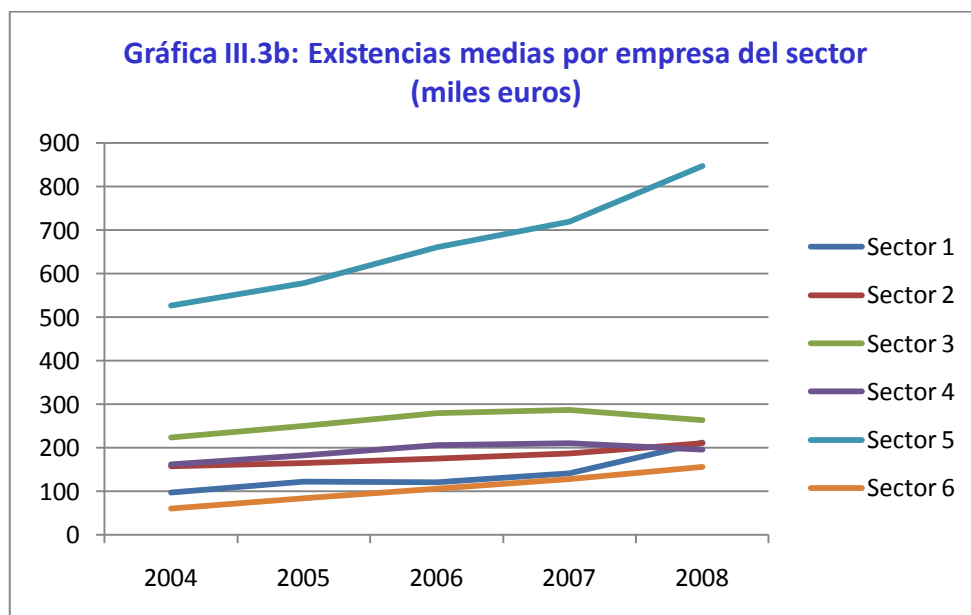


**Tabla III.3b.**  
**Existencias medias por empresa del sector (miles de euros)**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	97,02	121,70	120,65	141,37	212,08
<b>Sector 2</b>	157,75	164,01	175,30	186,81	210,69
<b>Sector 3</b>	223,20	249,41	279,87	287,18	263,52
<b>Sector 4</b>	161,65	181,78	205,83	210,76	195,93
<b>Sector 5</b>	526,27	577,60	661,18	719,15	847,88
<b>Sector 6</b>	60,57	83,38	105,63	128,15	156,01



Tasa crecimiento interanual (%)					
Sector 1		25,44	-0,87	17,18	50,02
Sector 2		3,97	6,88	6,57	12,78
Sector 3		11,74	12,21	2,61	-8,24
Sector 4		12,45	13,23	2,39	-7,04
Sector 5		9,76	14,47	8,77	17,90
Sector 6		37,67	26,68	21,32	21,74

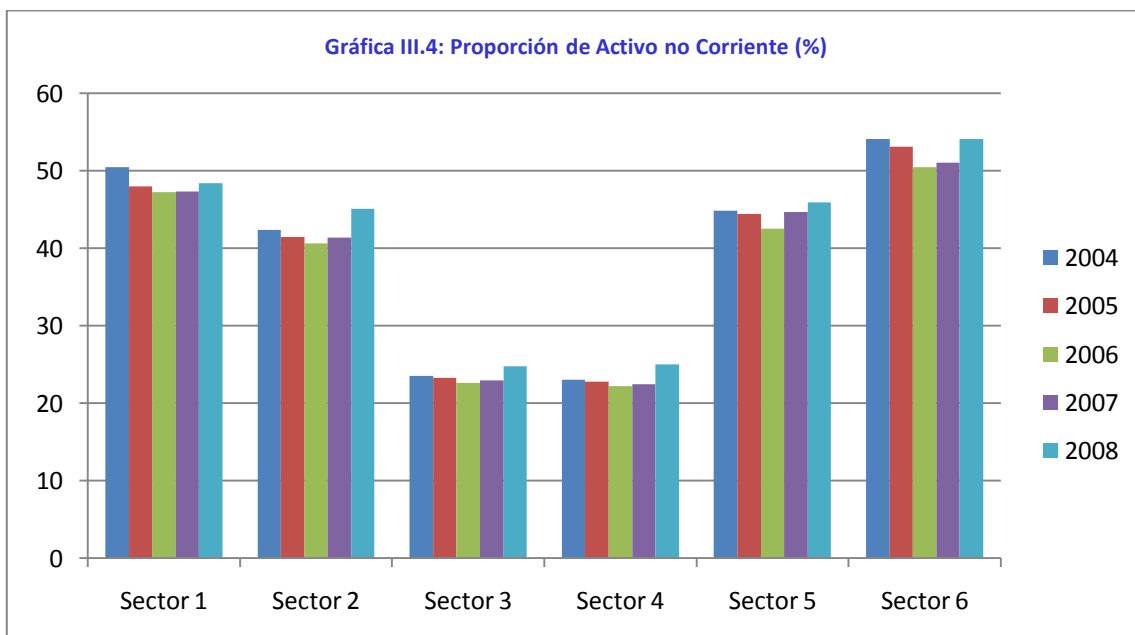


Si en cambio observamos las existencias medias por empresa de cada sector, podemos afirmar que la evolución de este dato no es similar al de las existencias totales. En el año 2007 hay crecimiento del saldo de existencias medias en todos los sectores, si bien en general son inferiores a los de años anteriores. En cambio en el año 2008, se produce un crecimiento importante en casi todos los sectores, menos en el 3 y el 4, siendo destacable el crecimiento del sector 1 de un 50,02% (actividad extractora de materiales).

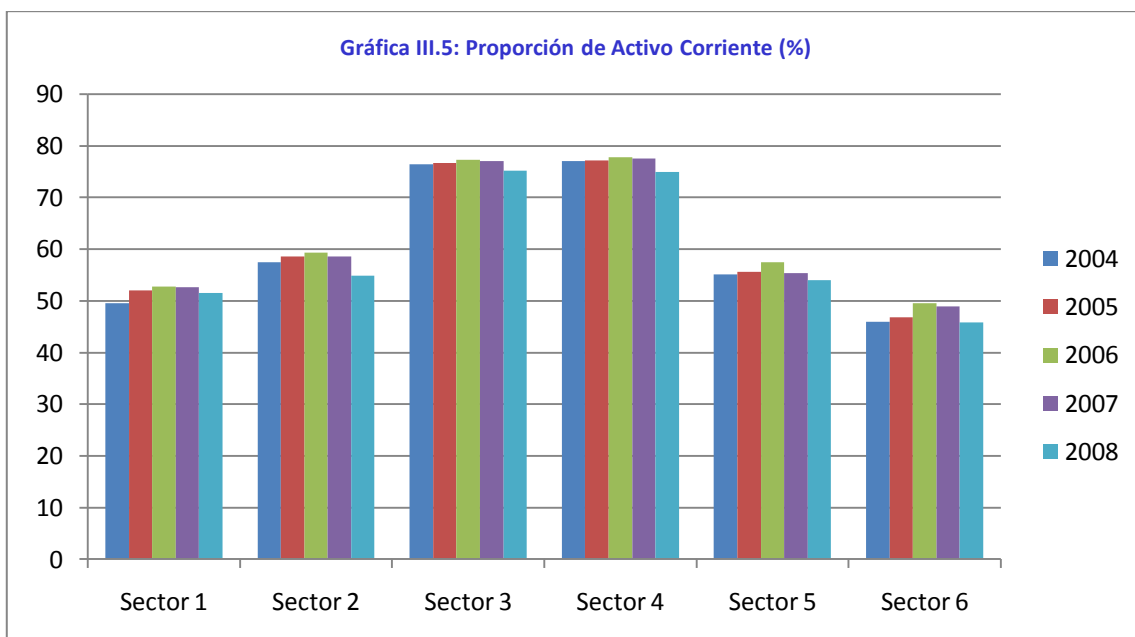
El sector de la Construcción varía en este ratio en un -7,04% en 2008, mientras que las Promotoras Inmobiliarias aumentan sus existencias medias por empresa en un 17,90%, como consecuencia de ralentización de las ventas en los mercados inmobiliarios en los últimos años (cuestión que veremos más adelante al analizar la Cifra de negocios del sector).

A continuación, incluimos los datos de la Proporción de Activo no corriente (ANC) sobre el Activo Total, la Proporción de Activo Corriente sobre Activo y la Proporción de Existencias sobre Activo.

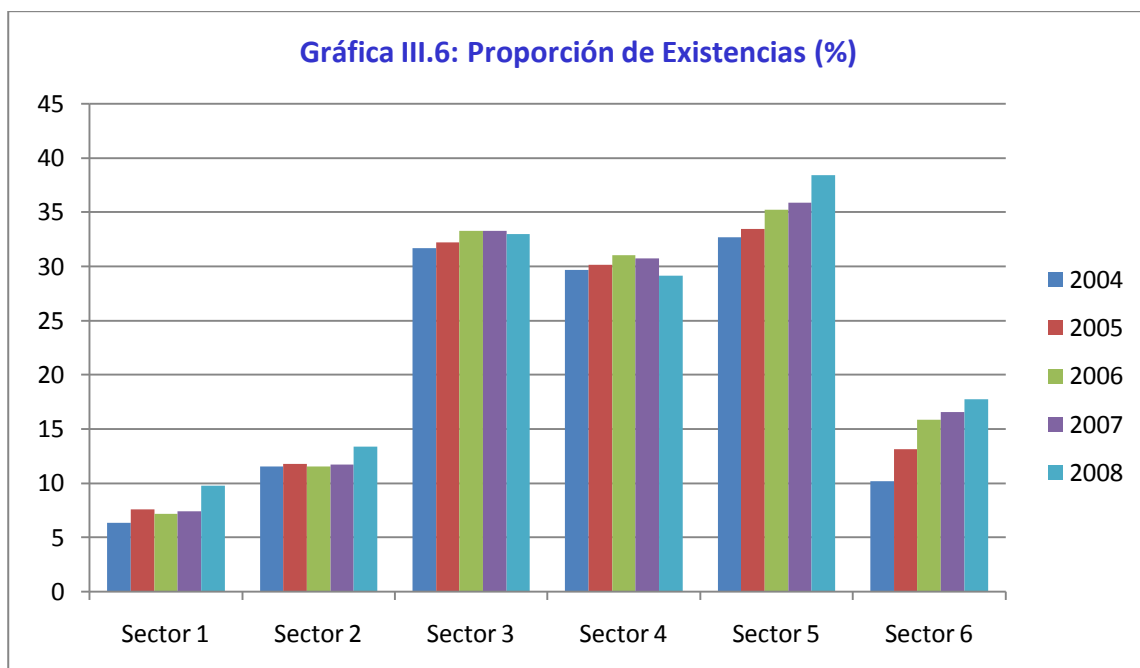
<b>Tabla III.4.</b> <b>Proporción de Activo no corriente</b> <b>[(Activo no corriente / Activo Total Neto)*100]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	50,50	47,95	47,27	47,33	48,43
<b>Sector 2</b>	42,40	41,45	40,65	41,39	45,12
<b>Sector 3</b>	23,53	23,25	22,66	22,94	24,74
<b>Sector 4</b>	23,00	22,81	22,20	22,45	24,99
<b>Sector 5</b>	44,86	44,42	42,55	44,66	45,92
<b>Sector 6</b>	54,10	53,14	50,43	51,03	54,12
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-5,05	-1,42	0,13	2,32
<b>Sector 2</b>		-2,24	-1,93	1,82	9,01
<b>Sector 3</b>		-1,19	-2,54	1,24	7,85
<b>Sector 4</b>		-0,83	-2,67	1,13	11,31
<b>Sector 5</b>		-0,98	-4,21	4,96	2,82
<b>Sector 6</b>		-1,77	-5,10	1,19	6,06



<b>Tabla III.5.</b>					
<b>Proporción de Activo corriente</b>					
<b>[(Activo corriente / Activo Total Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	49,51	52,02	52,73	52,67	51,57
<b>Sector 2</b>	57,53	58,55	59,35	58,61	54,87
<b>Sector 3</b>	76,47	76,73	77,34	77,03	75,23
<b>Sector 4</b>	76,99	77,18	77,80	77,52	75,00
<b>Sector 5</b>	55,12	55,57	57,45	55,33	54,06
<b>Sector 6</b>	45,90	46,86	49,57	48,93	45,88
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		5,07	1,36	-0,11	-2,09
<b>Sector 2</b>		1,77	1,37	-1,25	-6,38
<b>Sector 3</b>		0,34	0,79	-0,40	-2,34
<b>Sector 4</b>		0,25	0,80	-0,36	-3,25
<b>Sector 5</b>		0,82	3,38	-3,69	-2,30
<b>Sector 6</b>		2,09	5,78	-1,29	-6,23



<b>Tabla III.6.</b>					
<b>Proporción de Existencias</b>					
<b>[(Existencias /Activo Total Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	6,32	7,59	7,16	7,39	9,79
<b>Sector 2</b>	11,53	11,75	11,55	11,70	13,40
<b>Sector 3</b>	31,69	32,23	33,30	33,27	32,97
<b>Sector 4</b>	29,66	30,15	31,04	30,74	29,12
<b>Sector 5</b>	32,71	33,45	35,23	35,90	38,43
<b>Sector 6</b>	10,21	13,11	15,83	16,55	17,76
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		20,09	-5,67	3,21	32,48
<b>Sector 2</b>		1,91	-1,70	1,30	14,53
<b>Sector 3</b>		1,70	3,32	-0,09	-0,90
<b>Sector 4</b>		1,65	2,95	-0,97	-5,27
<b>Sector 5</b>		2,26	5,32	1,90	7,05
<b>Sector 6</b>		28,40	20,75	4,55	7,31



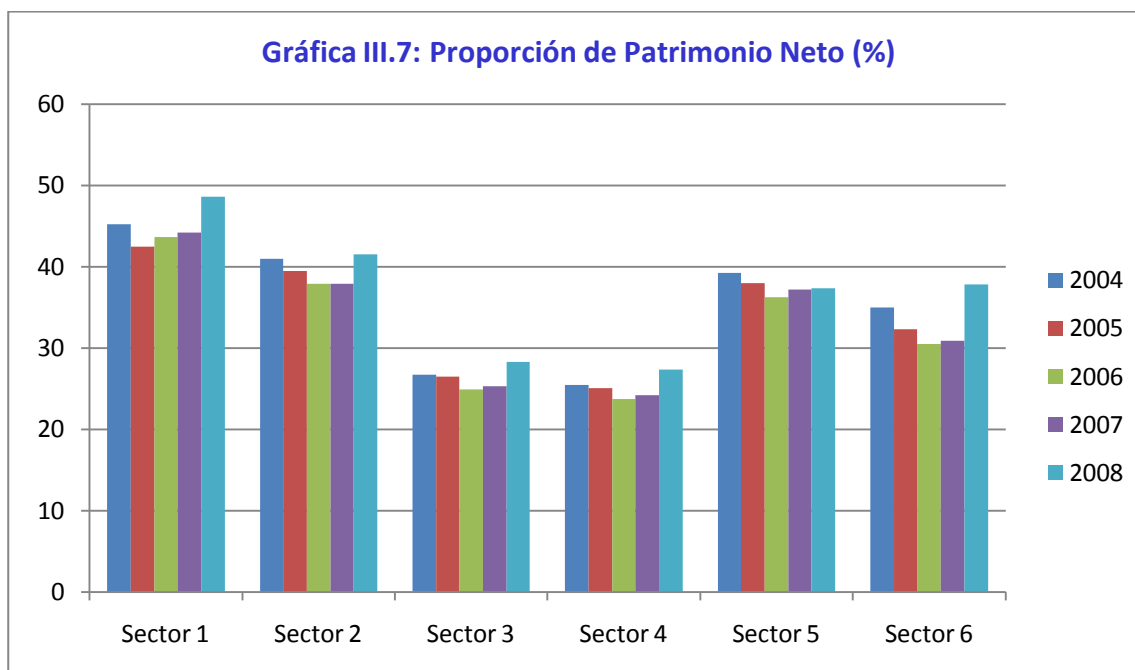
### 3.1.3. Análisis de la estructura financiera

Una vez analizada la inversión en los diferentes sectores, presentamos el estudio de la proporción de patrimonio neto y la proporción de pasivo.

La composición de la estructura financiera de los diferentes sectores denota que la proporción de Patrimonio Neto en ningún caso llega al 50% del total; mientras que el pasivo es superior a este porcentaje. En consecuencia, la financiación del activo procede en mayor medida de los recursos ajenos en todos los sectores.

Del estudio de la evolución de la proporción de Patrimonio Neto comprobamos que disminuye en 2005 y 2006, aumentando ligeramente en 2007 y de forma más notable en 2008, en prácticamente todos los sectores, a excepción de las Promotoras Inmobiliarias que mantienen la misma proporción del año anterior. El comportamiento de la proporción de pasivo, por su parte, evidentemente es de signo contrario al expuesto para el Patrimonio Neto.

<b>Tabla III.7.</b>					
<b>Proporción de Patrimonio Neto</b>					
<b>[(Patrimonio Neto / Patrimonio Neto + Pasivo)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	45,25	42,48	43,67	44,21	48,65
<b>Sector 2</b>	41,01	39,49	37,91	37,95	41,56
<b>Sector 3</b>	26,73	26,48	24,92	25,30	28,29
<b>Sector 4</b>	25,45	25,07	23,74	24,25	27,39
<b>Sector 5</b>	39,25	37,98	36,23	37,20	37,38
<b>Sector 6</b>	35,03	32,29	30,51	30,91	37,83
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-6,12	2,80	1,24	10,04
<b>Sector 2</b>		-3,71	-4,00	0,11	9,51
<b>Sector 3</b>		-0,94	-5,89	1,52	11,82
<b>Sector 4</b>		-1,49	-5,31	2,15	12,95
<b>Sector 5</b>		-3,24	-4,61	2,68	0,48
<b>Sector 6</b>		-7,82	-5,51	1,31	22,39



**Tabla III.8.**  
**Proporción de Pasivo**  
 **$[(\text{Pasivo}/\text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo}) * 100]$**

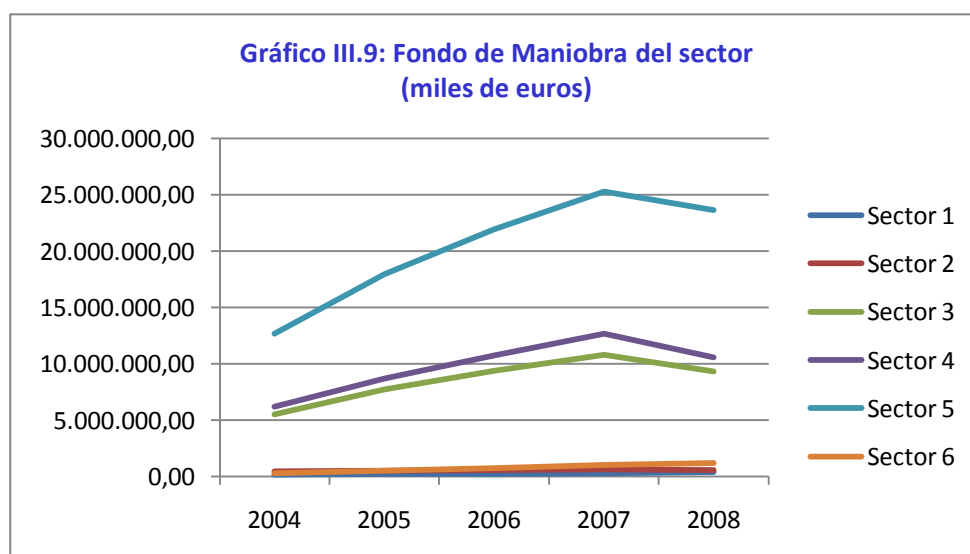
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	54,75	57,52	56,32	55,80	51,34
<b>Sector 2</b>	58,99	60,51	62,09	62,04	58,44
<b>Sector 3</b>	73,27	73,52	75,07	74,70	71,70
<b>Sector 4</b>	74,55	74,93	76,26	75,75	72,61
<b>Sector 5</b>	60,76	62,02	63,76	62,80	62,62
<b>Sector 6</b>	64,97	67,71	69,49	69,09	62,17
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		5,06	-2,09	-0,92	-7,99
<b>Sector 2</b>		2,58	2,61	-0,08	-5,80
<b>Sector 3</b>		0,34	2,11	-0,49	-4,02
<b>Sector 4</b>		0,51	1,77	-0,67	-4,15
<b>Sector 5</b>		2,07	2,81	-1,51	-0,29
<b>Sector 6</b>		4,22	2,63	-0,58	-10,02

### 3.1.4. Fondo de Maniobra

Todos los sectores presentan un fondo de maniobra positivo, si bien éste se ha calculado como diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente sin poder desagregar dentro de estas submasas alguna partida a largo plazo, si existiera.

Los sectores con mayor Fondo de Maniobra en todos los años son las Promotoras Inmobiliarias, las Constructoras y las auxiliares de construcción, por este orden, como podemos ver en la Tabla III.9.

Tabla III.9. Fondo de maniobra del sector (Activo corriente - Pasivo corriente)					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	166.210,53	204.355,84	247.029,26	314.048,98	382.880,05
<b>Sector 2</b>	453.967,18	505.580,11	586.640,19	651.419,66	558.409,98
<b>Sector 3</b>	5.499.054,55	7.718.049,75	9.362.063,60	10.815.939,26	9.294.349,60
<b>Sector 4</b>	6.192.990,02	8.683.270,63	10.757.374,17	12.655.651,56	10.582.318,78
<b>Sector 5</b>	12.676.869,06	17.935.567,74	21.907.384,32	25.249.348,72	23.625.713,83
<b>Sector 6</b>	294.057,17	498.046,40	732.481,01	1.026.374,90	1.180.429,20
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		22,95	20,88	27,13	21,92
<b>Sector 2</b>		11,37	16,03	11,04	-14,28
<b>Sector 3</b>		40,35	21,30	15,53	-14,07
<b>Sector 4</b>		40,21	23,89	17,65	-16,38
<b>Sector 5</b>		41,48	22,14	15,25	-6,43
<b>Sector 6</b>		69,37	47,07	40,12	15,01



El crecimiento del Fondo de Maniobra se mantiene hasta el 2007, produciéndose una caída del mismo en el ejercicio 2008 en los sectores 2, 3, 4 y 5, siendo la más notable en las empresas Constructoras.

### 3.1.5. Análisis de la garantía, el endeudamiento y la solvencia

El coeficiente de garantía de cada sector se concentra en torno al 150% en toda la serie temporal (véase Tabla III.10), con variaciones al alza y a la baja no muy significativas. En este sentido, podemos decir que los diferentes sectores ofrecen garantías frente a terceros, aunque para determinar este ratio hemos tenido que utilizar el activo a valores contables y no a valores de mercado.

En cuanto a los niveles de endeudamiento, comprobamos que el endeudamiento global más elevado es el del sector de la Construcción a lo largo de todo el periodo analizado, alcanzando su valor más alto en 2006 con un 321,23% (Pasivo Total / Patrimonio Neto), y a partir de ese momento disminuye progresivamente hasta el 265,10% en 2008. Así mismo, las Promotoras Inmobiliarias mantienen un ratio de endeudamiento global más comedido, siendo el mayor de un 175,99% en 2006 y reduciéndose has el 167,52% en 2008.

Del resto de los sectores el menos endeudado es el sector 1 de extracción de materiales; y el segundo sector más endeudado (tras las Constructoras) es el 3 de auxiliares de construcción.

En el sector de Promotoras Inmobiliarias se observa que el endeudamiento no corriente (Tabla III.12) es superior al endeudamiento corriente (Tabla III.13), siendo la tendencia del primero creciente y la del segundo decreciente. En cambio, el sector de la Construcción tiene unos niveles de endeudamiento no corriente inferiores a los corrientes, disminuyendo los dos a partir del ejercicio 2006.

La evolución del endeudamiento corriente de todos los sectores a partir del año 2007 es decreciente, siendo mayor en 2008.

En cuanto al análisis de la solvencia y la liquidez por sectores, estudiamos tres ratios fundamentales: la solvencia corriente, el test ácido y el ratio de tesorería (ver Tablas III.14, III.15, III.16).

La solvencia corriente de las Promotoras Inmobiliarias arroja los mejores resultados (alrededor del 200%) y se incrementa desde 2004 a 2008. No obstante, hay que tener en cuenta que cuando deducimos los saldos de existencias del activo corriente para calcular el test ácido, éste resulta el peor de todos los sectores, disminuyendo desde el año 2006 al 2008.

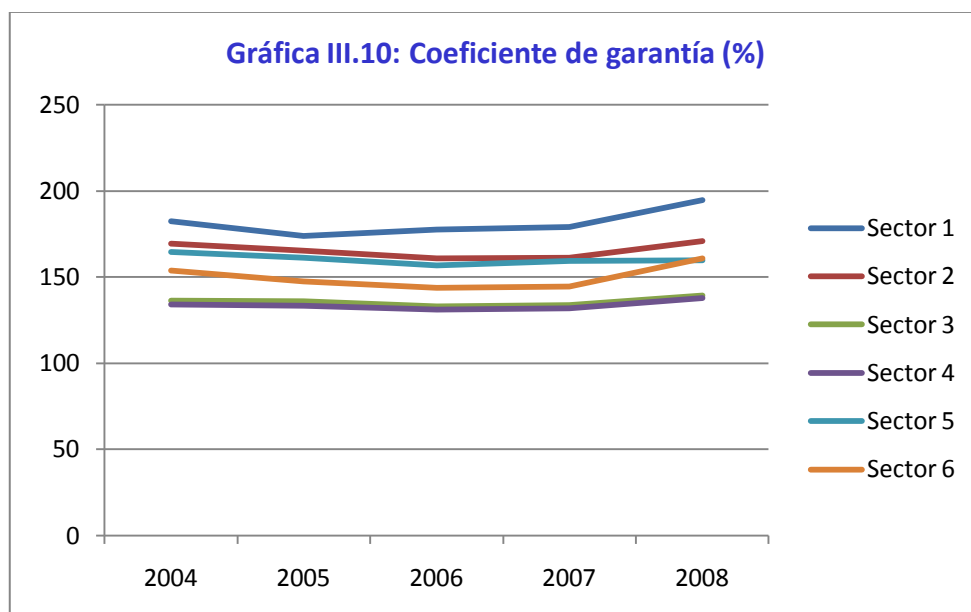
Las empresas Constructoras presentan unos ratios de solvencia corriente inferiores al 200%, rondando el 150%, siguiendo una tendencia creciente en la serie temporal. Los resultados del test ácido aportan datos que aumentan año tras año aproximándose cada vez más al 100%.

La solvencia corriente del resto de sectores se concentra en torno al 150% con una evolución creciente en todos los casos. Por su parte, el test ácido de estos sectores está entre el 100% y el 80% y no se puede determinar un comportamiento común con el transcurso de los años.

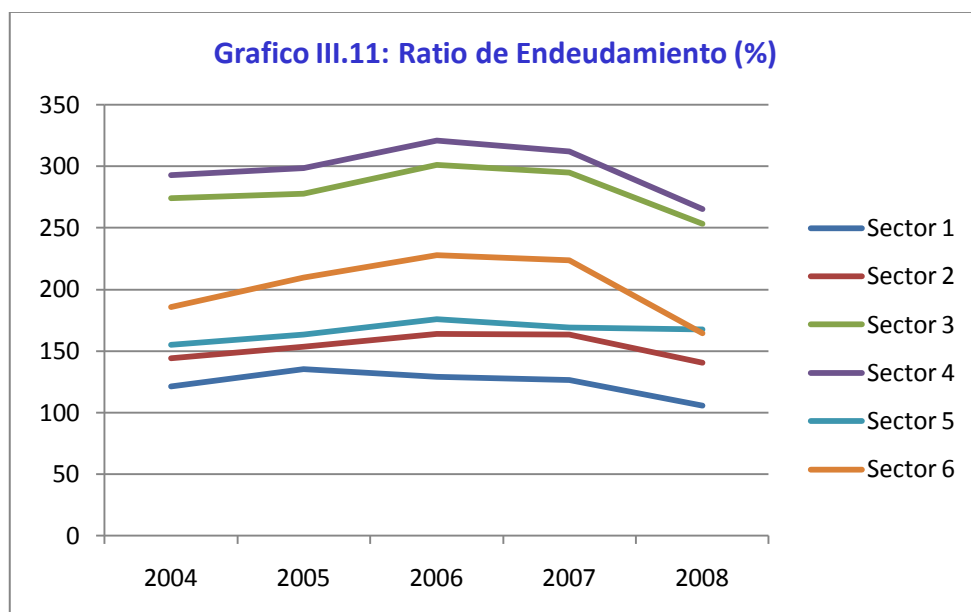
En cuanto al ratio de tesorería, todos los sectores aportan datos muy similares entre el 17% y el 23%, sin que exista una pauta común.



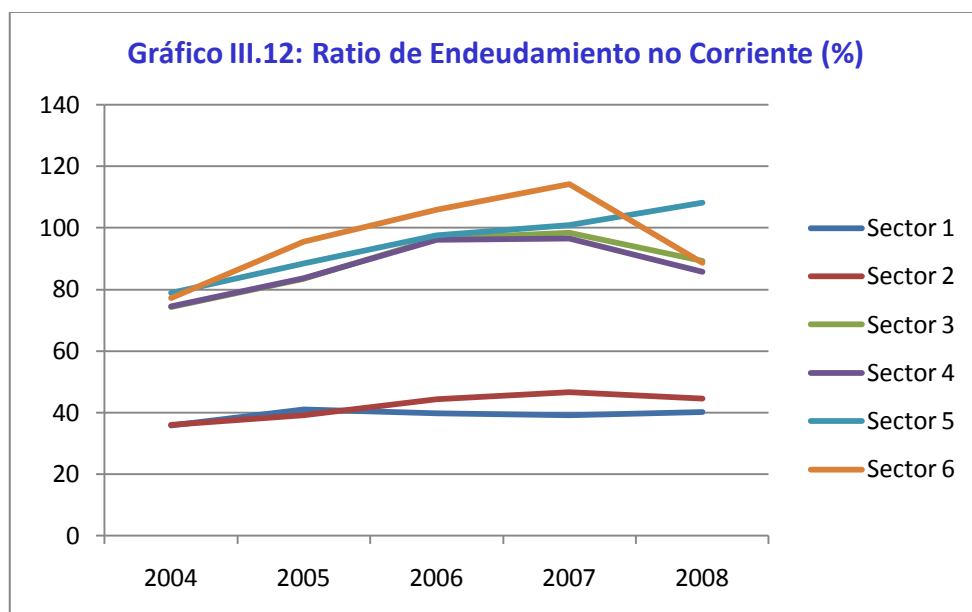
Tabla III.10. Coeficiente de Garantía [(Activo / Pasivo)*100]					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	182,65	173,85	177,56	179,21	194,78
<b>Sector 2</b>	169,52	165,26	161,06	161,19	171,12
<b>Sector 3</b>	136,48	136,02	133,21	133,87	139,47
<b>Sector 4</b>	134,14	133,46	131,13	132,01	137,72
<b>Sector 5</b>	164,58	161,24	156,84	159,24	159,69
<b>Sector 6</b>	153,92	147,69	143,91	144,74	160,85
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-4,82	2,13	0,93	8,69
<b>Sector 2</b>		-2,51	-2,54	0,08	6,16
<b>Sector 3</b>		-0,34	-2,06	0,50	4,18
<b>Sector 4</b>		-0,51	-1,74	0,67	4,32
<b>Sector 5</b>		-2,03	-2,73	1,53	0,29
<b>Sector 6</b>		-4,05	-2,56	0,58	11,13



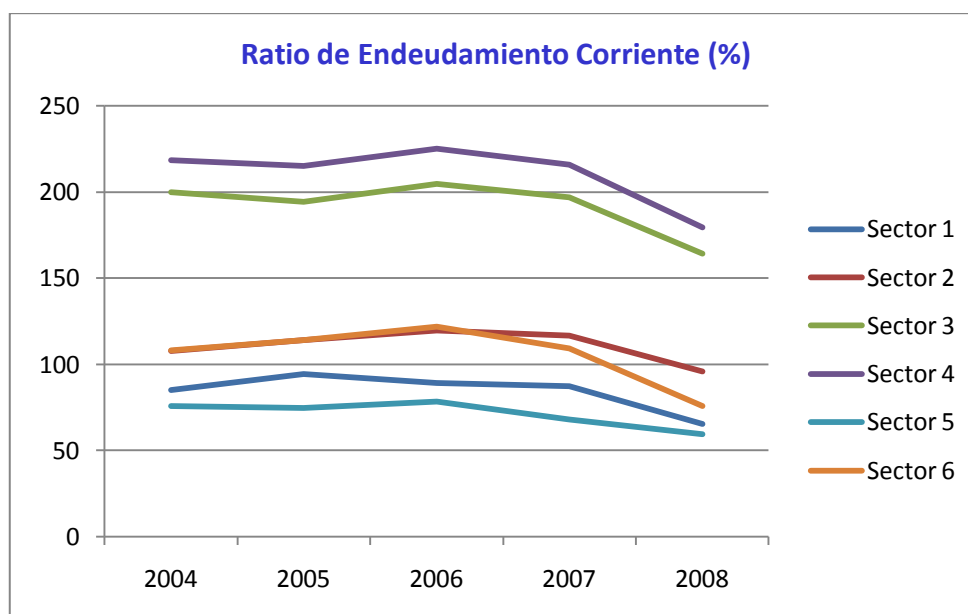
<b>Tabla III.11.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento Global</b>					
<b>[(Pasivo Total / Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	120,99	135,40	128,97	126,22	105,53
<b>Sector 2</b>	143,84	153,23	163,78	163,48	140,62
<b>Sector 3</b>	274,11	277,64	301,24	295,26	253,45
<b>Sector 4</b>	292,93	298,88	321,23	312,37	265,10
<b>Sector 5</b>	154,80	163,30	175,99	168,82	167,52
<b>Sector 6</b>	185,47	209,69	227,76	223,52	164,34
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		11,91	-4,75	-2,13	-16,39
<b>Sector 2</b>		6,52	6,89	-0,19	-13,98
<b>Sector 3</b>		1,29	8,50	-1,99	-14,16
<b>Sector 4</b>		2,03	7,48	-2,76	-15,13
<b>Sector 5</b>		5,49	7,77	-4,07	-0,77
<b>Sector 6</b>		13,06	8,62	-1,86	-26,48



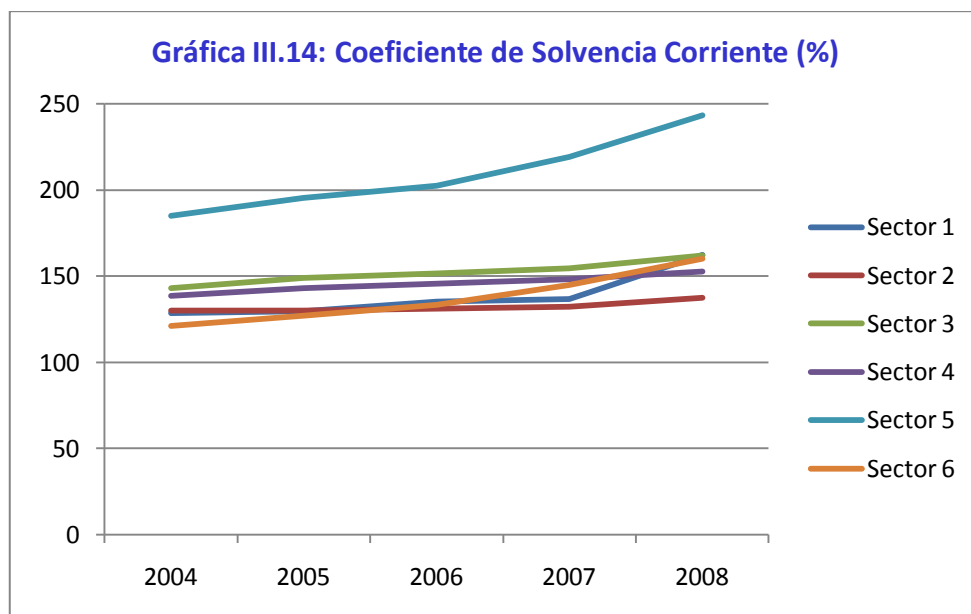
<b>Tabla III.12.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento no Corriente</b>					
<b>[Exigible no corriente / Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	35,82	40,96	39,68	39,06	40,18
<b>Sector 2</b>	36,02	39,12	44,26	46,61	44,59
<b>Sector 3</b>	74,30	83,38	96,63	98,38	89,22
<b>Sector 4</b>	74,42	83,69	96,08	96,54	85,69
<b>Sector 5</b>	78,96	88,47	97,65	100,94	108,16
<b>Sector 6</b>	77,22	95,60	106,03	114,33	88,69
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		14,34	-3,12	-1,56	2,87
<b>Sector 2</b>		8,63	13,13	5,31	-4,35
<b>Sector 3</b>		12,23	15,89	1,81	-9,31
<b>Sector 4</b>		12,45	14,81	0,47	-11,24
<b>Sector 5</b>		12,05	10,38	3,37	7,15
<b>Sector 6</b>		23,81	10,91	7,83	-22,43



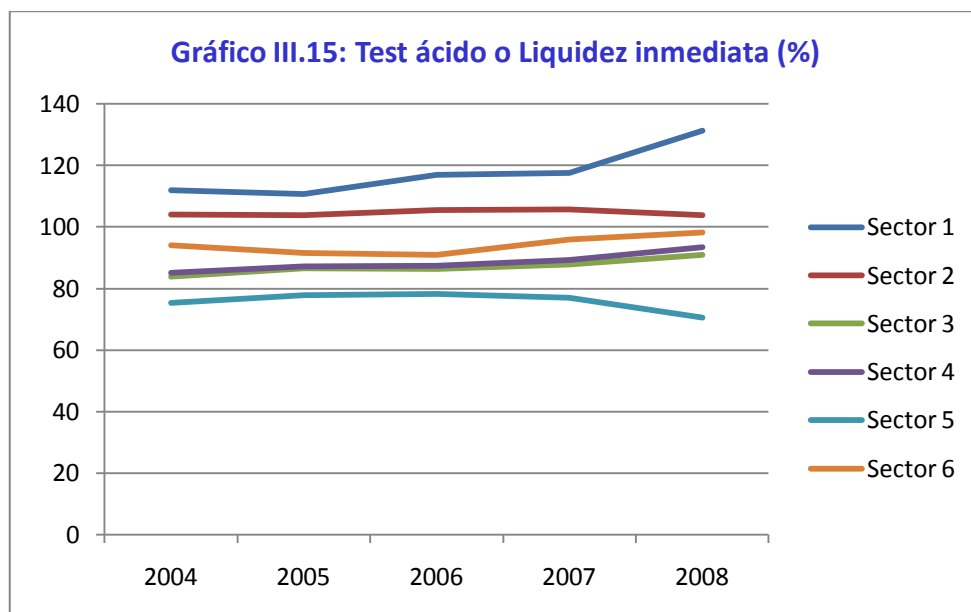
<b>Tabla III.13.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento Corriente</b>					
<b>[Pasivo Corriente /Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	85,17	94,44	89,28	87,15	65,34
<b>Sector 2</b>	107,83	114,10	119,52	116,86	96,03
<b>Sector 3</b>	199,81	194,26	204,61	196,88	164,23
<b>Sector 4</b>	218,51	215,20	225,15	215,84	179,41
<b>Sector 5</b>	75,85	74,83	78,33	67,88	59,36
<b>Sector 6</b>	108,25	114,09	121,73	109,19	75,65
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		10,89	-5,46	-2,39	-25,02
<b>Sector 2</b>		5,82	4,75	-2,22	-17,83
<b>Sector 3</b>		-2,78	5,33	-3,78	-16,58
<b>Sector 4</b>		-1,51	4,62	-4,14	-16,88
<b>Sector 5</b>		-1,34	4,68	-13,35	-12,54
<b>Sector 6</b>		5,40	6,70	-10,30	-30,71



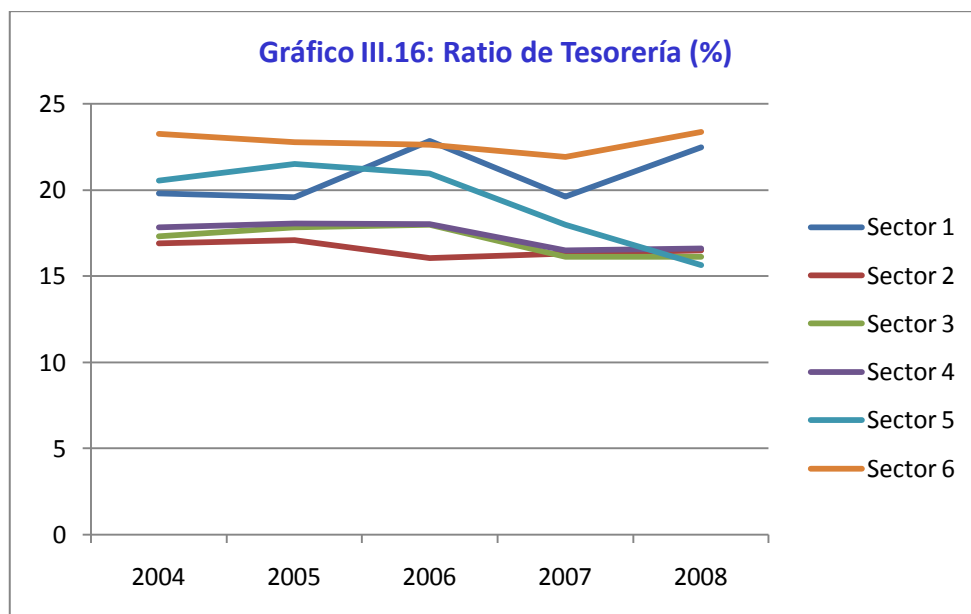
<b>Tabla III.14.</b>					
<b>Solvencia Corriente</b>					
<b>[(Activo Corriente / Pasivo Corriente)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	128,46	129,66	135,24	136,70	162,22
<b>Sector 2</b>	130,10	129,94	130,99	132,15	137,48
<b>Sector 3</b>	143,18	149,16	151,68	154,65	161,92
<b>Sector 4</b>	138,45	143,06	145,56	148,11	152,63
<b>Sector 5</b>	185,15	195,53	202,43	219,13	243,62
<b>Sector 6</b>	121,04	127,20	133,47	144,98	160,31
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		0,93	4,30	1,08	18,67
<b>Sector 2</b>		-0,12	0,81	0,89	4,03
<b>Sector 3</b>		4,18	1,68	1,96	4,71
<b>Sector 4</b>		3,33	1,75	1,75	3,05
<b>Sector 5</b>		5,61	3,53	8,25	11,18
<b>Sector 6</b>		5,08	4,93	8,62	10,57



<b>Tabla III.15.</b>					
<b>Test ácido o Liquidez inmediata</b>					
<b><math>(((\text{Activo corriente} - \text{Existencias} - \text{ANCvta}) / \text{Pasivo corriente}) * 100)</math></b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	112,07	110,74	116,88	117,52	131,42
<b>Sector 2</b>	104,03	103,86	105,50	105,77	103,91
<b>Sector 3</b>	83,84	86,51	86,37	87,85	90,96
<b>Sector 4</b>	85,11	87,17	87,48	89,38	93,37
<b>Sector 5</b>	75,28	77,83	78,29	76,95	70,44
<b>Sector 6</b>	94,12	91,61	90,85	95,94	98,25
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,18	5,54	0,55	11,83
<b>Sector 2</b>		-0,16	1,57	0,26	-1,76
<b>Sector 3</b>		3,18	-0,16	1,72	3,54
<b>Sector 4</b>		2,42	0,36	2,16	4,46
<b>Sector 5</b>		3,39	0,59	-1,72	-8,46
<b>Sector 6</b>		-2,66	-0,84	5,61	2,41



<b>Tabla III.16.</b>					
<b>Ratio de Tesorería</b>					
<b>[(Efectivo y otros activos líquidos equivalentes / Pasivo corriente)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	19,82	19,57	22,85	19,62	22,49
<b>Sector 2</b>	16,92	17,11	16,07	16,32	16,49
<b>Sector 3</b>	17,32	17,83	17,98	16,14	16,12
<b>Sector 4</b>	17,84	18,05	18,02	16,51	16,61
<b>Sector 5</b>	20,56	21,50	20,97	17,98	15,64
<b>Sector 6</b>	23,26	22,77	22,62	21,93	23,38
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,30	16,79	-14,14	14,63
<b>Sector 2</b>		1,15	-6,10	1,60	0,99
<b>Sector 3</b>		2,93	0,88	-10,25	-0,12
<b>Sector 4</b>		1,21	-0,20	-8,38	0,59
<b>Sector 5</b>		4,58	-2,48	-14,24	-13,03
<b>Sector 6</b>		-2,09	-0,69	-3,06	6,61



### 3.1.6. Análisis de la cifra de negocios y los beneficios

A lo largo de la serie temporal estudiada, la Cifra de Negocios total siempre es mayor en el sector de la Construcción, seguido de auxiliares de construcción y de Promotoras Inmobiliarias. Por lo tanto, estos tres sectores son los que concentran la mayor parte de las ventas de las actividades estudiadas.

Al analizar la Cifra de Negocios del Sector de las Promotoras Inmobiliarias (Tabla III.17a.), observamos que existe una tendencia de crecimiento decreciente hasta el año 2006. A partir de 2007, este dato comienza a disminuir, siendo el primer sector dónde se produce esta situación como consecuencia de la crisis económica nacional e internacional.

La caída de la Cifra de Negocios es generalizada en el año 2008 en todos los sectores y la más voluminosa es la de las Promotoras Inmobiliarias (31,85%). A su vez, el sector de la Construcción alcanza un descenso menor (23,01%).

Si estudiamos la evolución de la Cifra de negocios media por empresa en cada sector (Tabla III.17b.), las disminuciones son de menor importancia, como consecuencia de la reducción del número de empresas en el último ejercicio.

<b>Tabla III.17a.</b>					
<b>Cifra de negocio del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	1.202.803,16	1.341.895,14	1.483.537,25	1.725.176,68	1.323.527,48
<b>Sector 2</b>	3.587.123,30	3.939.663,45	4.402.403,31	4.911.320,75	3.524.365,40
<b>Sector 3</b>	28.272.678,31	34.613.587,65	39.372.383,08	44.280.770,46	34.382.733,22
<b>Sector 4</b>	36.531.395,13	45.276.255,27	52.288.479,67	59.772.285,51	46.015.699,33
<b>Sector 5</b>	19.405.737,68	25.113.689,43	28.924.931,81	27.100.374,60	18.470.212,88
<b>Sector 6</b>	2.300.694,96	2.842.257,99	3.319.169,14	3.612.595,51	2.779.283,75
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		11,56	10,56	16,29	-23,28
<b>Sector 2</b>		9,83	11,75	11,56	-28,24
<b>Sector 3</b>		22,43	13,75	12,47	-22,35
<b>Sector 4</b>		23,94	15,49	14,31	-23,01
<b>Sector 5</b>		29,41	15,18	-6,31	-31,85
<b>Sector 6</b>		23,54	16,78	8,84	-23,07



## Pequeñas Empresas: Cifra de negocios (miles de €)

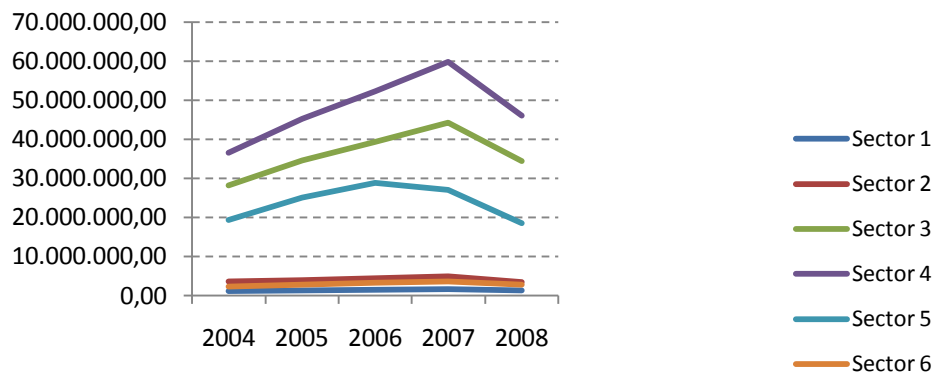
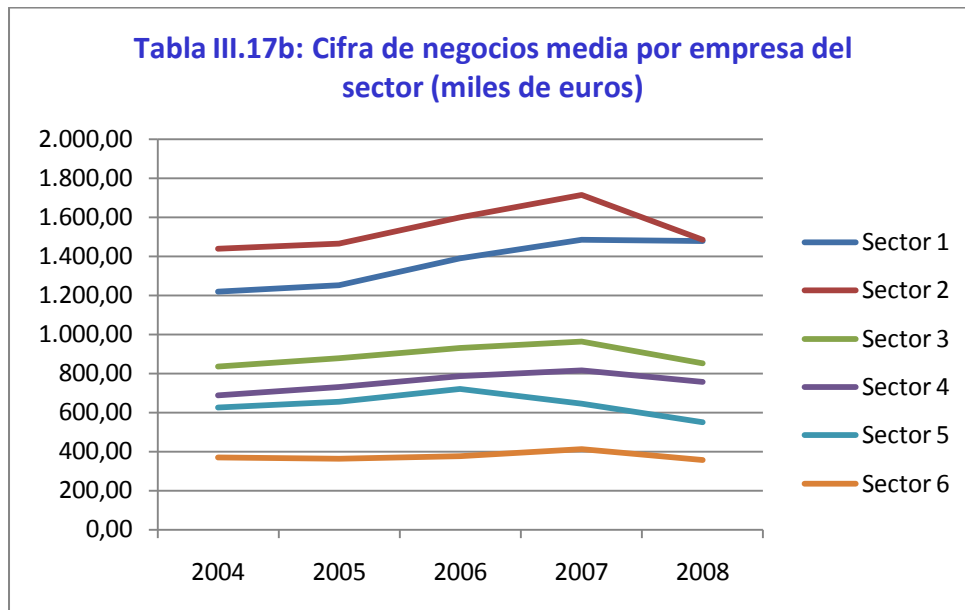


Tabla III.17b.

## Cifra de negocio media por empresa del sector en miles de euros

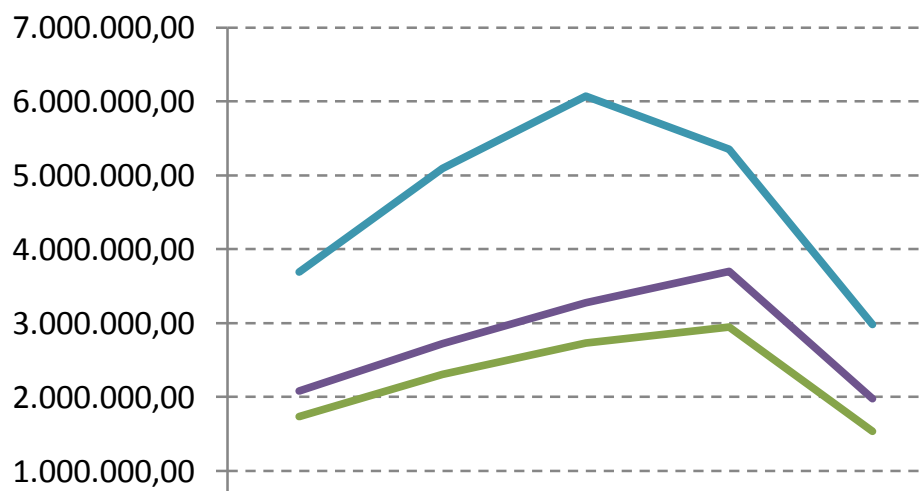
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1.218,65	1.252,94	1.390,38	1.485,94	1.480,46
<b>Sector 2</b>	1.440,03	1.467,29	1.600,29	1.715,45	1.484,57
<b>Sector 3</b>	835,04	877,69	930,99	962,29	850,66
<b>Sector 4</b>	687,37	729,98	784,85	815,36	756,59
<b>Sector 5</b>	624,34	656,45	720,08	646,74	549,71
<b>Sector 6</b>	370,36	363,69	376,15	413,72	357,19
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		2,81	10,97	6,87	-0,37
<b>Sector 2</b>		1,89	9,06	7,20	-13,46
<b>Sector 3</b>		5,11	6,07	3,36	-11,60
<b>Sector 4</b>		6,20	7,52	3,89	-7,21
<b>Sector 5</b>		5,14	9,69	-10,19	-15,00
<b>Sector 6</b>		-1,80	3,43	9,99	-13,66



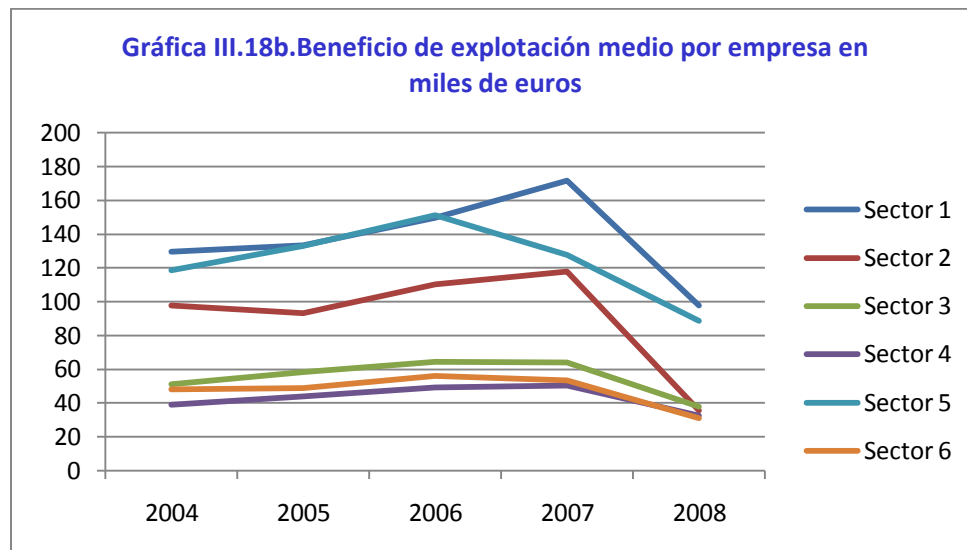
El Beneficio de Explotación del sector (Tabla III.18a.) se concentra en los mismos sectores que hemos mencionado para la CN, pero el de mayor importancia es el de las Promotoras Inmobiliarias. En cuanto a la evolución de este dato, sigue la misma senda, aunque más profunda, que la Cifra de Negocios del sector, con caídas superiores en 2008 al 44%, llegando incluso a ser del 74,91% en el sector de fabricación de materiales de construcción.

Lo mismo sucede con el Beneficio de Explotación medio por empresa en cada sector (Tabla III.18b.), suavizándose las disminuciones comentadas.

<b>Tabla III. 18a.</b>					
<b>Beneficio de explotación del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	128.082,48	142.766,41	159.663,88	199.200,35	87.496,01
<b>Sector 2</b>	243.139,69	249.923,27	303.935,32	337.483,20	84.684,40
<b>Sector 3</b>	1.735.590,18	2.301.500,57	2.727.989,27	2.946.975,52	1.538.029,38
<b>Sector 4</b>	2.077.072,86	2.723.624,70	3.273.318,05	3.700.677,81	1.978.970,99
<b>Sector 5</b>	3.685.905,05	5.094.365,23	6.071.662,18	5.352.429,68	2.977.474,98
<b>Sector 6</b>	299.914,57	381.540,80	493.783,34	467.820,82	241.826,69
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		11,46	11,84	24,76	-56,08
<b>Sector 2</b>		2,79	21,61	11,04	-74,91
<b>Sector 3</b>		32,61	18,53	8,03	-47,81
<b>Sector 4</b>		31,13	20,18	13,06	-46,52
<b>Sector 5</b>		38,21	19,18	-11,85	-44,37
<b>Sector 6</b>		27,22	29,42	-5,26	-48,31

**Pequeñas Empresas: Beneficio de explotación (miles)****Tabla III.18b.****Beneficio de explotación medio por empresa en miles de euros**

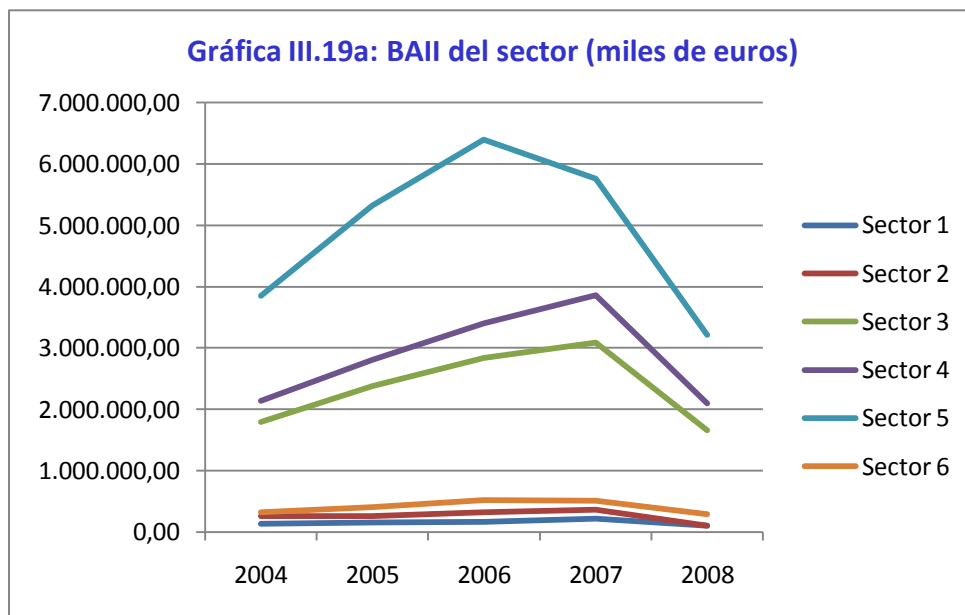
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	129,77	133,30	149,64	171,58	97,87
<b>Sector 2</b>	97,61	93,08	110,48	117,88	35,67
<b>Sector 3</b>	51,26	58,36	64,51	64,04	38,05
<b>Sector 4</b>	39,08	43,91	49,13	50,48	32,54
<b>Sector 5</b>	118,59	133,16	151,15	127,73	88,62
<b>Sector 6</b>	48,28	48,82	55,96	53,58	31,08
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		2,72	12,25	14,66	-42,96
<b>Sector 2</b>		-4,64	18,69	6,69	-69,74
<b>Sector 3</b>		13,85	10,53	-0,72	-40,58
<b>Sector 4</b>		12,36	11,89	2,74	-35,54
<b>Sector 5</b>		12,29	13,51	-15,49	-30,63
<b>Sector 6</b>		1,12	14,62	-4,26	-41,99



El BAIL del sector (Tabla III.19a.) y el Rendimiento después de impuestos del sector (Tabla III.20a.) tienen un comportamiento similar. Los sectores que asumen mayores volúmenes de beneficios son las Promotoras Inmobiliarias y las Constructoras, por este orden, seguidas muy de cerca por el sector auxiliar de la construcción. Los valores más elevados se alcanzan en el año 2006 en las promotoras inmobiliarias y en el año 2007 en las Constructoras, menores.

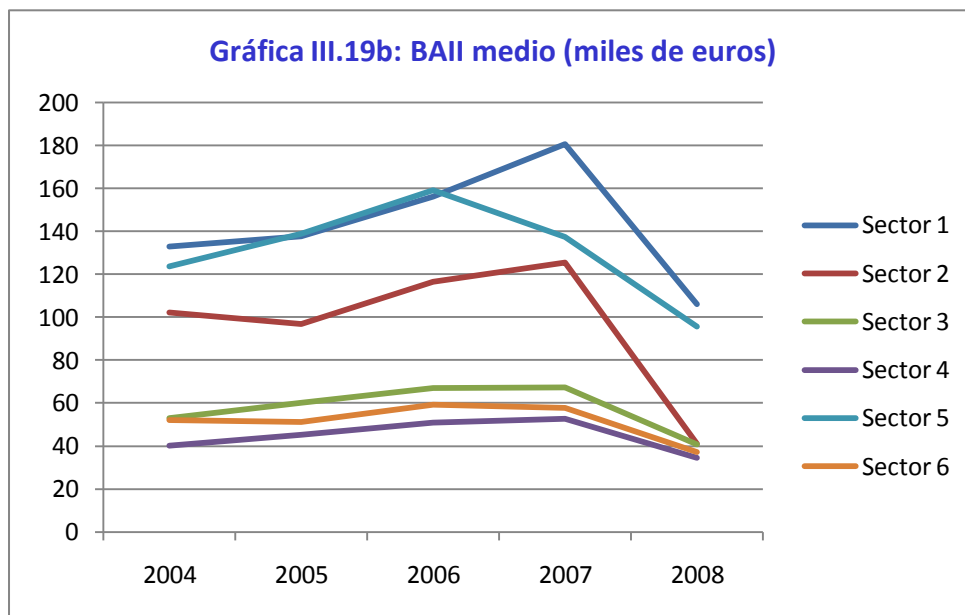
Las Promotoras Inmobiliarias comienzan a tener tasas de crecimiento negativas a partir del año 2007, así como en el sector 6; mientras que resto de los sectores arrojan tasas negativas a partir de 2008. Las disminuciones del BAIL rondan el 45% para las Constructoras y las Promotoras Inmobiliarias, y las del Rendimiento después de impuestos están por encima del 60% en ambos casos.

<b>Tabla III. 19a.</b>					
<b>BAIL del sector en miles de euros</b>					
<b>(Beneficios antes de impuestos + Gastos financieros)</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	131.257,07	147.538,92	166.573,13	209.887,44	94.843,01
<b>Sector 2</b>	254.339,29	259.840,86	320.795,97	359.256,31	97.137,99
<b>Sector 3</b>	1.795.635,31	2.375.064,51	2.831.684,76	3.090.293,48	1.652.085,49
<b>Sector 4</b>	2.136.101,57	2.806.020,07	3.394.943,76	3.857.639,68	2.099.188,86
<b>Sector 5</b>	3.846.598,45	5.317.551,89	6.394.845,78	5.763.938,23	3.208.993,11
<b>Sector 6</b>	322.783,36	400.396,87	522.547,42	505.276,45	288.928,33
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		12,40	12,90	26,00	-54,81
<b>Sector 2</b>		2,16	23,46	11,99	-72,96
<b>Sector 3</b>		32,27	19,23	9,13	-46,54
<b>Sector 4</b>		31,36	20,99	13,63	-45,58
<b>Sector 5</b>		38,24	20,26	-9,87	-44,33
<b>Sector 6</b>		24,05	30,51	-3,31	-42,82

**Tabla III.19b.**

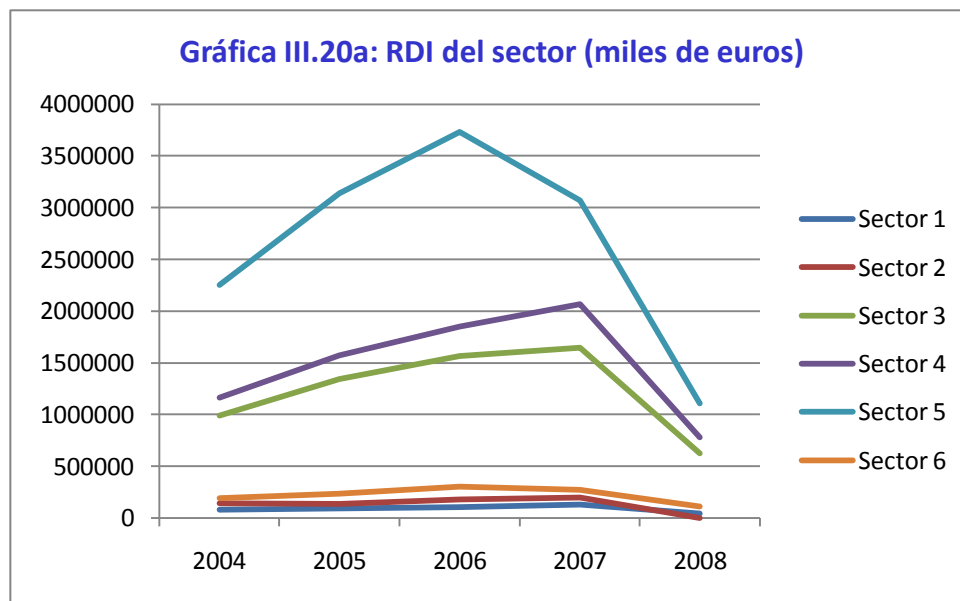
**BAII medio por empresa del sector en miles de euros  
(Beneficios antes de impuestos + Gastos financieros)**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	132,99	137,76	156,11	180,78	106,09
<b>Sector 2</b>	102,10	96,77	116,61	125,48	40,92
<b>Sector 3</b>	53,03	60,22	66,96	67,16	40,87
<b>Sector 4</b>	40,19	45,24	50,96	52,62	34,51
<b>Sector 5</b>	123,76	139,00	159,20	137,55	95,51
<b>Sector 6</b>	51,96	51,23	59,22	57,86	37,13
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		3,59	13,32	15,80	-41,32
<b>Sector 2</b>		-5,22	20,50	7,61	-67,39
<b>Sector 3</b>		13,56	11,18	0,30	-39,14
<b>Sector 4</b>		12,56	12,64	3,27	-34,41
<b>Sector 5</b>		12,31	14,54	-13,60	-30,57
<b>Sector 6</b>		-1,40	15,58	-2,29	-35,83



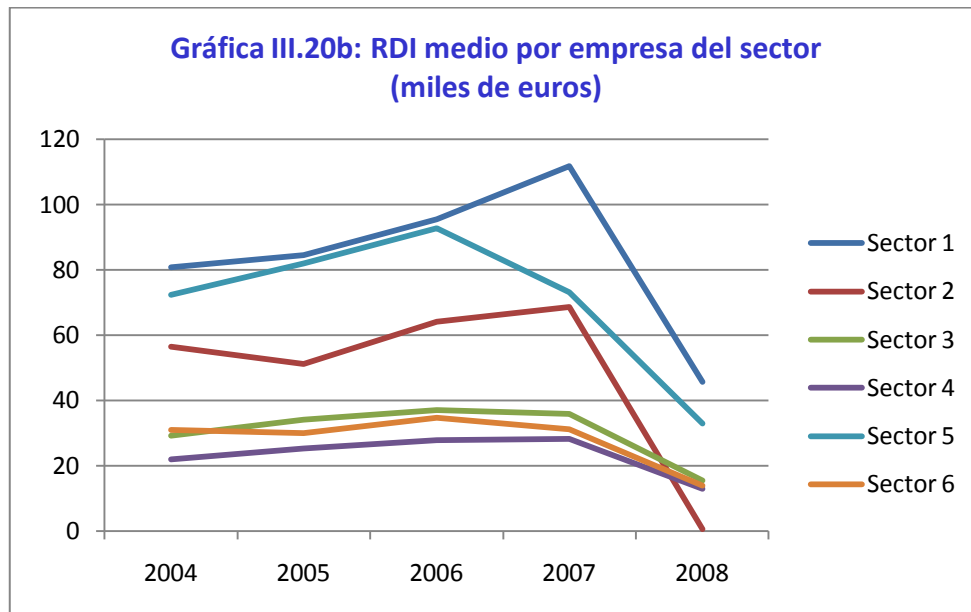
**Tabla III.20a.**  
**Rendimientos después de Impuestos del sector en miles de euros**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	79.731,04	90.541,45	101.986,61	129.821,87	40.876,00
<b>Sector 2</b>	140.898,19	137.259,45	176.593,08	196.452,83	1.423,27
<b>Sector 3</b>	992.174,29	1.345.169,28	1.563.409,05	1.648.156,52	625.580,49
<b>Sector 4</b>	1.165.817,09	1.570.089,53	1.850.826,04	2.064.652,22	781.416,12
<b>Sector 5</b>	2.249.707,71	3.137.589,18	3.728.581,11	3.069.402,80	1.104.455,35
<b>Sector 6</b>	192.478,93	234.522,38	305.789,54	273.051,54	108.850,73
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		13,56	12,64	27,29	-68,51
<b>Sector 2</b>		-2,58	28,66	11,25	-99,28
<b>Sector 3</b>		35,58	16,22	5,42	-62,04
<b>Sector 4</b>		34,68	17,88	11,55	-62,15
<b>Sector 5</b>		39,47	18,84	-17,68	-64,02
<b>Sector 6</b>		21,84	30,39	-10,71	-60,14



**Tabla III.20b.**  
**Rendimientos después de Impuestos medio por empresa del sector**  
**(en miles de euros)**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	80,78	84,54	95,58	111,82	45,72
<b>Sector 2</b>	56,56	51,12	64,19	68,62	0,60
<b>Sector 3</b>	29,30	34,11	36,97	35,82	15,48
<b>Sector 4</b>	21,94	25,31	27,78	28,16	12,85
<b>Sector 5</b>	72,38	82,01	92,82	73,25	32,87
<b>Sector 6</b>	30,99	30,01	34,65	31,27	13,99
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		4,65	13,06	16,99	-59,11
<b>Sector 2</b>		-9,62	25,57	6,89	-99,13
<b>Sector 3</b>		16,40	8,38	-3,11	-56,79
<b>Sector 4</b>		15,40	9,74	1,38	-54,38
<b>Sector 5</b>		13,31	13,18	-21,09	-55,13
<b>Sector 6</b>		-3,15	15,48	-9,77	-55,26



### 3.1.7. Análisis de la Rentabilidad

En las Tablas III.21. a III.27 hemos incluido los datos de los siguientes coeficientes de rentabilidad: Margen de utilidad a nivel de explotación, Margen de utilidad a nivel de empresa, Rentabilidad económica, ROI y Rentabilidad financiera. Nuestro estudio se centra en la rentabilidad económica y en la rentabilidad financiera por considerarlos los más relevantes, si bien se expone el resto de los datos con el fin de que el lector pueda consultarlos como complemento al análisis que realizamos a continuación.

La rentabilidad económica o rentabilidad del activo, en general, se sitúa en torno al 7-8% en 2004, viéndose disminuida hasta el 4-5% en 2008. El sector de la Construcción mantiene tasas cercanas al 7,5% hasta 2007 y en 2008 se reduce más de 2 puntos porcentuales. Por su parte, las Promotoras Inmobiliarias arrojan rentabilidades cercanas al 8% entre los ejercicios 2004 a 2006, reduciéndose al 6,87% en 2007 y al 4,33% en 2008. Como podemos comprobar, la disminución en el último año es del 33,16% y del 36,96%, respectivamente.

El resto de sectores, presentan un comportamiento parecido, ya que sus tasas de rentabilidad económica van siendo menores a medida que se acercan al 2008.

Evidentemente, la pauta comentada es consecuencia de la caída de las ventas y del beneficio antes de intereses e impuestos.

En cuanto a la Rentabilidad Financiera, observamos que los índices son superiores a los de la Rentabilidad Económica. Esta diferencia, pese a que el RDI sea inferior al BAII, viene provocada por el hecho de que en estos sectores la financiación de la inversión o Activo con patrimonio neto es siempre menor al 50% de la misma. En otras palabras, se financia con una proporción mayor de capital ajeno que propio, lo que supone que los datos de Apalancamiento o Multiplicador Patrimonial estén entre el 2 y el 4.

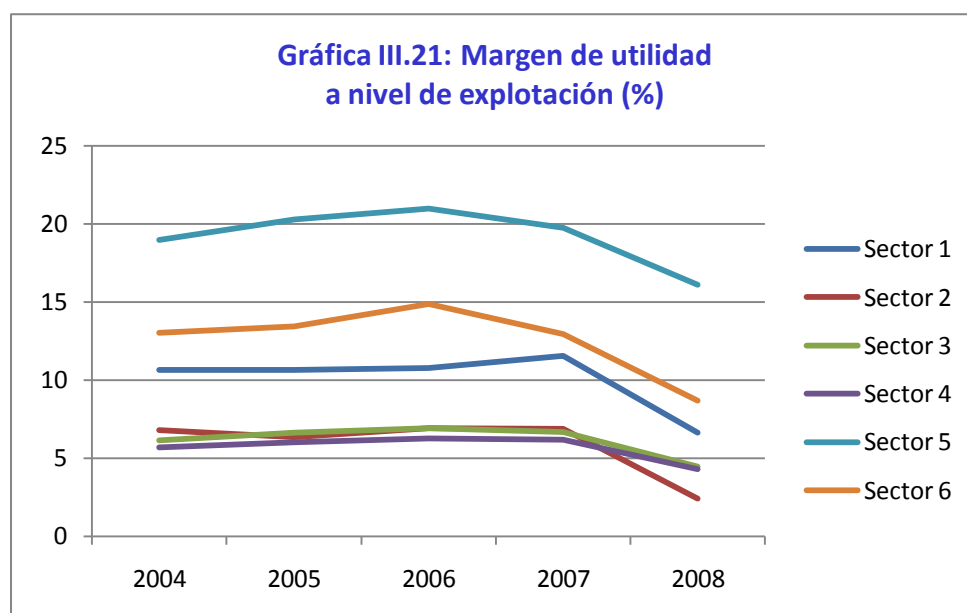
Lo expuesto en el párrafo anterior, hay que ponerlo en relación con Grado de Endeudamiento del sector, que en determinados casos entendemos que son mejorables y, por lo tanto, sería conveniente reducirlos, aunque esto perjudicara en cierta medida a la rentabilidad financiera.



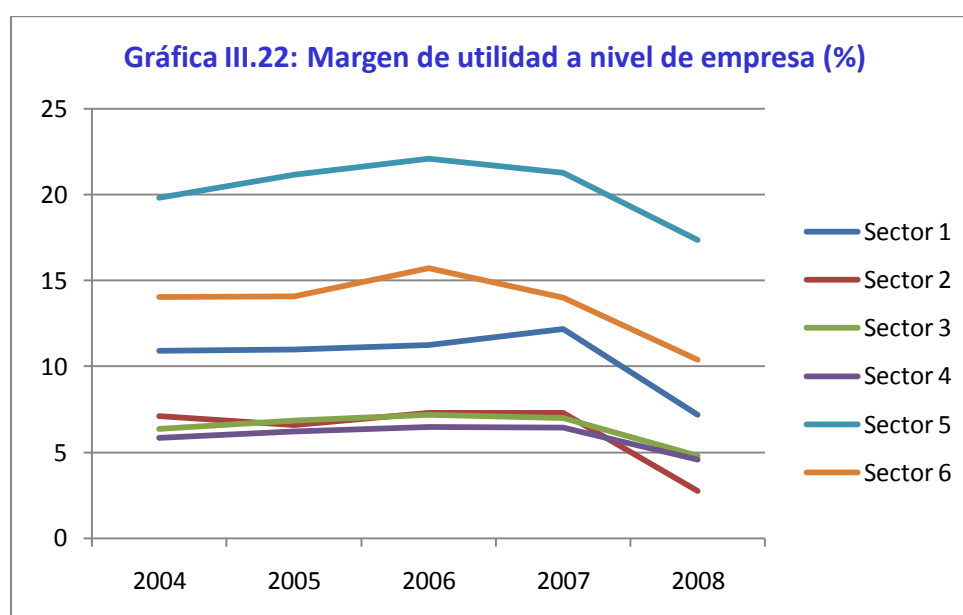
Por otro lado, si estudiamos la evolución de la rentabilidad financiera comprobamos que en 2004 se situaba entre el 10 y el 15%, dependiendo del sector, manteniéndose en tasas similares hasta 2007. En los sectores 3, 4, 5 y 6 comienzan a reducirse estos valores, y en 2008 esta tendencia aumenta y se extiende al resto de los sectores, como consecuencia de la caída del Rendimiento después de impuestos en estos años.

El sector de la Construcción parte de una rentabilidad financiera de un 15,81% en 2004 y termina en 2008 con un 6,97%; mientras que las Promotoras Inmobiliarias en 2004 presentan un dato de 11,46% y en 2008 de 3,98%.

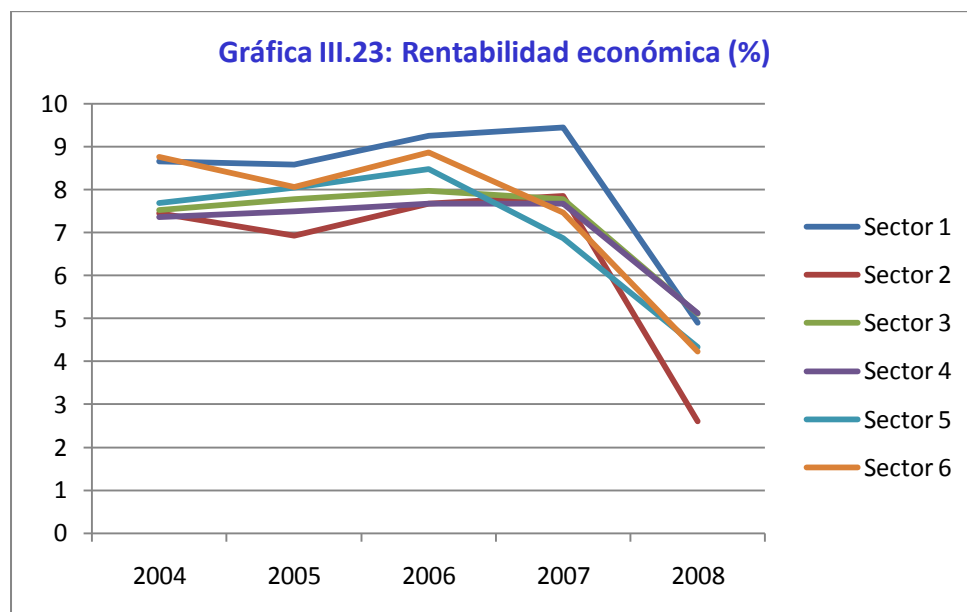
<b>Tabla III.21.</b>					
<b>Margen de utilidad a nivel explotación</b>					
<b>[(Beneficios de explotación / Cifra de Negocios)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	10,65	10,64	10,76	11,55	6,61
<b>Sector 2</b>	6,78	6,34	6,90	6,87	2,40
<b>Sector 3</b>	6,14	6,65	6,93	6,66	4,47
<b>Sector 4</b>	5,69	6,02	6,26	6,19	4,30
<b>Sector 5</b>	18,99	20,29	20,99	19,75	16,12
<b>Sector 6</b>	13,04	13,42	14,88	12,95	8,70
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-0,09	1,16	7,29	-42,75
<b>Sector 2</b>		-6,41	8,83	-0,47	-65,03
<b>Sector 3</b>		8,31	4,20	-3,95	-32,79
<b>Sector 4</b>		5,80	4,07	-1,10	-30,54
<b>Sector 5</b>		6,80	3,48	-5,91	-18,38
<b>Sector 6</b>		2,98	10,82	-12,95	-32,81



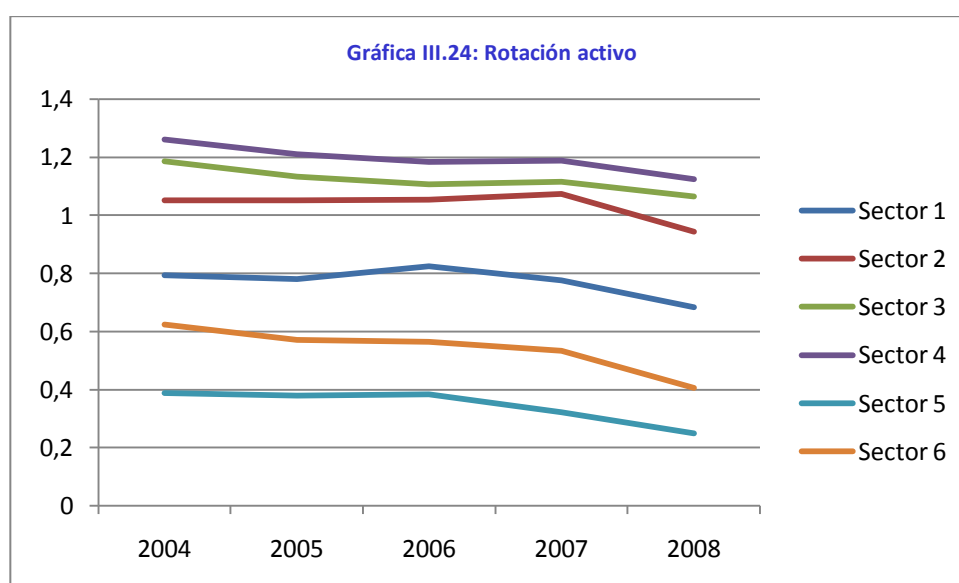
<b>Tabla III.22.</b>					
<b>Margen de utilidad a nivel empresa</b>					
<b>[(BAII / Cifra de Negocios)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	10,91	10,99	11,23	12,17	7,17
<b>Sector 2</b>	7,09	6,60	7,29	7,31	2,76
<b>Sector 3</b>	6,35	6,86	7,19	6,98	4,80
<b>Sector 4</b>	5,85	6,20	6,49	6,45	4,56
<b>Sector 5</b>	19,82	21,17	22,11	21,27	17,37
<b>Sector 6</b>	14,03	14,09	15,74	13,99	10,40
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		0,75	2,12	8,35	-41,10
<b>Sector 2</b>		-6,98	10,48	0,38	-62,32
<b>Sector 3</b>		8,04	4,82	-2,96	-31,15
<b>Sector 4</b>		5,99	4,76	-0,60	-29,32
<b>Sector 5</b>		6,82	4,41	-3,80	-18,31
<b>Sector 6</b>		0,41	11,76	-11,16	-25,67



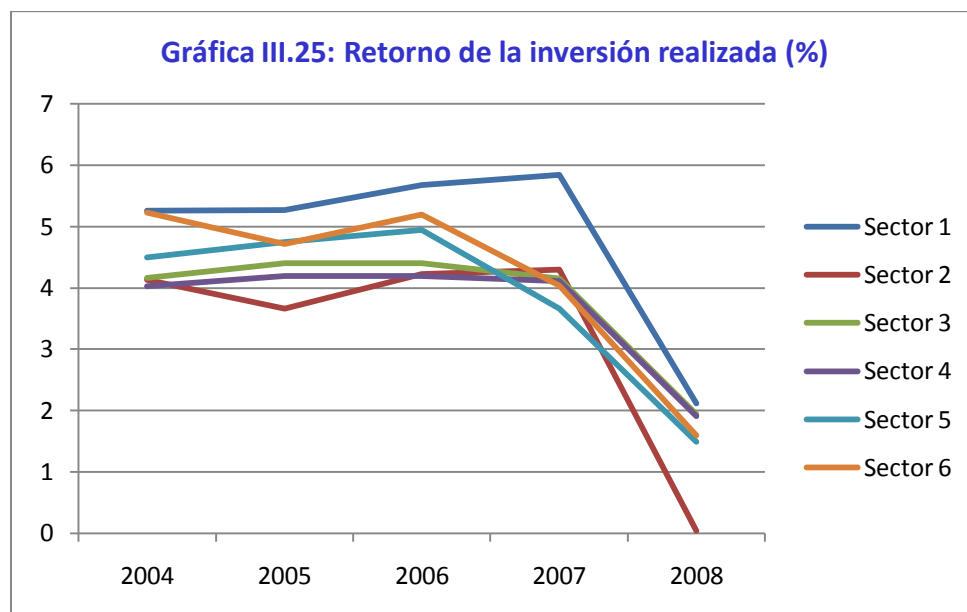
<b>Tabla III.23.</b>					
<b>Rentabilidad económica</b>					
<b>[BAII / Activo Total Neto ) *100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	8,66	8,59	9,26	9,45	4,90
<b>Sector 2</b>	7,46	6,93	7,68	7,86	2,60
<b>Sector 3</b>	7,53	7,78	7,97	7,78	5,11
<b>Sector 4</b>	7,37	7,50	7,68	7,68	5,13
<b>Sector 5</b>	7,69	8,05	8,48	6,87	4,33
<b>Sector 6</b>	8,76	8,06	8,87	7,47	4,23
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-0,83	7,84	2,00	-48,18
<b>Sector 2</b>		-7,10	10,82	2,29	-66,89
<b>Sector 3</b>		3,35	2,37	-2,35	-34,27
<b>Sector 4</b>		1,75	2,41	-0,12	-33,16
<b>Sector 5</b>		4,65	5,38	-19,05	-36,96
<b>Sector 6</b>		-8,04	10,17	-15,79	-43,44



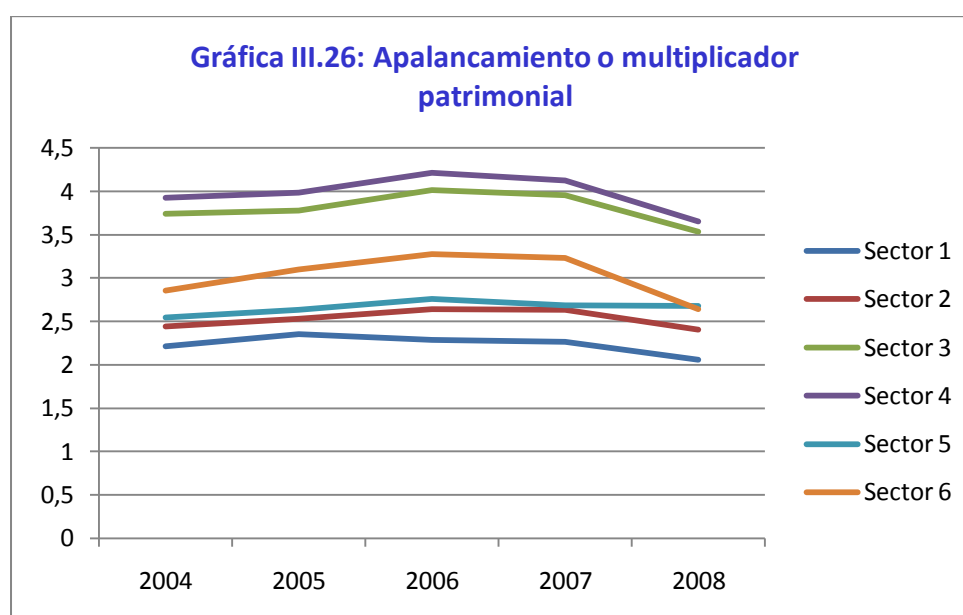
<b>Tabla III.24.</b>					
<b>Rotación activo</b>					
<b>[(Cifra de Negocios / Activo Total Neto)]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	0,79	0,78	0,83	0,78	0,68
<b>Sector 2</b>	1,05	1,05	1,05	1,07	0,94
<b>Sector 3</b>	1,19	1,13	1,11	1,11	1,06
<b>Sector 4</b>	1,26	1,21	1,18	1,19	1,12
<b>Sector 5</b>	0,39	0,38	0,38	0,32	0,25
<b>Sector 6</b>	0,62	0,57	0,56	0,53	0,41
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,57	5,60	-5,87	-12,02
<b>Sector 2</b>		-0,13	0,30	1,90	-12,12
<b>Sector 3</b>		-4,34	-2,33	0,64	-4,53
<b>Sector 4</b>		-4,00	-2,24	0,48	-5,45
<b>Sector 5</b>		-2,04	0,93	-15,86	-22,83
<b>Sector 6</b>		-8,41	-1,42	-5,22	-23,90



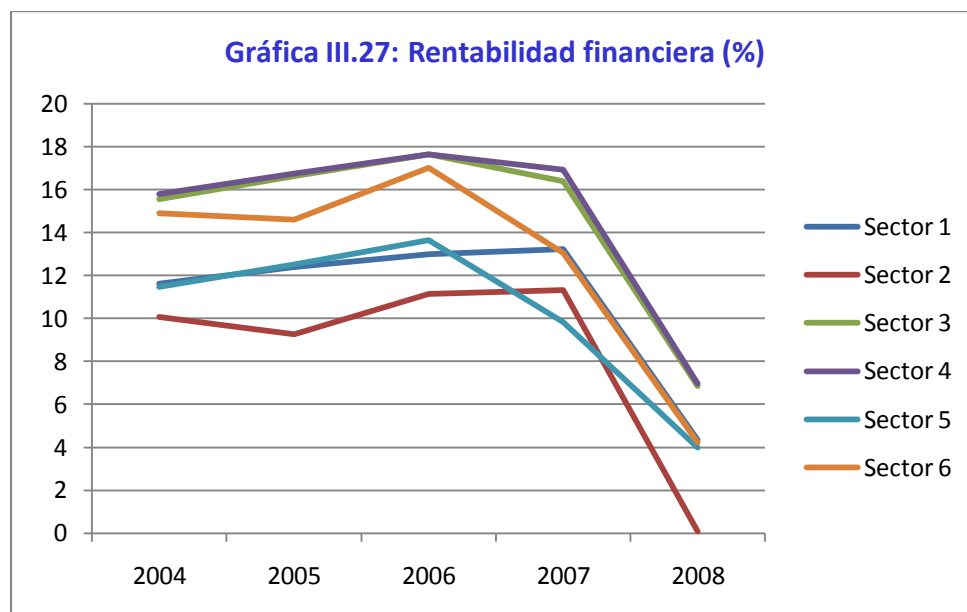
<b>Tabla III.25.</b>					
<b>ROI (ROA) Retorno de la inversión realizada</b>					
<b>[(Rendimientos después de Impuestos / Activo Total Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	5,26	5,27	5,67	5,85	2,11
<b>Sector 2</b>	4,13	3,66	4,23	4,30	0,04
<b>Sector 3</b>	4,16	4,41	4,40	4,15	1,94
<b>Sector 4</b>	4,02	4,20	4,19	4,11	1,91
<b>Sector 5</b>	4,50	4,75	4,95	3,66	1,49
<b>Sector 6</b>	5,22	4,72	5,19	4,04	1,59
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		0,19	7,59	3,04	-63,89
<b>Sector 2</b>		-11,41	15,48	1,61	-99,11
<b>Sector 3</b>		5,94	-0,21	-5,67	-53,33
<b>Sector 4</b>		4,32	-0,22	-1,95	-53,52
<b>Sector 5</b>		5,57	4,14	-26,07	-59,26
<b>Sector 6</b>		-9,67	10,07	-22,24	-60,57



<b>Tabla III.26.</b>					
<b>Apalancamiento o multiplicador patrimonial</b>					
<b>[(Activo Total Neto) / Patrimonio Neto]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	2,21	2,35	2,29	2,26	2,06
<b>Sector 2</b>	2,44	2,53	2,64	2,64	2,41
<b>Sector 3</b>	3,74	3,78	4,01	3,95	3,53
<b>Sector 4</b>	3,93	3,99	4,21	4,12	3,65
<b>Sector 5</b>	2,55	2,63	2,76	2,69	2,68
<b>Sector 6</b>	2,85	3,10	3,28	3,24	2,64
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		6,52	-2,72	-1,22	-9,13
<b>Sector 2</b>		3,85	4,17	-0,11	-8,69
<b>Sector 3</b>		0,94	6,26	-1,50	-10,57
<b>Sector 4</b>		1,52	5,60	-2,10	-11,46
<b>Sector 5</b>		3,34	4,83	-2,61	-0,48
<b>Sector 6</b>		8,49	5,83	-1,29	-18,29



<b>Tabla III.27.</b>					
<b>Rentabilidad financiera</b>					
<b>[(Rendimientos después de Impuestos / Patrimonio Neto)*100]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	11,63	12,41	12,99	13,22	4,34
<b>Sector 2</b>	10,08	9,27	11,16	11,32	0,09
<b>Sector 3</b>	15,57	16,65	17,65	16,40	6,84
<b>Sector 4</b>	15,81	16,75	17,65	16,94	6,97
<b>Sector 5</b>	11,46	12,51	13,65	9,83	3,99
<b>Sector 6</b>	14,91	14,61	17,02	13,07	4,21
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		6,72	4,66	1,78	-67,19
<b>Sector 2</b>		-8,00	20,30	1,50	-99,19
<b>Sector 3</b>		6,94	6,04	-7,08	-58,26
<b>Sector 4</b>		5,90	5,37	-4,01	-58,84
<b>Sector 5</b>		9,10	9,17	-28,00	-59,45
<b>Sector 6</b>		-2,01	16,49	-23,24	-67,78



### 3.1.8. El empleo

El número medio de trabajadores del sector de la Construcción se sitúa alrededor de 7-8 trabajadores por empresa en los años estudiados; mientras que las Promotoras Inmobiliarias se encuentran en torno a 3 trabajadores por empresa como media. (Tabla III.28.)

Cada sector refleja una tendencia casi plana hasta el año 2006. En el ejercicio 2007, las caídas de empleo son más generalizadas, en torno al 2% en los sectores 3, 4 y 5. En el avance del 2008 se producen disminuciones significativas en los sectores de Construcción (8,01%) y auxiliares de construcción (10,13%). Las Promotoras Inmobiliarias también ven reducido su nivel de empleo en el 4,73% según los datos de 2008.

Debido a sus características, el sector de las Constructoras comienza en el año 2004 con 15,43 trabajadores por millón de euros de inversión, finalizando en el año 2008 con 11,27. Como se puede comprobar en la Tabla III.29, la tasa de variación interanual disminuye todos los años.

En las Promotoras Inmobiliarias también se observan variaciones negativas constantes, incluso más pronunciadas que en las Constructoras, reduciéndose este ratio desde 1,91 trabajadores por millón de euros invertidos hasta el 1,28. El resto de los sectores también reflejan la misma tendencia que los dos anteriores.

El coste salarial en miles euros por trabajador (Tabla III.32.) de las Constructoras pasa de 20,34 en 2004 a 26,43 en 2008. En las Promotoras Inmobiliarias se inicia con 12,42 miles de euros en 2004 y concluye en 2008 con 15,34 miles de euros. En general, este dato experimenta alzas en todos los sectores y años, que no encontramos significativas en términos absolutos.

En el avance de 2008 tienen lugar los incrementos porcentuales más elevados en casi todos los sectores menos en el sector 6.

En términos de productividad medida sobre la Cifra de Negocios (Tabla III.30.), el sector más productivo es el de las Promotoras Inmobiliarias, que cuentan con el menor número medio de trabajadores por empresa. En cambio, las Constructoras son de los sectores menos productivos sólo por delante del sector 6.

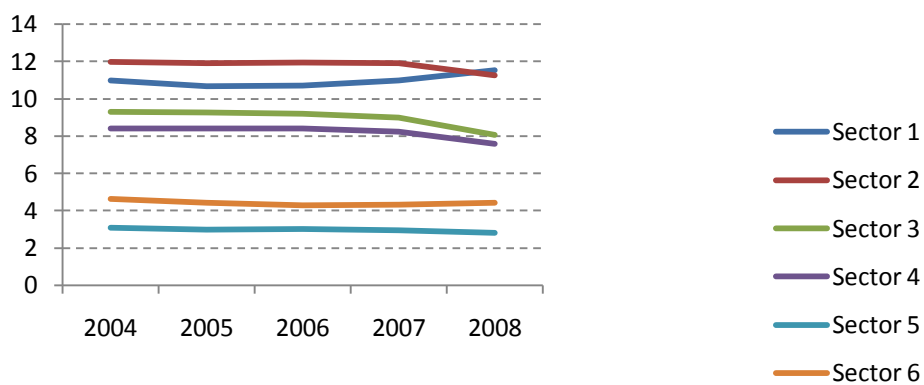
Las tasas de variación interanual son positivas hasta el 2007, menos el sector 5, cayendo todas en el ejercicio 2008 excepto las Constructoras.

Analizando la composición del valor añadido en cada uno de los sectores, la participación del personal en el sector de las Constructoras oscila entre el 78,67% y el 85,30%. Así mismo, los sectores 2 y 3 arrojan datos similares. Por otro lado, las Promotoras Inmobiliarias reflejan participaciones notablemente inferiores, oscilando entre el 20,44% y el 31,18%.

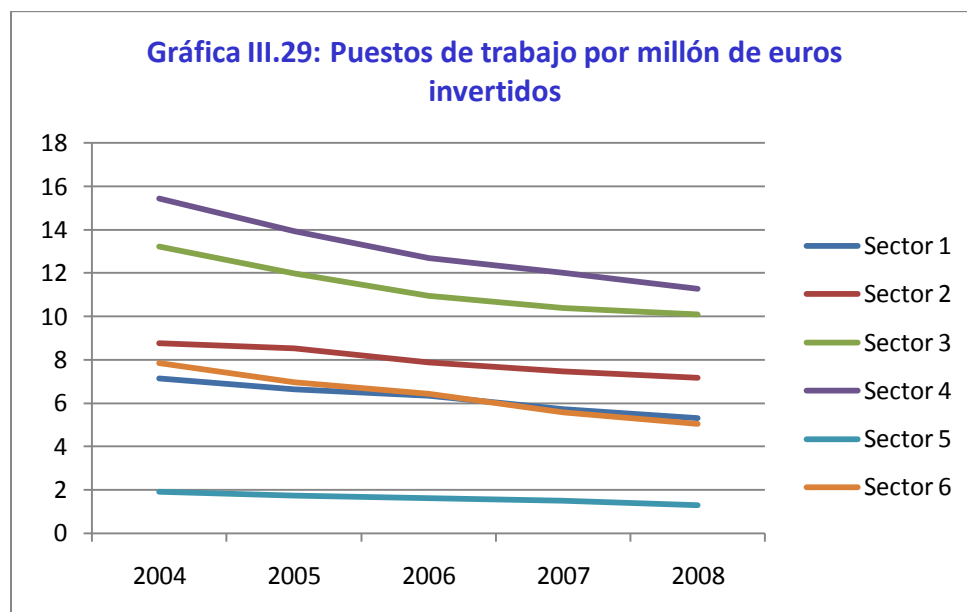
Las tasas de crecimiento interanual nos indican que la participación del personal en el Valor Añadido Neto ha ido disminuyendo en términos generales hasta 2007 en los sectores 1, 2, 3 y 4. La tendencia decreciente comienza a desaparecer en 2007 en los sectores 5 y 6, y en 2008 aumenta en todos. Entendemos que este hecho se produce por la reducción del Valor Añadido Neto de las empresas, ya que los niveles de beneficio se van reduciendo así como el impuesto sobre el beneficio.



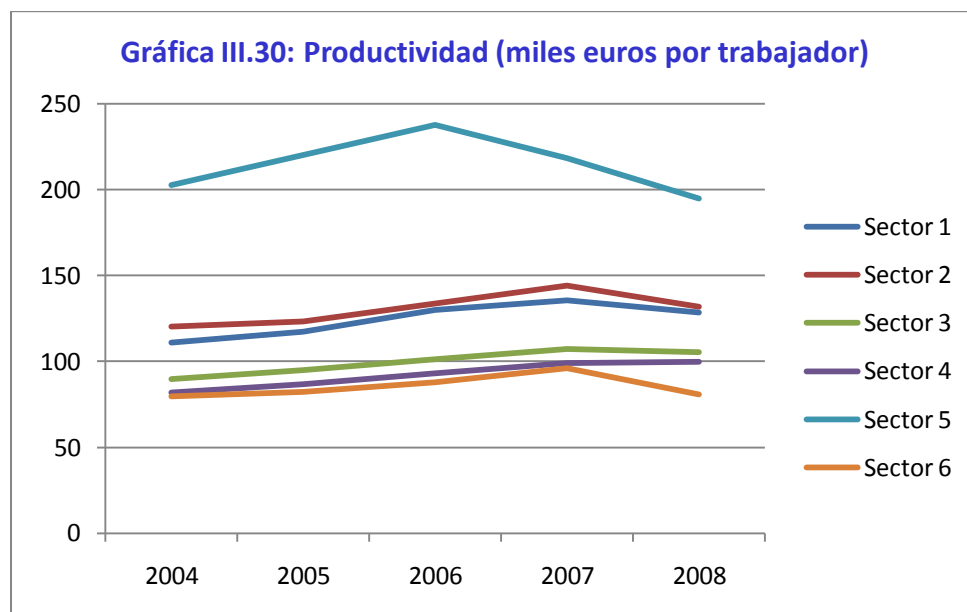
<b>Tabla III.28.</b>					
<b>Número medio de empleados por empresa</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	10,98	10,67	10,70	10,97	11,53
<b>Sector 2</b>	11,98	11,91	11,95	11,91	11,27
<b>Sector 3</b>	9,32	9,26	9,20	8,98	8,07
<b>Sector 4</b>	8,41	8,40	8,42	8,24	7,58
<b>Sector 5</b>	3,08	2,98	3,03	2,96	2,82
<b>Sector 6</b>	4,65	4,43	4,29	4,31	4,43
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-2,82	0,28	2,52	5,10
<b>Sector 2</b>		-0,58	0,34	-0,33	-5,37
<b>Sector 3</b>		-0,64	-0,65	-2,39	-10,13
<b>Sector 4</b>		-0,12	0,24	-2,14	-8,01
<b>Sector 5</b>		-3,25	1,68	-2,31	-4,73
<b>Sector 6</b>		-4,73	-3,16	0,47	2,78

**Pequeñas Empresas: Número medio de empleados**

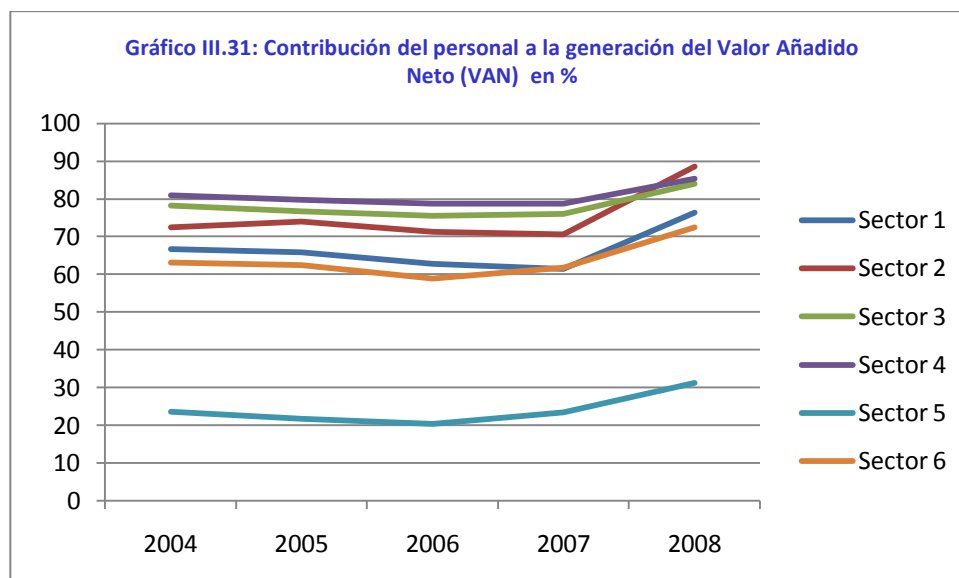
<b>Tabla III.29.</b>					
<b>Puestos de trabajo por millón de euros invertidos</b>					
<b>[nº total estimado de trabajadores / Activo]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	7,15	6,65	6,35	5,73	5,32
<b>Sector 2</b>	8,76	8,53	7,87	7,46	7,17
<b>Sector 3</b>	13,23	11,97	10,95	10,40	10,10
<b>Sector 4</b>	15,43	13,93	12,70	12,02	11,27
<b>Sector 5</b>	1,91	1,73	1,61	1,48	1,28
<b>Sector 6</b>	7,84	6,97	6,43	5,57	5,04
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-6,97	-4,57	-9,70	-7,18
<b>Sector 2</b>		-2,55	-7,72	-5,26	-3,91
<b>Sector 3</b>		-9,57	-8,52	-4,96	-2,95
<b>Sector 4</b>		-9,71	-8,86	-5,35	-6,26
<b>Sector 5</b>		-9,85	-6,45	-8,48	-13,50
<b>Sector 6</b>		-11,15	-7,70	-13,42	-9,40



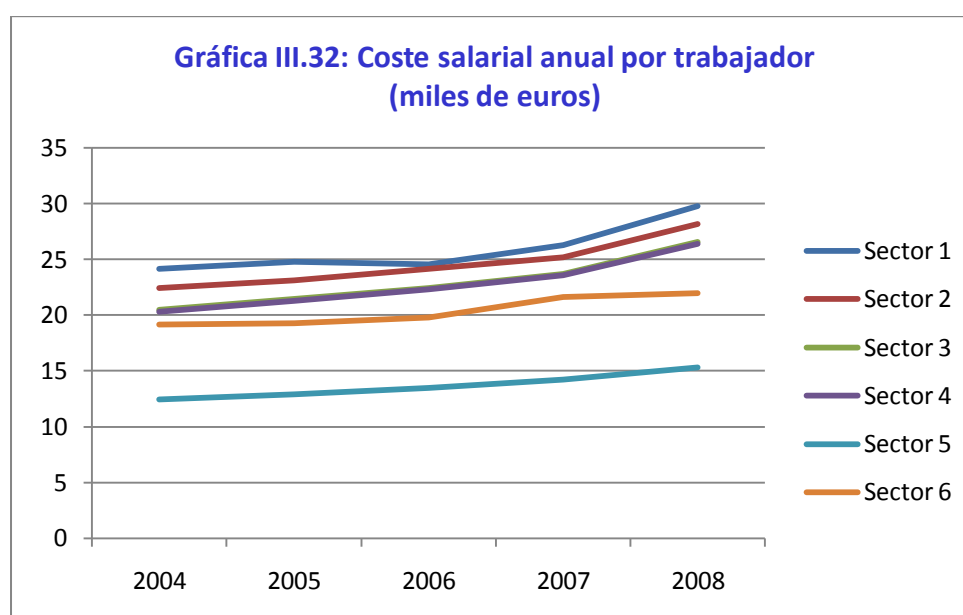
<b>Tabla III. 30.</b>					
<b>Productividad en miles de euros por trabajador</b>					
<b>[(Cifra de Negocios / nº total estimado de trabajadores)]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	110,99	117,43	129,94	135,45	128,40
<b>Sector 2</b>	120,20	123,20	133,92	144,03	131,73
<b>Sector 3</b>	89,60	94,78	101,19	107,16	105,41
<b>Sector 4</b>	81,73	86,90	93,21	98,95	99,81
<b>Sector 5</b>	202,71	220,28	237,65	218,49	194,93
<b>Sector 6</b>	79,65	82,10	87,68	95,99	80,63
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		5,80	10,66	4,24	-5,21
<b>Sector 2</b>		2,49	8,70	7,56	-8,54
<b>Sector 3</b>		5,79	6,76	5,89	-1,63
<b>Sector 4</b>		6,33	7,26	6,16	0,87
<b>Sector 5</b>		8,67	7,88	-8,06	-10,78
<b>Sector 6</b>		3,08	6,80	9,48	-16,00



<b>Tabla III.31.</b>					
<b>Contribución del personal a la generación de Valor Añadido Neto (VAN)</b>					
<b>[(Gastos personal / Valor Añadido Neto)*100]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	66,63	65,78	62,76	61,47	76,40
<b>Sector 2</b>	72,46	74,02	71,23	70,52	88,58
<b>Sector 3</b>	78,28	76,76	75,47	76,06	84,03
<b>Sector 4</b>	80,97	79,82	78,67	78,67	85,30
<b>Sector 5</b>	23,61	21,70	20,44	23,47	31,18
<b>Sector 6</b>	63,21	62,53	58,92	61,73	72,39
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,27	-4,59	-2,06	24,29
<b>Sector 2</b>		2,15	-3,77	-0,99	25,61
<b>Sector 3</b>		-1,94	-1,68	0,79	10,48
<b>Sector 4</b>		-1,43	-1,43	-0,01	8,44
<b>Sector 5</b>		-8,09	-5,83	14,81	32,86
<b>Sector 6</b>		-1,07	-5,77	4,77	17,27



<b>Tabla III.32.</b>					
<b>Coste salarial anual del sector en miles de euros por trabajador</b>					
<b>[(Gastos personal / nº total estimado de trabajadores)]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	24,18	24,82	24,59	26,29	29,78
<b>Sector 2</b>	22,42	23,15	24,16	25,21	28,17
<b>Sector 3</b>	20,51	21,48	22,42	23,73	26,60
<b>Sector 4</b>	20,34	21,30	22,32	23,59	26,43
<b>Sector 5</b>	12,42	12,93	13,50	14,25	15,34
<b>Sector 6</b>	19,18	19,28	19,81	21,64	21,97
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		2,65	-0,93	6,91	13,29
<b>Sector 2</b>		3,25	4,37	4,34	11,74
<b>Sector 3</b>		4,74	4,38	5,83	12,10
<b>Sector 4</b>		4,72	4,82	5,66	12,05
<b>Sector 5</b>		4,09	4,39	5,56	7,67
<b>Sector 6</b>		0,53	2,73	9,22	1,55



## 3.2. Empresas Medianas.

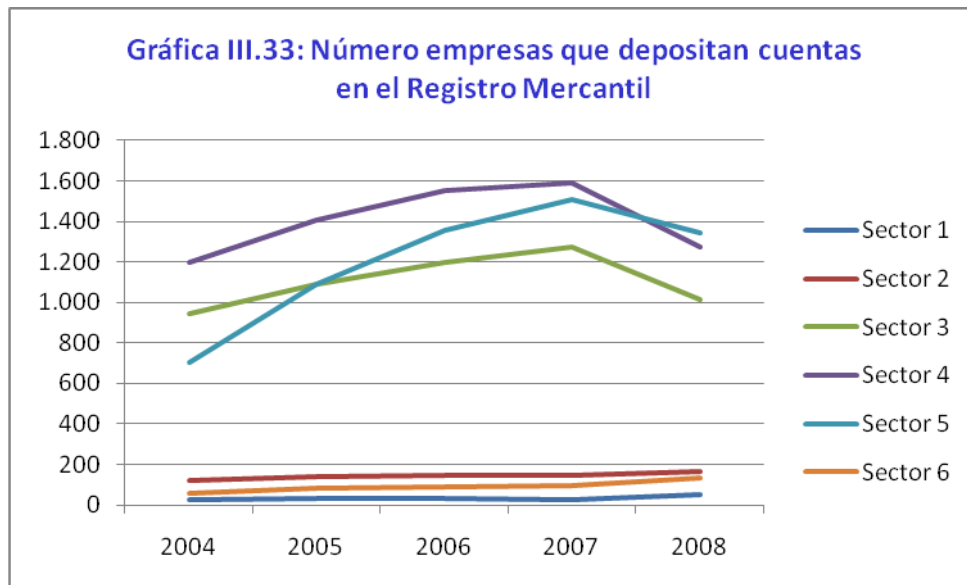
### 3.2.1. Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil

Los sectores que concentran el mayor número de empresas son, por este orden, los de las Promotoras Inmobiliarias (5), las empresas Constructoras (4) y las empresas auxiliares de construcción en el año 2008. No obstante, en el año 2004 los sectores que concentraban mayor número de empresas era el sector de construcción, seguido del sector de auxiliares de la construcción y del sector de las Promotoras inmobiliarias (véase tabla III.33.).

Los sectores 1, 2 y 6 están a gran distancia con respecto a los sectores mencionados en el párrafo anterior.

La evolución en general del número de empresas en todos los sectores (excepto en el sector de empresas extractoras de materiales) es creciente hasta el año 2007, truncándose este crecimiento con disminuciones en los sectores de auxiliar de construcción (-20,06%), construcción (-19,96%) y promotoras inmobiliarias (-11,06%), siendo las mayores caídas las auxiliares de construcción y construcción. En el resto de los sectores acontecen aumentos (véase tabla III.33. y gráfica III.33.)

<b>Tabla III.33.</b>					
<b>Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el RM</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	26	34	29	26	52
<b>Sector 2</b>	123	141	143	143	167
<b>Sector 3</b>	944	1.088	1.200	1.271	1.016
<b>Sector 4</b>	1.199	1.404	1.555	1.593	1.275
<b>Sector 5</b>	703	1.087	1.353	1.510	1.343
<b>Sector 6</b>	58	81	87	93	134
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		30,77	-14,71	-10,34	100,00
<b>Sector 2</b>		14,63	1,42	0,00	16,78
<b>Sector 3</b>		15,25	10,29	5,92	-20,06
<b>Sector 4</b>		17,10	10,75	2,44	-19,96
<b>Sector 5</b>		54,62	24,47	11,60	-11,06
<b>Sector 6</b>		39,66	7,41	6,90	44,09



### 3.2.2. Análisis de la inversión

En el estudio de la inversión total de las empresas medianas de cada uno de los sectores, comprobamos que los sectores que concentran el mayor volumen de activos son la Promoción Inmobiliaria, construcción y auxiliar de construcción, por este orden y a lo largo de toda la serie histórica.

El sector que destaca de todos ellos es el de las Promotoras Inmobiliarias, alcanzando en el 2008 el valor del activo la cuantía de 56.262.590 miles de euros, partiendo en el 2004 con la cuantía de 26.290.129 miles de euros, es decir, en cinco años aumenta un 114%.

En cuanto a la evolución del dato de activo total del sector es destacable el cambio en la tendencia en 2008 (véase Tabla III.34a.) en los sectores de fabricación de materiales (-15,51%), auxiliares de construcción (-5,30%) y las promotoras inmobiliarias (-9,06%). Se estanca en el 2008 el sector de la construcción (0,98%), produciéndose aumentos significativos en el sector de actividad extractora de materiales (198,38%) y el sector de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria (57,53%).

Si analizamos los datos medios de cada sector (véase tabla III.34b.), nos encontramos con crecimiento a lo largo de toda la serie estudiada, excepto en el sector de fabricación de materiales, donde el activo medio por empresa de este sector disminuye un 27,66%. Concretamente, sólo ven aumentos notables de dos dígitos en su activo medio por empresa los sectores de extracción de materiales (49,19%), construcción (26,17%) y actividades auxiliares de la construcción (18,47%), siendo los crecimientos más modestos en las empresas medias del sector de promotoras inmobiliarias y aquellas de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria.

<b>Tabla III.34a.</b>					
<b>Activo del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	407.984	655.451	556.831	504.912	1.506.543
<b>Sector 2</b>	2.416.639	2.949.113	3.662.489	3.861.124	3.262.131
<b>Sector 3</b>	9.636.532	12.885.801	15.045.705	16.555.098	15.677.279
<b>Sector 4</b>	10.137.967	13.807.071	17.152.002	19.083.309	19.270.383
<b>Sector 5</b>	26.290.129	41.693.589	53.011.960	61.868.362	56.262.590
<b>Sector 6</b>	1.151.518	1.607.240	1.938.439	2.482.928	3.911.280
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		60,66	-15,05	-9,32	198,38
<b>Sector 2</b>		22,03	24,19	5,42	-15,51
<b>Sector 3</b>		33,72	16,76	10,03	-5,30
<b>Sector 4</b>		36,19	24,23	11,26	0,98
<b>Sector 5</b>		58,59	27,15	16,71	-9,06
<b>Sector 6</b>		39,58	20,61	28,09	57,53

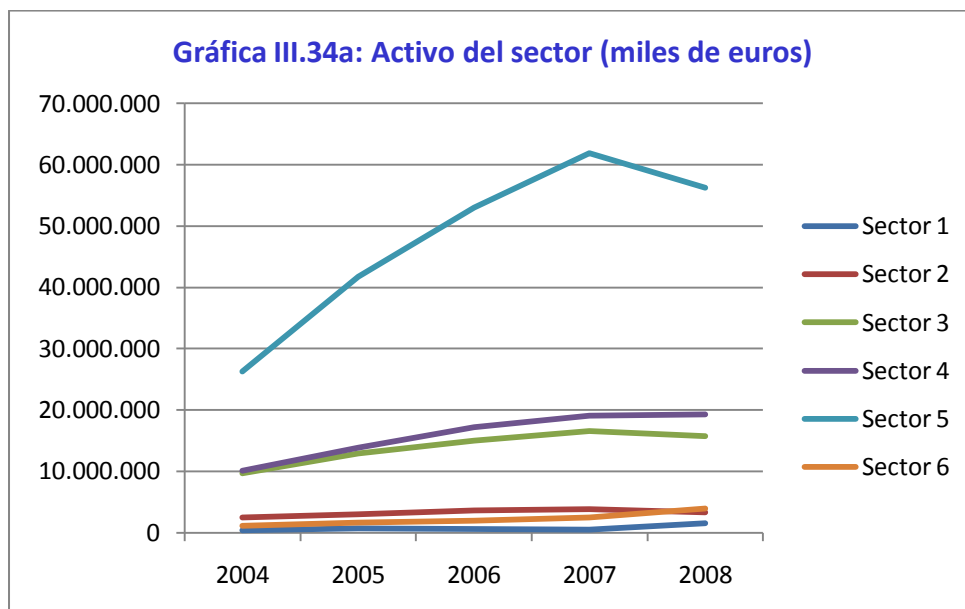
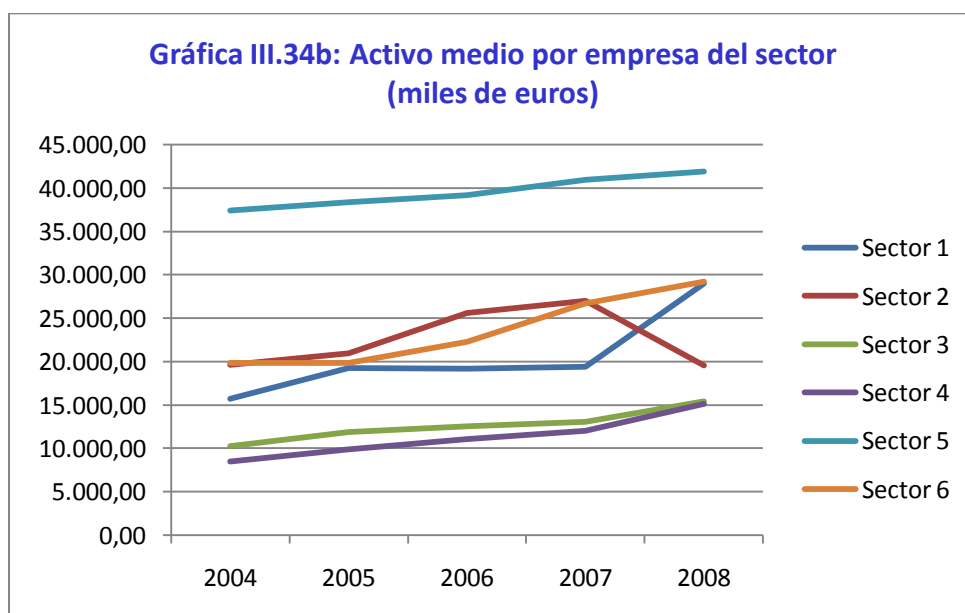




Tabla III.34b.					
Activo medio por empresa del sector en miles de euros					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	15.691,69	19.277,97	19.201,07	19.419,69	28.971,98
<b>Sector 2</b>	19.647,47	20.915,70	25.611,81	27.000,87	19.533,72
<b>Sector 3</b>	10.208,19	11.843,57	12.538,09	13.025,25	15.430,39
<b>Sector 4</b>	8.455,35	9.834,10	11.030,23	11.979,48	15.114,03
<b>Sector 5</b>	37.397,05	38.356,57	39.181,05	40.972,43	41.893,22
<b>Sector 6</b>	19.853,76	19.842,47	22.280,91	26.698,15	29.188,66
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		22,85	-0,40	1,14	49,19
<b>Sector 2</b>		6,45	22,45	5,42	-27,66
<b>Sector 3</b>		16,02	5,86	3,89	18,47
<b>Sector 4</b>		16,31	12,16	8,61	26,17
<b>Sector 5</b>		2,57	2,15	4,57	2,25
<b>Sector 6</b>		-0,06	12,29	19,83	9,33



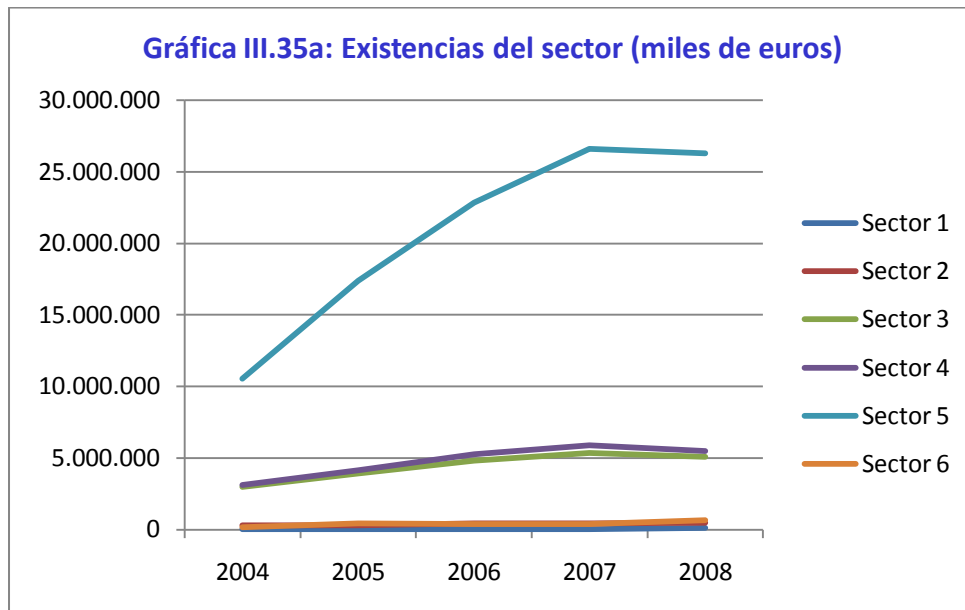
Tal y como habíamos comentado en el epígrafe de empresas pequeñas, para analizar la inversión de las empresas de estos sectores es fundamental el estudio de la evolución de las existencias. En las Tablas III.35a. y III.35b. se exponen los datos totales y medios de las existencias a lo largo de la serie histórica analizada.

En el año 2008 el sector de promotoras inmobiliarias concentra el 69,07% de todas las existencias en el conjunto de los sectores analizados, seguido a gran distancia por los sectores de constructoras (14,39%) y el de auxiliares de construcción (13,29%), como se puede comprobar en el gráfico III. 35a.

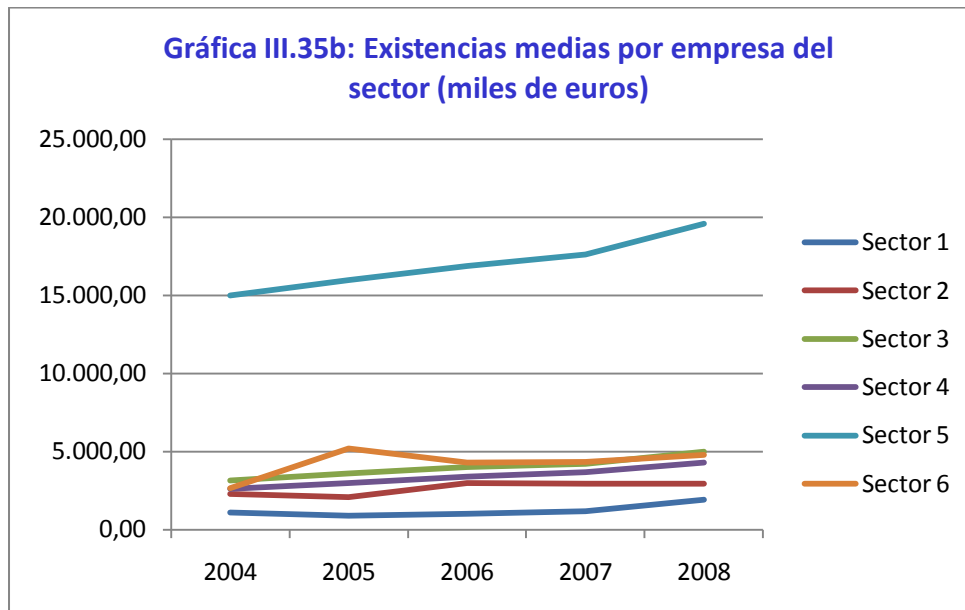
En relación a la evolución de las existencias en los diferentes sectores podemos ver que han ido aumentando año tras año, excepto en los sectores auxiliar de construcción, construcción y promotoras inmobiliarias en el año 2008 donde sufren caídas de -5,48%, -6,67% y -1,11%, respectivamente.

Un aspecto a destacar son las existencias en el sector de empresas extractoras de materiales, donde hay una caída del -4,95% en el año 2006, pero sin embargo tiene un aumento del 224,52% en el año 2008. Este comportamiento se debe en gran parte, al tirón de la demanda en el 2006 y una contracción de ésta en el año 2008.

<b>Tabla III.35a.</b>					
<b>Existencias del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	27.988	30.347	28.844	30.547	99.131
<b>Sector 2</b>	282.505	294.027	423.017	421.635	487.689
<b>Sector 3</b>	2.965.161	3.919.861	4.802.589	5.357.230	5.063.761
<b>Sector 4</b>	3.131.618	4.154.548	5.257.089	5.871.934	5.480.497
<b>Sector 5</b>	10.552.858	17.373.719	22.869.360	26.597.209	26.302.761
<b>Sector 6</b>	154.419	421.258	374.700	403.724	643.406
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		8,43	-4,95	5,91	224,52
<b>Sector 2</b>		4,08	43,87	-0,33	15,67
<b>Sector 3</b>		32,20	22,52	11,55	-5,48
<b>Sector 4</b>		32,66	26,54	11,70	-6,67
<b>Sector 5</b>		64,64	31,63	16,30	-1,11
<b>Sector 6</b>		172,80	-11,05	7,75	59,37

**Tabla III.35b.****Existencias medias por empresa del sector en miles de euros**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1.076,45	892,57	994,62	1.174,89	1.906,36
<b>Sector 2</b>	2.296,79	2.085,29	2.958,16	2.948,49	2.920,29
<b>Sector 3</b>	3.141,06	3.602,81	4.002,16	4.214,97	4.984,02
<b>Sector 4</b>	2.611,86	2.959,08	3.380,76	3.686,09	4.298,43
<b>Sector 5</b>	15.011,18	15.983,18	16.902,70	17.614,05	19.585,08
<b>Sector 6</b>	2.662,39	5.200,71	4.306,90	4.341,12	4.801,53
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-17,08	11,43	18,13	62,26
<b>Sector 2</b>		-9,21	41,86	-0,33	-0,96
<b>Sector 3</b>		14,70	11,08	5,32	18,25
<b>Sector 4</b>		13,29	14,25	9,03	16,61
<b>Sector 5</b>		6,48	5,75	4,21	11,19
<b>Sector 6</b>		95,34	-17,19	0,79	10,61



Si observamos las existencias medias por empresa de cada sector (véase tabla III. 35b. y gráfica III.35b.), podemos afirmar que la evolución de este dato no es similar al de las existencias totales. La evolución de las existencias medias por empresa de cada sector en general, desde el inicio de la serie hasta su fin, siguen una senda alcista, excepto en algún sector y año.

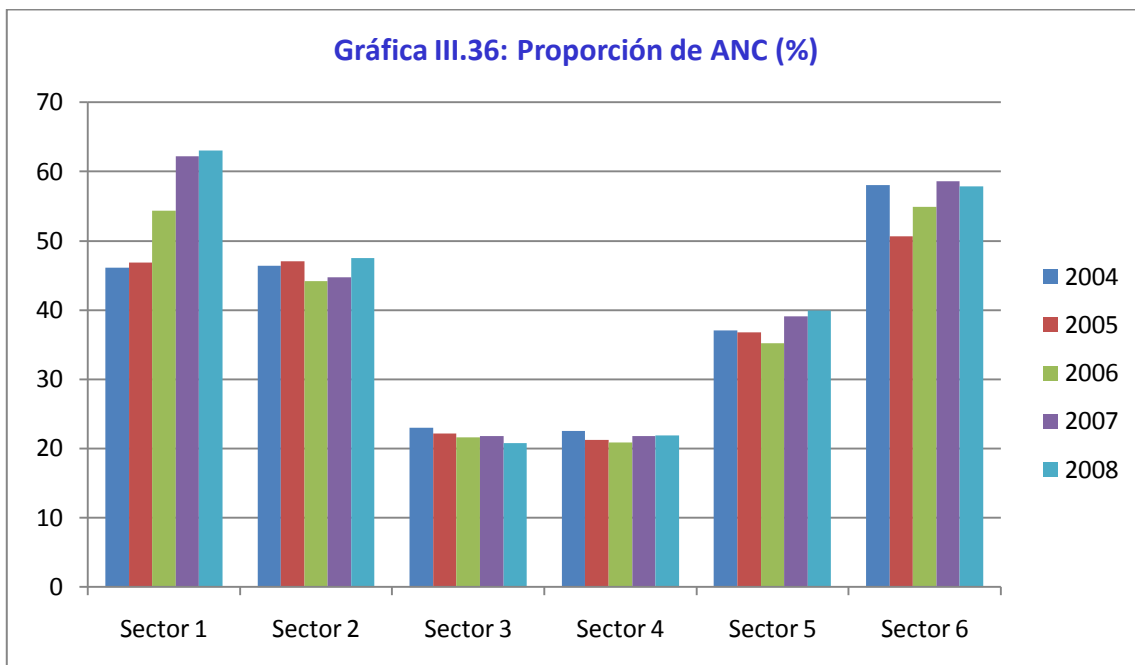
En el año 2008 observamos, excepto en el sector de fabricación de materiales, las existencias de empresas medias de cada sector aumentan con respecto al año anterior, siendo la más significativa en las empresas extractivas (62,26%). En el resto de las empresas medias alcanzan aumentos entre el 10% y el 18%, estando en la franja más alta la empresa media del sector auxiliar de construcción (18,25%) y las constructoras (16,61%), en la parte baja en crecimientos la empresa del sector promotoras inmobiliarias (11,19%) y las de servicios a la propiedad inmobiliaria (10,61%).

El comportamiento específico de aumento de las existencias, por ejemplo, en promotoras inmobiliarias es consecuencia, en gran parte, por el declive de sus ventas (asunto que analizaremos más adelante al estudiar la cifra de negocio).

Como complemento a las tablas y gráficas anteriores se incluyen los ratios de la Proporción de Activos no Corrientes sobre el Activo, la Proporción de Activo Circulante sobre Activo y la Proporción de Existencias sobre Activo.

<b>Tabla III.36.</b>					
<b>Proporción de Activo no corriente</b>					
<b><math>[(\text{Activos no corrientes} / \text{Activo Total Neto}) * 100]</math></b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	46,11	46,87	54,33	62,20	63,05
<b>Sector 2</b>	46,37	47,01	44,21	44,71	47,53
<b>Sector 3</b>	22,97	22,17	21,62	21,80	20,81
<b>Sector 4</b>	22,49	21,26	20,84	21,75	21,90

<b>Sector 5</b>	37,08	36,80	35,17	39,06	39,92
<b>Sector 6</b>	58,03	50,67	54,92	58,64	57,86
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		1,65	15,92	14,49	1,37
<b>Sector 2</b>		1,38	-5,96	1,13	6,31
<b>Sector 3</b>		-3,48	-2,48	0,83	-4,54
<b>Sector 4</b>		-5,47	-1,98	4,37	0,69
<b>Sector 5</b>		-0,76	-4,43	11,06	2,20
<b>Sector 6</b>		-12,68	8,39	6,77	-1,33



**Tabla III.37.**  
**Proporción de Activos corrientes**  
**[(Activos corrientes / Activo Total Neto)\*100]**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	53,89	53,13	45,67	37,80	36,95
<b>Sector 2</b>	53,64	52,99	55,79	55,29	52,47
<b>Sector 3</b>	77,03	77,84	78,39	78,20	79,19
<b>Sector 4</b>	77,51	78,75	79,16	78,25	78,10
<b>Sector 5</b>	62,92	63,20	64,83	60,87	60,08

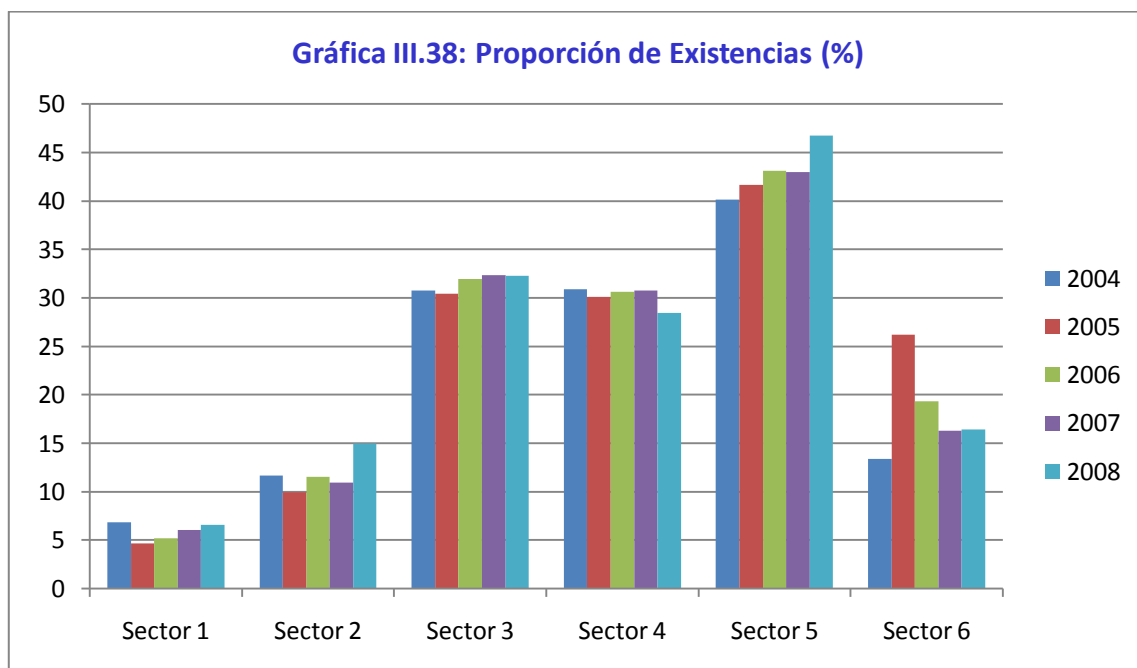
<b>Sector 6</b>	41,97	49,33	45,08	41,36	42,14
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,41	-14,04	-17,23	-2,25
<b>Sector 2</b>		-1,21	5,28	-0,90	-5,10
<b>Sector 3</b>		1,05	0,71	-0,24	1,27
<b>Sector 4</b>		1,60	0,52	-1,15	-0,19
<b>Sector 5</b>		0,45	2,58	-6,11	-1,30
<b>Sector 6</b>		17,54	-8,62	-8,25	1,89

Gráfica III.37: Proporción de Activos Corrientes (%)



<b>Tabla III.38.</b>					
<b>Proporción de Existencias</b>					
<b>[(Existencias / Activo Total Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	6,86	4,63	5,18	6,05	6,58
<b>Sector 2</b>	11,69	9,97	11,55	10,92	14,95
<b>Sector 3</b>	30,77	30,42	31,92	32,36	32,30
<b>Sector 4</b>	30,89	30,09	30,65	30,77	28,44
<b>Sector 5</b>	40,14	41,67	43,14	42,99	46,75
<b>Sector 6</b>	13,41	26,21	19,33	16,26	16,45

Tasa crecimiento interanual (%)					
Sector 1		-32,51	11,88	16,80	8,76
Sector 2		-14,71	15,85	-5,45	36,90
Sector 3		-1,14	4,93	1,38	-0,19
Sector 4		-2,59	1,86	0,39	-7,57
Sector 5		3,81	3,53	-0,35	8,75
Sector 6		95,45	-26,25	-15,88	1,17



### 3.2.3. Análisis de la estructura financiera

A continuación se exponen los ratios de proporción de patrimonio neto y la proporción de pasivo como paso siguiente al análisis y estudio de la inversión.

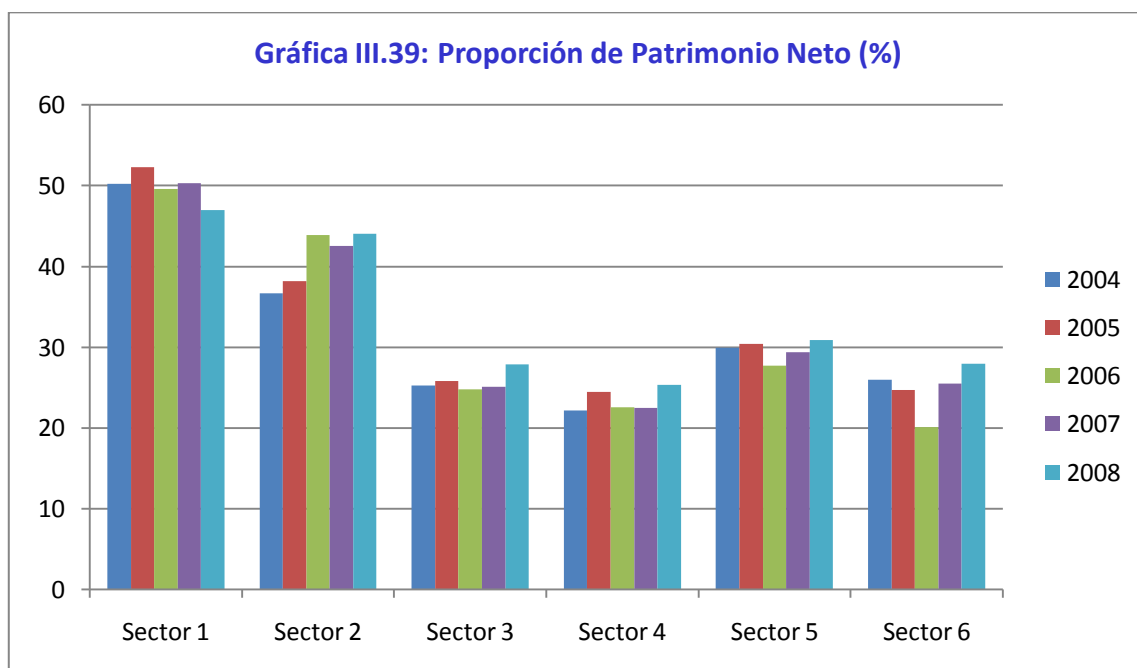
La composición de la estructura financiera de los diferentes sectores denota que la proporción de Patrimonio Neto en ningún caso llega al 50% del total (excepto en el sector de extractoras de materiales en los años 2004 y 2005); mientras que el pasivo es superior a este porcentaje. En definitiva, la financiación del activo procede en mayor medida de los recursos ajenos en todos los sectores (véase tabla III.39.).

El sector construcción es el que tiene el ratio (Patrimonio Neto / Patrimonio Neto + Pasivo) de menor valor, indicando que este sector es el que se nutre de mayor cuantía de recursos ajenos, situándose su valor entre el 22,17% en el año 2004 y 25,30% en el año 2008. Algo mejor está el sector de promotoras inmobiliarias, donde este ratio se sitúa en torno al 30%.

Los sectores de actividad extractora de materiales y fabricación de materiales son los que presentan mejor este ratio, situándose el primer sector por encima de 50% (los años 2004 y 2005) y el segundo sector, situándose entre el 36% y 44% (en el periodo estudiado).

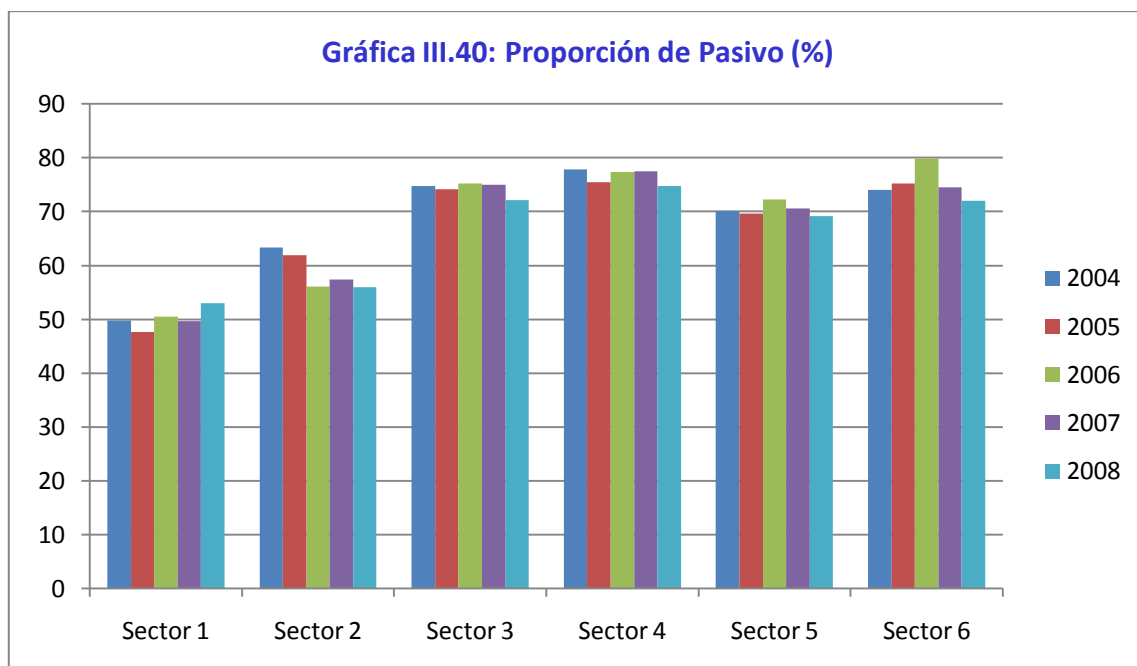
Tal y como se puede comprobar en la tabla III.40., el comportamiento de la proporción de pasivo es de signo opuesto al representado para el patrimonio neto.

<b>Tabla III.39.</b>					
<b>Proporción de Patrimonio Neto</b>					
<b><math>[(\text{Patrimonio Neto} / \text{Patrimonio Neto} + \text{Pasivo}) * 100]</math></b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	50,22	52,32	49,56	50,33	46,99
<b>Sector 2</b>	36,70	38,15	43,87	42,57	44,07
<b>Sector 3</b>	25,28	25,82	24,76	25,06	27,85
<b>Sector 4</b>	22,17	24,48	22,60	22,52	25,30
<b>Sector 5</b>	29,92	30,40	27,73	29,35	30,88
<b>Sector 6</b>	25,99	24,72	20,10	25,49	27,97
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		4,18	-5,28	1,55	-6,64
<b>Sector 2</b>		3,95	14,99	-2,96	3,52
<b>Sector 3</b>		2,14	-4,11	1,21	11,13
<b>Sector 4</b>		10,42	-7,68	-0,35	12,34
<b>Sector 5</b>		1,60	-8,78	5,84	5,21
<b>Sector 6</b>		-4,89	-18,69	26,82	9,73





<b>Tabla III.40.</b>					
<b>Proporción de Pasivo</b>					
<b>[(Pasivo / Patrimonio Neto + Pasivo)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	49,78	47,69	50,44	49,68	53,01
<b>Sector 2</b>	63,30	61,85	56,14	57,43	55,93
<b>Sector 3</b>	74,72	74,19	75,24	74,94	72,16
<b>Sector 4</b>	77,83	75,51	77,41	77,48	74,70
<b>Sector 5</b>	70,08	69,60	72,27	70,65	69,12
<b>Sector 6</b>	74,01	75,27	79,90	74,51	72,02
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-4,20	5,77	-1,51	6,70
<b>Sector 2</b>		-2,29	-9,23	2,30	-2,61
<b>Sector 3</b>		-0,71	1,42	-0,40	-3,71
<b>Sector 4</b>		-2,98	2,52	0,09	-3,59
<b>Sector 5</b>		-0,68	3,84	-2,24	-2,17
<b>Sector 6</b>		1,70	6,15	-6,75	-3,34



### 3.2.4. Fondo de Maniobra

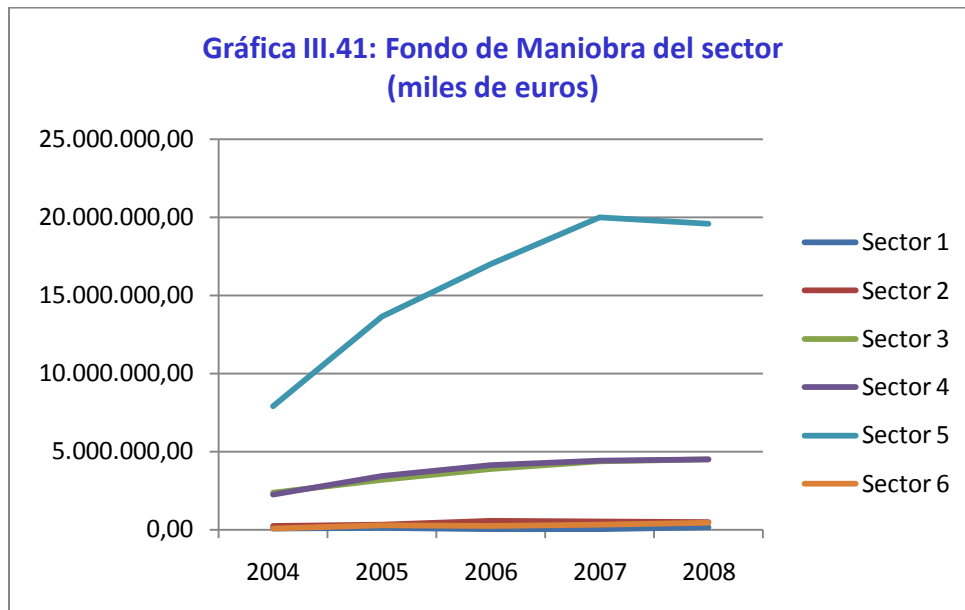
De igual manera que para las empresas pequeñas, en las empresas medianas todos los sectores presentan un fondo de maniobra positivo, si bien éste se ha calculado como diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente sin poder desagregar dentro de estas submasas alguna partida a largo plazo, si existiera.

El sector con mayor fondo de maniobra es el sector de promotoras inmobiliarias, alcanzando su mayor valor en 2007 con 20.026.788,78 miles de euros. Seguido al anterior sector nos encontramos el sector de construcción con un valor máximo de 4.505.415,55 miles de euros en el año 2008, y con datos prácticamente igual está el sector auxiliar de construcción, con un dato máximo de 4.488.404,98 miles de euros.

En referencia a la evolución del Fondo de Maniobra podemos ver que es creciente del año 2004 a 2005, con tasas muy elevadas en el sector de servicios anexas a la propiedad inmobiliaria (273,37%), así como en los sectores de extracción de materiales (86,58%), promotoras inmobiliarias (72,66%), constructoras (51,96%) y el resto a mayor distancia.

En los sectores de construcción y promotoras inmobiliarias, en los años 2006 y 2007 siguen creciendo, pero con tasas en disminución, hasta llegar en el 2008 con una tasa de crecimiento negativa en promotoras inmobiliarias del -2,07% y una tasa creciente en el sector construcción del 1,72%.

<b>Tabla III.41.</b>					
<b>Fondo de maniobra del sector en miles de euros</b>					
<b>(Activo corriente – Pasivo corriente)</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	66.501,39	124.076,87	10.579,79	43.119,48	157.132,43
<b>Sector 2</b>	243.113,88	314.670,36	551.937,09	503.490,57	488.341,01
<b>Sector 3</b>	2.354.204,77	3.203.410,13	3.880.287,32	4.378.823,42	4.488.404,98
<b>Sector 4</b>	2.258.739,05	3.432.437,85	4.107.904,48	4.429.236,02	4.505.415,55
<b>Sector 5</b>	7.910.699,82	13.658.819,76	17.006.236,77	20.026.788,78	19.613.138,87
<b>Sector 6</b>	69.091,08	257.962,02	227.185,05	307.634,78	430.240,80
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		86,58	-91,47	307,56	264,41
<b>Sector 2</b>		29,43	75,40	-8,78	-3,01
<b>Sector 3</b>		36,07	21,13	12,85	2,50
<b>Sector 4</b>		51,96	19,68	7,82	1,72
<b>Sector 5</b>		72,66	24,51	17,76	-2,07
<b>Sector 6</b>		273,37	-11,93	35,41	39,85



### 3.2.5. Análisis de la garantía, el endeudamiento y la solvencia

El coeficiente de garantía del sector de la Construcción se concentra en torno al 130% en toda la serie temporal (véase Tabla III.42), con variaciones al alza y a la baja no muy significativas. Por su parte, las Promotoras Inmobiliarias cuentan con un coeficiente algo mayor, entre el 138,37% y el 144,68%. El resto de los sectores presentan datos más o menos similares, si bien el sector 1 es el único que supera el 200% o se sitúa próximo a esta cifra. En este sentido, podemos decir que los diferentes sectores ofrecen garantías frente a terceros. Como ya comentamos para las empresas pequeñas, para determinar este ratio hemos tenido que utilizar el activo a valores contables y no a valores de mercado.

Al igual que sucedía con las empresas pequeñas, el nivel de endeudamiento global mayor se encuentra en el sector de la Construcción a lo largo del periodo analizado (Tabla III.43), por encima del 300% en todos los años menos en 2008 con un 295,26%. Este primer puesto sólo superado por el sector 3 de auxiliares de construcción en 2006 con un ratio de 303,88%, manteniendo también un dato muy elevado en todos los años. Así mismo, las Promotoras Inmobiliarias presentan un ratio de endeudamiento global inferior, siendo el mayor de un 240,72% en 2007 y reduciéndose hasta el 223,83% en 2008.

Del resto de los sectores el menos endeudado es el sector 1 de extracción de materiales.

Nuevamente, se observa que en el sector de Promotoras Inmobiliarias el endeudamiento no corriente (Tabla III.44) es superior al endeudamiento corriente (Tabla III.45), siendo la tendencia del primero creciente y la del segundo decreciente. En cambio, el sector de la Construcción, como sucede en el resto de los sectores, tiene unos niveles de endeudamiento no corriente inferiores a los corrientes.

Del análisis de la solvencia y la liquidez por sectores, podemos extraer las siguientes conclusiones en relación a la solvencia corriente, el test ácido y el ratio de tesorería (ver Tablas III.46, III.47, III.48).

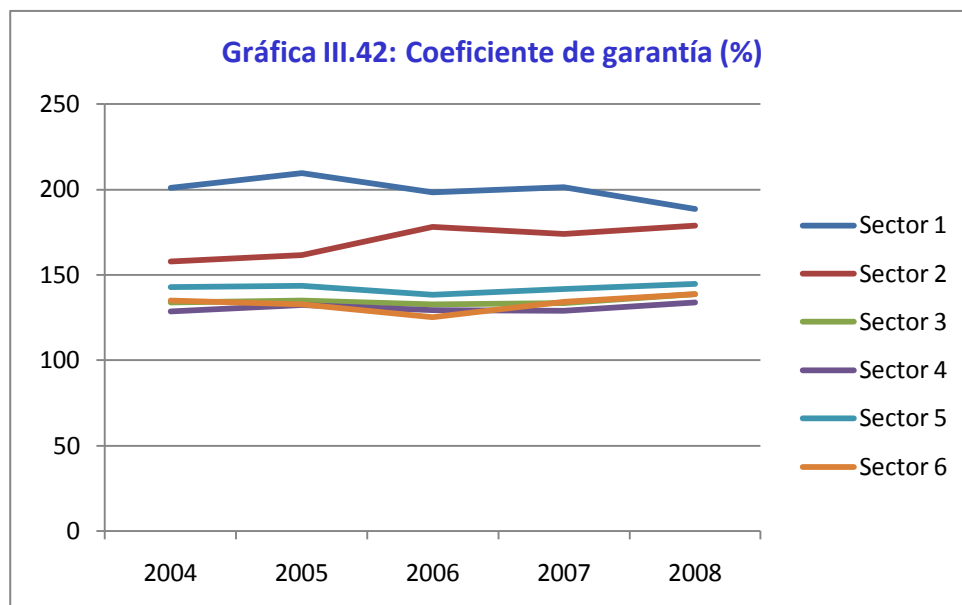
La solvencia corriente de las Promotoras Inmobiliarias es la que refleja los mejores resultados (alrededor del 200%), incrementándose desde 2004 a 2008. No obstante, como ya vimos en las empresas pequeñas al deducir los saldos de existencias del activo corriente para calcular el test ácido, éste es de los peores junto con el sector 6, disminuyendo desde el año 2006 al 2008 hasta llegar el 52,85%.

Las empresas Constructoras presentan unos ratios de solvencia corriente inferiores al 200%, rondando el 143%, si bien el ratio se va reduciendo con los años. Los resultados del test ácido aportan datos cercanos al 90% que van oscilando año a año.

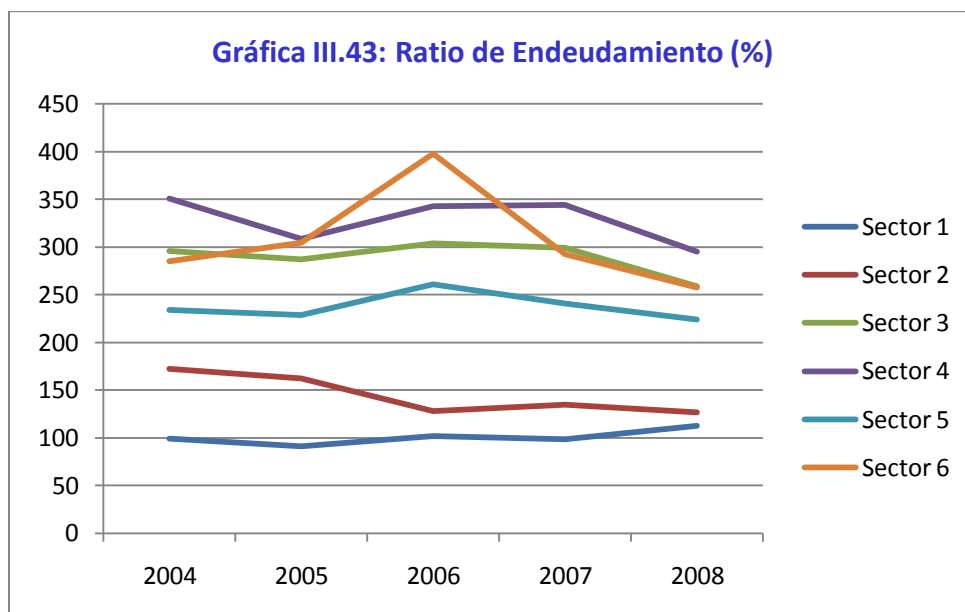
La solvencia corriente del resto de sectores se concentra en torno al 145% con una evolución casi plana a lo largo de los años. Por su parte, el test ácido de estos sectores está entre el 100% y el 70%, siendo el sector 1 y 2 los únicos que superan el 100%.

El ratio de tesorería da unos resultados muy bajos con oscilaciones al alza y la baja (Tabla III.48). El único sector que sobresale es el sector 1 en el ejercicio 2007 con un 27,34%. El resto de datos varían entre el 5,60% y el 10,67%, sin que se pueda determinar un comportamiento común.

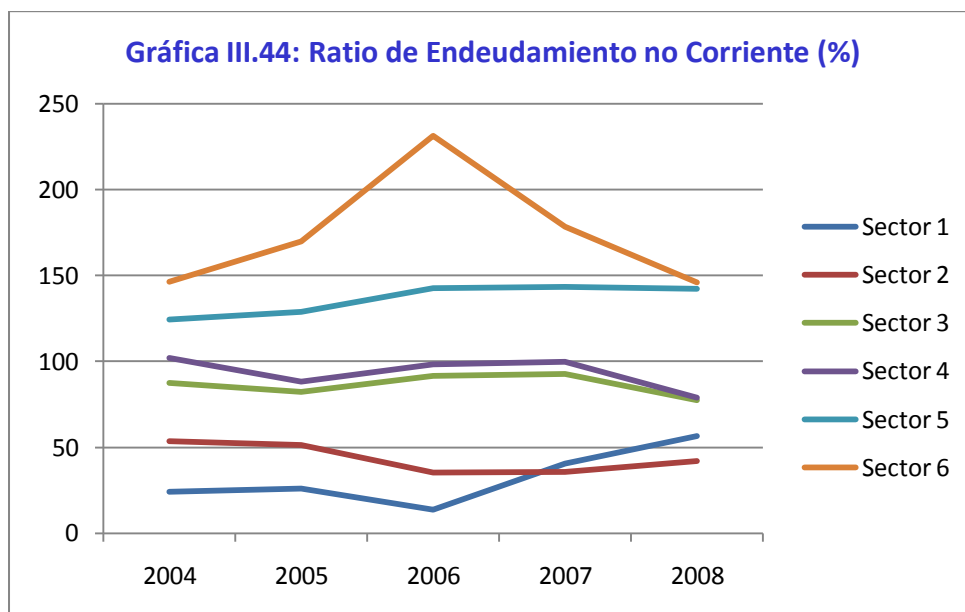
<b>Tabla III.42.</b>					
<b>Coefficiente de Garantía</b>					
<b>[(Activo / Pasivo)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	200,88	209,69	198,26	201,29	188,64
<b>Sector 2</b>	157,98	161,68	178,13	174,13	178,79
<b>Sector 3</b>	133,83	134,79	132,91	133,44	138,58
<b>Sector 4</b>	128,49	132,43	129,18	129,07	133,87
<b>Sector 5</b>	142,69	143,68	138,37	141,54	144,68
<b>Sector 6</b>	135,12	132,86	125,16	134,21	138,85
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		4,38	-5,45	1,53	-6,28
<b>Sector 2</b>		2,34	10,17	-2,25	2,68
<b>Sector 3</b>		0,72	-1,40	0,40	3,85
<b>Sector 4</b>		3,07	-2,46	-0,09	3,72
<b>Sector 5</b>		0,69	-3,69	2,29	2,21
<b>Sector 6</b>		-1,67	-5,79	7,23	3,46



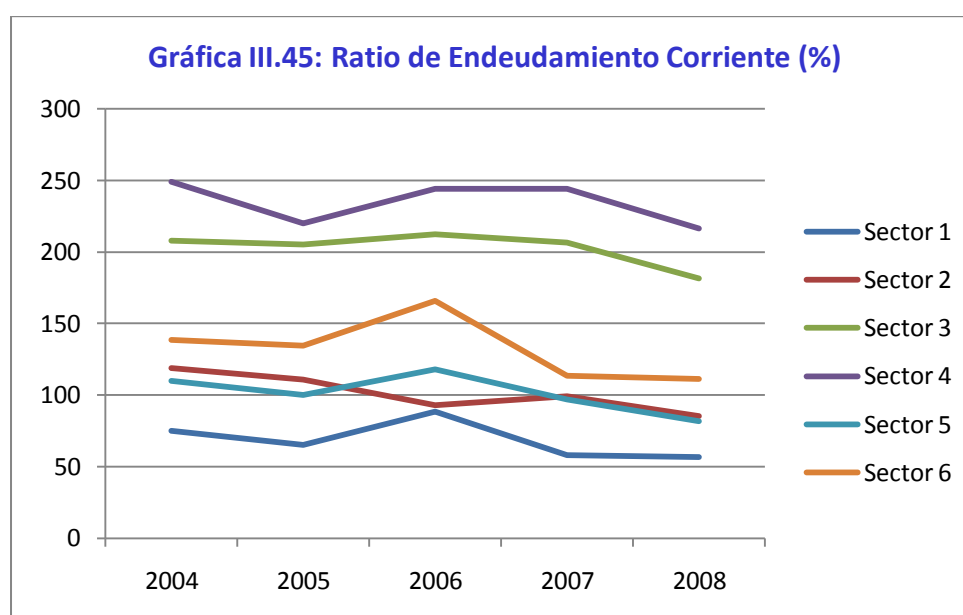
<b>Tabla III.43.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento</b>					
<b>[(Pasivo/ Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	99,12	91,15	101,78	98,71	112,81
<b>Sector 2</b>	172,48	162,12	127,97	134,91	126,91
<b>Sector 3</b>	295,57	287,34	303,88	299,04	259,10
<b>Sector 4</b>	351,06	308,46	342,52	344,05	295,26
<b>Sector 5</b>	234,22	228,95	260,62	240,72	223,83
<b>Sector 6</b>	284,76	304,49	397,51	292,31	257,49
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-8,04	11,66	-3,01	14,29
<b>Sector 2</b>		-6,00	-21,07	5,42	-5,93
<b>Sector 3</b>		-2,79	5,76	-1,59	-13,36
<b>Sector 4</b>		-12,14	11,04	0,45	-14,18
<b>Sector 5</b>		-2,25	13,83	-7,64	-7,01
<b>Sector 6</b>		6,93	30,55	-26,47	-11,91



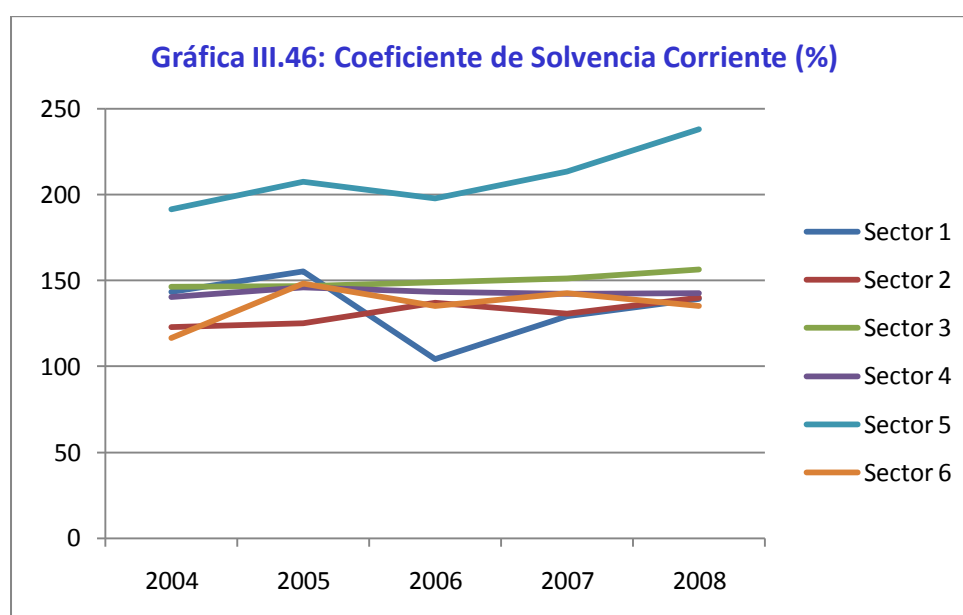
<b>Tabla III.44.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento no Corriente</b>					
<b>[Exigible no corriente / Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	24,27	25,78	13,46	40,57	56,37
<b>Sector 2</b>	53,73	51,19	35,15	35,66	41,82
<b>Sector 3</b>	87,50	82,15	91,44	92,54	77,56
<b>Sector 4</b>	101,94	88,36	98,23	99,64	78,97
<b>Sector 5</b>	124,50	128,78	142,55	143,61	142,16
<b>Sector 6</b>	146,36	169,86	231,54	178,66	146,16
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		6,22	-47,80	201,46	38,95
<b>Sector 2</b>		-4,73	-31,34	1,45	17,28
<b>Sector 3</b>		-6,12	11,31	1,20	-16,19
<b>Sector 4</b>		-13,32	11,17	1,44	-20,75
<b>Sector 5</b>		3,44	10,69	0,74	-1,01
<b>Sector 6</b>		16,05	36,31	-22,84	-18,19



<b>Tabla III.45.</b>					
<b>Ratio de Endeudamiento Corriente</b>					
<b>[Pasivo Corriente /Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	74,85	65,37	88,32	58,14	56,44
<b>Sector 2</b>	118,75	110,93	92,82	99,25	85,09
<b>Sector 3</b>	208,07	205,19	212,44	206,50	181,54
<b>Sector 4</b>	249,12	220,10	244,29	244,40	216,28
<b>Sector 5</b>	109,73	100,16	118,07	97,10	81,67
<b>Sector 6</b>	138,40	134,63	165,97	113,65	111,33
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-12,67	35,11	-34,17	-2,92
<b>Sector 2</b>		-6,58	-16,33	6,93	-14,26
<b>Sector 3</b>		-1,38	3,53	-2,79	-12,09
<b>Sector 4</b>		-11,65	10,99	0,05	-11,51
<b>Sector 5</b>		-8,71	17,87	-17,76	-15,89
<b>Sector 6</b>		-2,73	23,28	-31,52	-2,04

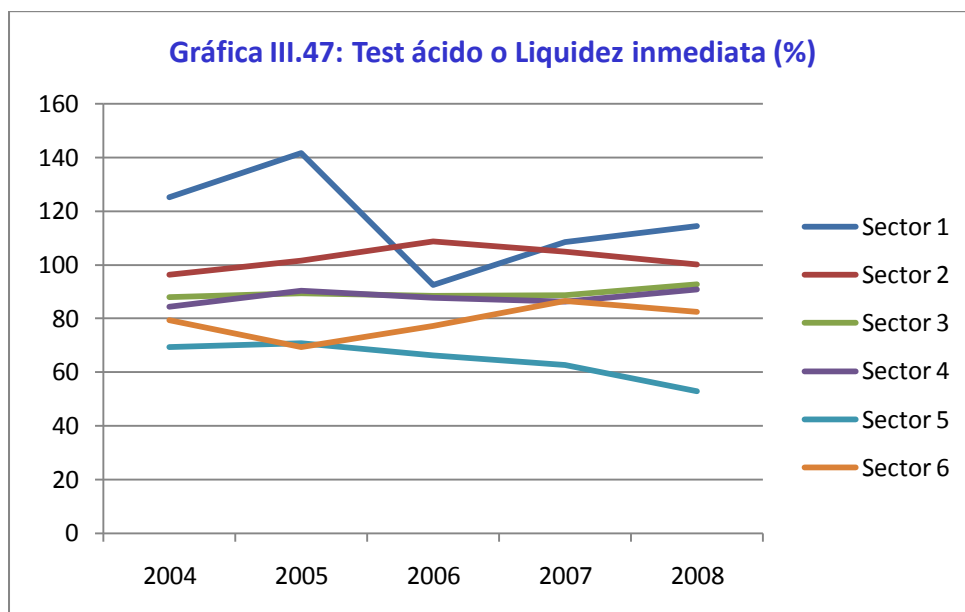


<b>Tabla III.46.</b>					
<b>Solvencia Corriente</b>					
<b>[(Activo corriente / Pasivo corriente)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	143,36	155,35	104,34	129,19	139,33
<b>Sector 2</b>	123,08	125,21	137,01	130,86	139,92
<b>Sector 3</b>	146,44	146,93	149,03	151,11	156,63
<b>Sector 4</b>	140,34	146,16	143,38	142,17	142,73
<b>Sector 5</b>	191,65	207,55	198,01	213,58	238,22
<b>Sector 6</b>	116,68	148,23	135,13	142,77	135,32
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		8,36	-32,84	23,81	7,85
<b>Sector 2</b>		1,73	9,42	-4,49	6,92
<b>Sector 3</b>		0,33	1,43	1,40	3,65
<b>Sector 4</b>		4,15	-1,90	-0,84	0,39
<b>Sector 5</b>		8,30	-4,60	7,86	11,54
<b>Sector 6</b>		27,04	-8,83	5,65	-5,21



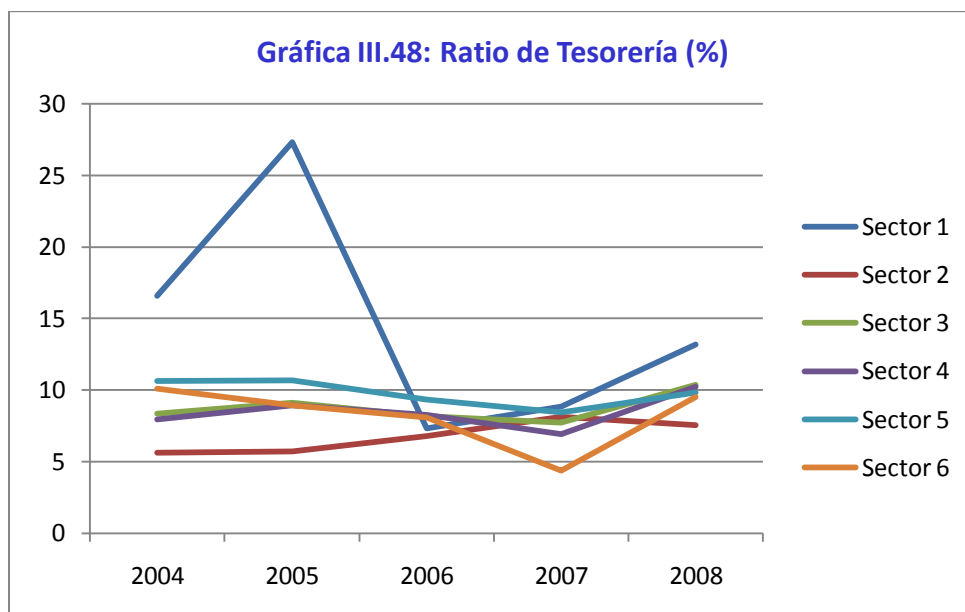


<b>Tabla III.47.</b>					
<b>Test ácido o Liquidez inmediata</b>					
<b><math>(((\text{Activo Corriente} - \text{Existencias} - \text{ANCvta}) / \text{Pasivo Corriente}) * 100)</math></b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	125,11	141,81	92,51	108,51	114,52
<b>Sector 2</b>	96,26	101,65	108,64	105,02	100,05
<b>Sector 3</b>	87,95	89,51	88,35	88,58	92,74
<b>Sector 4</b>	84,41	90,31	87,86	86,26	90,75
<b>Sector 5</b>	69,39	70,71	66,25	62,74	52,85
<b>Sector 6</b>	79,40	69,47	77,19	86,64	82,50
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		13,35	-34,77	17,30	5,54
<b>Sector 2</b>		5,60	6,88	-3,34	-4,73
<b>Sector 3</b>		1,77	-1,30	0,26	4,70
<b>Sector 4</b>		6,99	-2,71	-1,82	5,20
<b>Sector 5</b>		1,90	-6,30	-5,30	-15,75
<b>Sector 6</b>		-12,50	11,11	12,25	-4,78



**Tabla III.48.**  
**Ratio de Tesorería**  
**[(Efectivo y otros activos líquidos Equivalentes / Pasivo Corriente)\*100]**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	16,60	27,34	7,31	8,85	13,20
<b>Sector 2</b>	5,60	5,72	6,80	8,12	7,55
<b>Sector 3</b>	8,33	9,10	8,17	7,73	10,38
<b>Sector 4</b>	7,95	8,93	8,24	6,92	10,22
<b>Sector 5</b>	10,63	10,67	9,35	8,42	9,83
<b>Sector 6</b>	10,09	8,95	8,09	4,35	9,51
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		64,69	-73,26	21,07	49,10
<b>Sector 2</b>		2,13	18,96	19,34	-7,04
<b>Sector 3</b>		9,26	-10,15	-5,45	34,34
<b>Sector 4</b>		12,31	-7,69	-16,01	47,58
<b>Sector 5</b>		0,40	-12,43	-9,90	16,77
<b>Sector 6</b>		-11,27	-9,61	-46,26	118,55



### 3.2.6. Análisis de la cifra de negocios y los beneficios

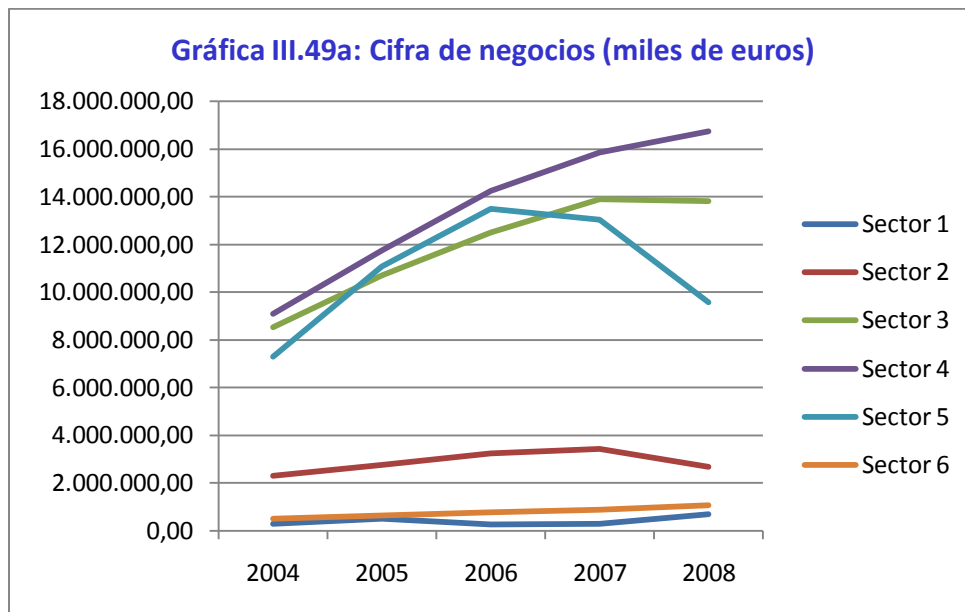
La mayor Cifra de Negocios total a lo largo de la serie temporal estudiada es la del sector de la Construcción, seguido de auxiliares de construcción y de Promotoras Inmobiliarias. Por lo tanto, estos tres sectores son los que concentran la mayor parte de las ventas de las actividades estudiadas.

Como ya observamos en las empresas pequeñas, las Promotoras Inmobiliarias son las primeras en notar la caída de la Cifra de Negocios (Tabla III.49), como consecuencia de la crisis económica nacional. Se vuelve a repetir una tendencia de crecimiento decreciente hasta el año 2006, para a partir de 2007 comenzar a disminuir.

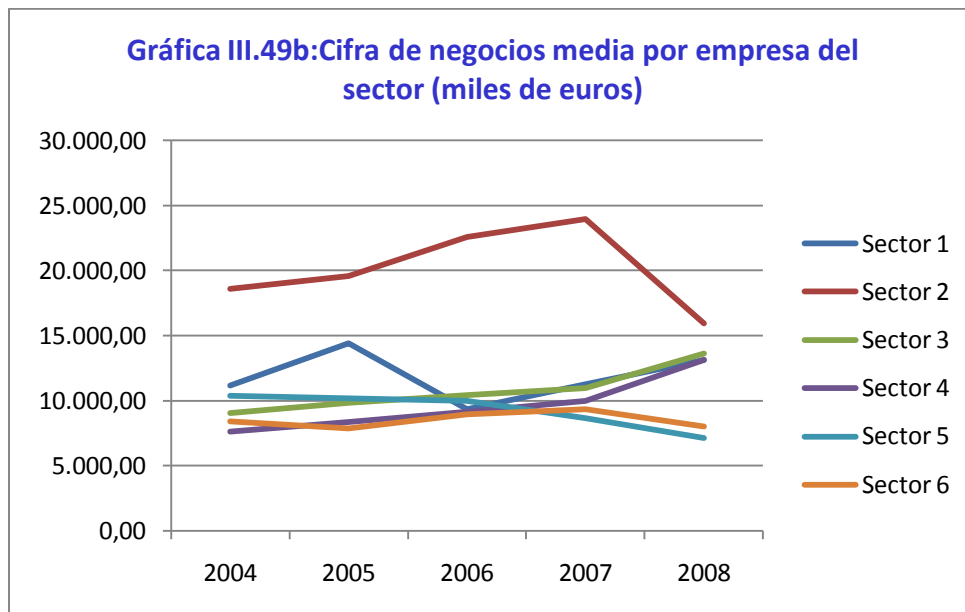
La caída de la Cifra de Negocios en 2008 no es tan generalizada en todos los sectores como en las empresas pequeñas, pero también ocurre. La mayor es la de las Promotoras Inmobiliarias (-26,41%), por el contrario, el sector de la Construcción refleja un ligero aumento (5,61%).

Al realizar el mismo estudio sobre la evolución de la Cifra de Negocios media por empresa en cada sector (Tabla III.49b.), las variaciones del 2004 al 2007 son menores; mientras que en 2008 los porcentajes de variación son mayores (menos en el sector 1) e incluso de signo contrario.

<b>Tabla III.49a.</b>					
<b>Cifra de negocio del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	290.254,39	489.730,11	270.193,05	292.538,09	683.177,02
<b>Sector 2</b>	2.284.976,51	2.757.583,27	3.227.963,38	3.428.996,51	2.661.032,08
<b>Sector 3</b>	8.539.685,81	10.702.878,19	12.494.400,15	13.907.538,27	13.816.707,19
<b>Sector 4</b>	9.102.692,57	11.757.611,39	14.244.531,44	15.856.996,51	16.745.781,42
<b>Sector 5</b>	7.304.076,40	11.069.258,97	13.504.930,25	13.030.696,30	9.588.839,00
<b>Sector 6</b>	487.635,87	637.097,48	777.262,07	867.538,24	1.071.979,35
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		68,72	-44,83	8,27	133,53
<b>Sector 2</b>		20,68	17,06	6,23	-22,40
<b>Sector 3</b>		25,33	16,74	11,31	-0,65
<b>Sector 4</b>		29,17	21,15	11,32	5,61
<b>Sector 5</b>		51,55	22,00	-3,51	-26,41
<b>Sector 6</b>		30,65	22,00	11,61	23,57

**Tabla III.49b.****Cifra de negocios media por empresa del sector en miles de euros**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	11.163,63	14.403,83	9.317,00	11.251,47	13.138,02
<b>Sector 2</b>	18.577,04	19.557,33	22.573,17	23.979,00	15.934,32
<b>Sector 3</b>	9.046,28	9.837,20	10.412,00	10.942,20	13.599,12
<b>Sector 4</b>	7.591,90	8.374,37	9.160,47	9.954,17	13.133,95
<b>Sector 5</b>	10.389,87	10.183,31	9.981,47	8.629,60	7.139,87
<b>Sector 6</b>	8.407,52	7.865,40	8.934,05	9.328,37	7.999,85
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		29,02	-35,32	20,76	16,77
<b>Sector 2</b>		5,28	15,42	6,23	-33,55
<b>Sector 3</b>		8,74	5,84	5,09	24,28
<b>Sector 4</b>		10,31	9,39	8,66	31,94
<b>Sector 5</b>		-1,99	-1,98	-13,54	-17,26
<b>Sector 6</b>		-6,45	13,59	4,41	-14,24



El Beneficio de Explotación del sector (Tabla III.50a.) se concentra en los mismos sectores que hemos mencionado para la Cifra de Negocios, siendo el de mayor importancia el de las Promotoras Inmobiliarias con diferencia. En cuanto a la evolución de este dato, las tasas de variación negativas comienzan en 2007 en todos los sectores menos en el sector 6. Las caídas llegan a ser de -42,58% en 2008 en las Promotoras Inmobiliarias. En cualquier caso, en las empresas pequeñas las tasas de crecimiento interanual presentaron resultados aún peores.

El Beneficio de Explotación medio por empresa en cada sector (Tabla III.50b.) no mantiene un comportamiento ni siquiera parecido. Los sectores que más ven reducido su beneficio de explotación medio en 2008 son el de fabricación de materiales (-82,30%), el de servicios anexas a la propiedad inmobiliaria (-41,87%) y el de construcción (-35,44%).

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	44.502,93	69.654,72	32.889,66	24.220,45	67.478,59
<b>Sector 2</b>	198.109,99	237.713,06	334.804,94	298.113,32	61.615,40
<b>Sector 3</b>	775.549,07	909.983,26	1.150.800,01	1.038.297,68	887.349,87
<b>Sector 4</b>	766.697,73	952.129,68	1.206.504,03	1.109.410,09	921.195,78
<b>Sector 5</b>	1.940.580,70	3.265.825,57	3.852.058,36	3.564.058,01	2.046.590,74
<b>Sector 6</b>	48.954,89	84.838,80	109.180,63	158.567,48	132.820,42

Tasa crecimiento interanual (%)					
<b>Sector 1</b>		56,52	-52,78	-26,36	178,60
<b>Sector 2</b>		19,99	40,84	-10,96	-79,33
<b>Sector 3</b>		17,33	26,46	-9,78	-14,54
<b>Sector 4</b>		24,19	26,72	-8,05	-16,97
<b>Sector 5</b>		68,29	17,95	-7,48	-42,58
<b>Sector 6</b>		73,30	28,69	45,23	-16,24

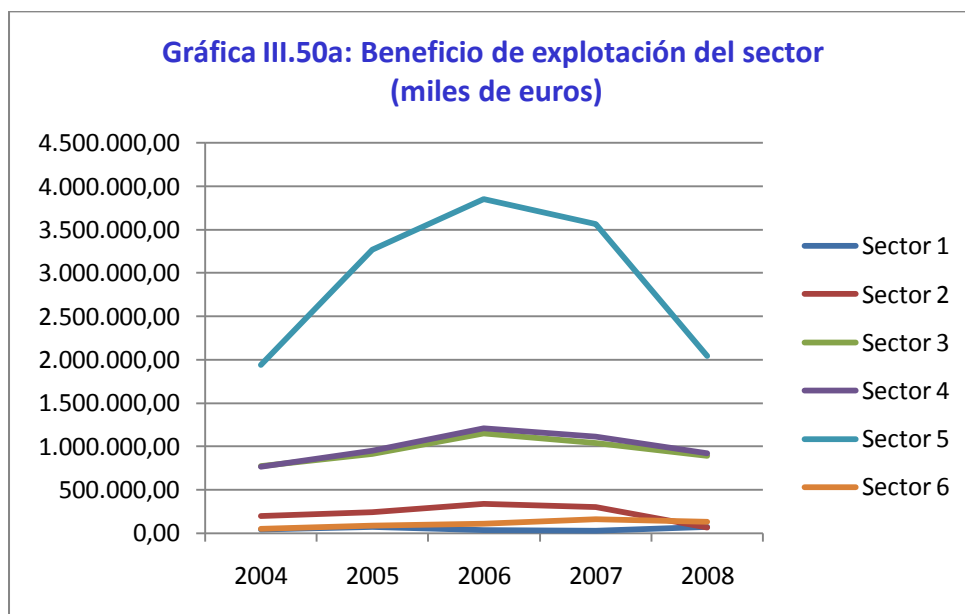
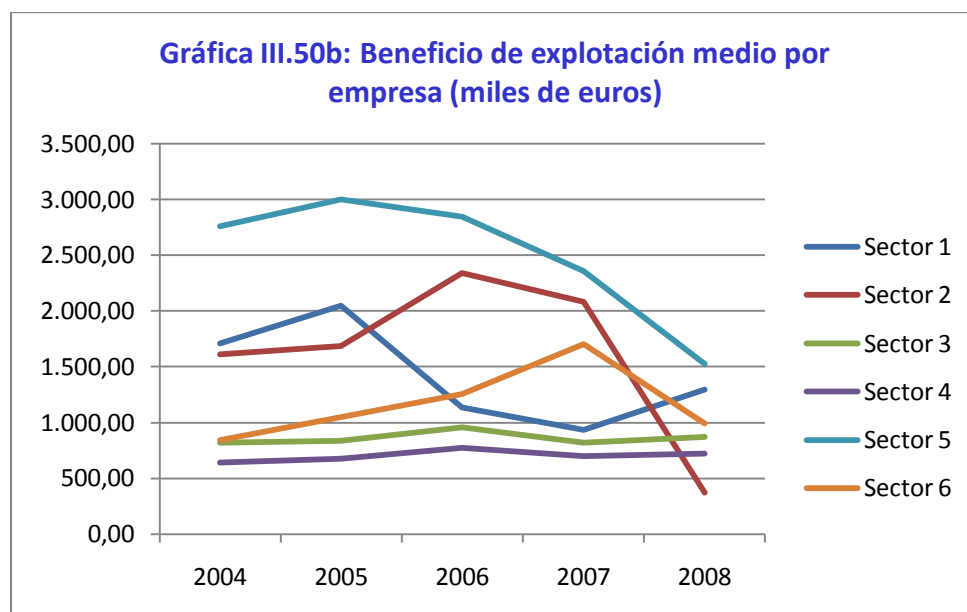


Tabla III.50b.					
Beneficio de explotación medio por empresa en miles de euros					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1.711,65	2.048,67	1.134,13	931,56	1.297,67
<b>Sector 2</b>	1.610,65	1.685,91	2.341,29	2.084,71	368,95
<b>Sector 3</b>	821,56	836,38	959,00	816,91	873,38
<b>Sector 4</b>	639,45	678,16	775,89	696,43	722,51
<b>Sector 5</b>	2.760,43	3.004,44	2.847,05	2.360,30	1.523,89
<b>Sector 6</b>	844,05	1.047,39	1.254,95	1.705,03	991,20

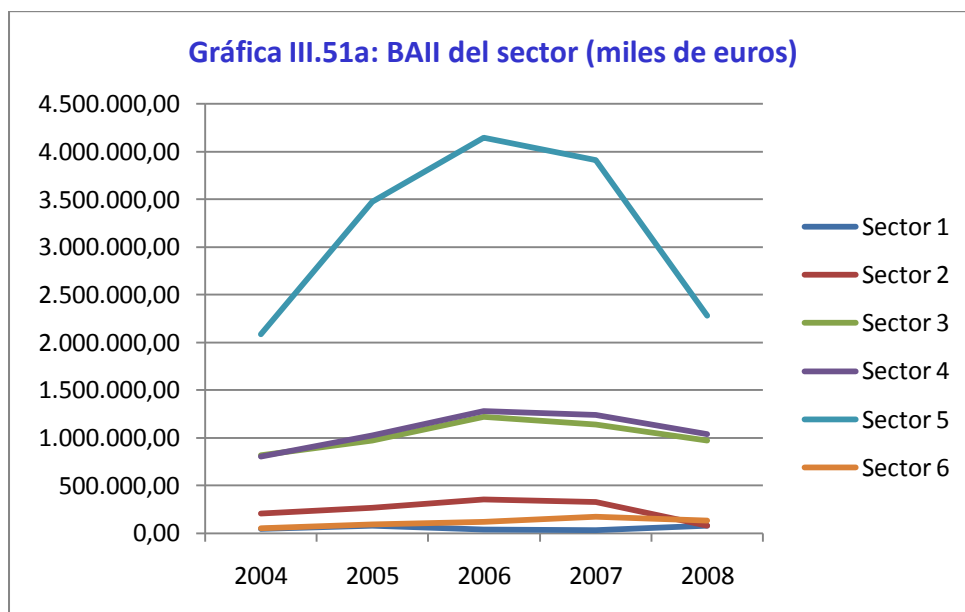
Tasa crecimiento interanual (%)					
Sector 1		19,69	-44,64	-17,86	39,30
Sector 2		4,67	38,87	-10,96	-82,30
Sector 3		1,80	14,66	-14,82	6,91
Sector 4		6,05	14,41	-10,24	3,74
Sector 5		8,84	-5,24	-17,10	-35,44
Sector 6		24,09	19,82	35,86	-41,87



El BaII del sector (Tabla III.51a.) y el Rendimiento después de impuestos (RDI) del sector (Tabla III.52a.) tienen un comportamiento similar. Los sectores que asumen mayores volúmenes de beneficios son las Promotoras Inmobiliarias y las Constructoras, por este orden, seguidas muy de cerca por el sector auxiliar de la construcción. Los valores más elevados se alcanzan en el año 2006 tanto en las promotoras inmobiliarias como en las Constructoras, si bien desde el ejercicio 2004 las tasas de crecimiento interanual van siendo cada vez menores, llegando a ser negativas en 2007 y 2008. Las disminuciones del BaII en 2008 es del -41,70% para las Promotoras Inmobiliarias y del -16,33% en las Constructoras, y las del Rendimiento después de impuestos están por encima del -60% en las primeras y del -30% en las segundas.

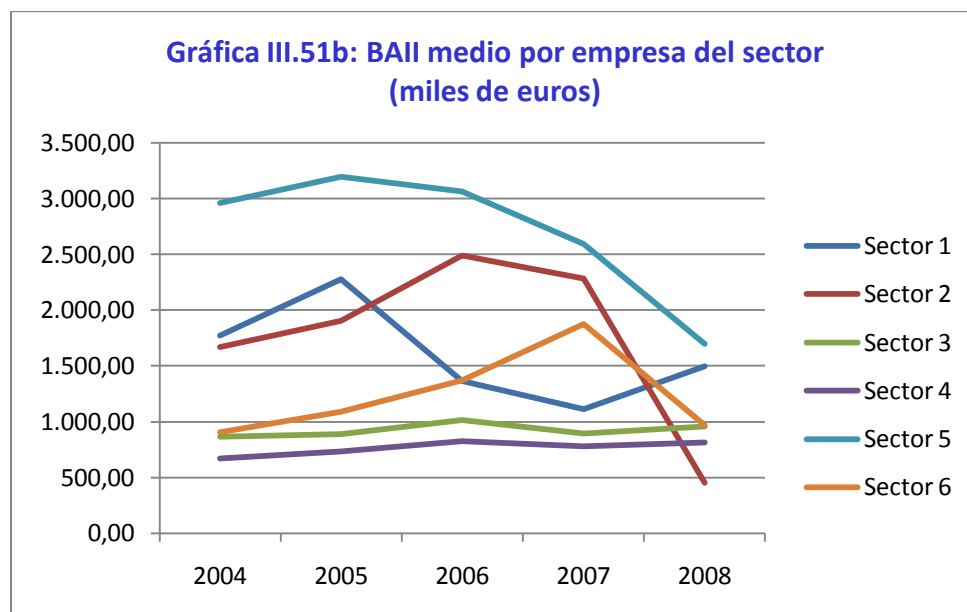
El resto de los sectores arrojan tasas negativas a partir de 2007, menos el sector de servicios anexos a la actividad inmobiliaria en el que aparecen en 2008.

<b>Tabla III.51a.</b>					
<b>BaII del sector en miles de euros</b>					
<b>(Beneficios antes de impuestos + gastos financieros)</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	46.032,44	77.444,07	39.629,81	28.893,02	77.827,64
<b>Sector 2</b>	205.284,53	268.719,12	356.342,10	326.538,08	75.337,61
<b>Sector 3</b>	818.779,23	968.551,91	1.219.089,25	1.137.183,17	973.852,53
<b>Sector 4</b>	804.479,71	1.025.919,73	1.280.018,61	1.236.613,86	1.034.651,88
<b>Sector 5</b>	2.082.234,58	3.474.504,52	4.146.076,08	3.914.211,08	2.281.978,22
<b>Sector 6</b>	52.437,66	88.387,19	119.263,68	174.240,91	129.607,92
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		68,24	-48,83	-27,09	169,36
<b>Sector 2</b>		30,90	32,61	-8,36	-76,93
<b>Sector 3</b>		18,29	25,87	-6,72	-14,36
<b>Sector 4</b>		27,53	24,77	-3,39	-16,33
<b>Sector 5</b>		66,86	19,33	-5,59	-41,70
<b>Sector 6</b>		68,56	34,93	46,10	-25,62

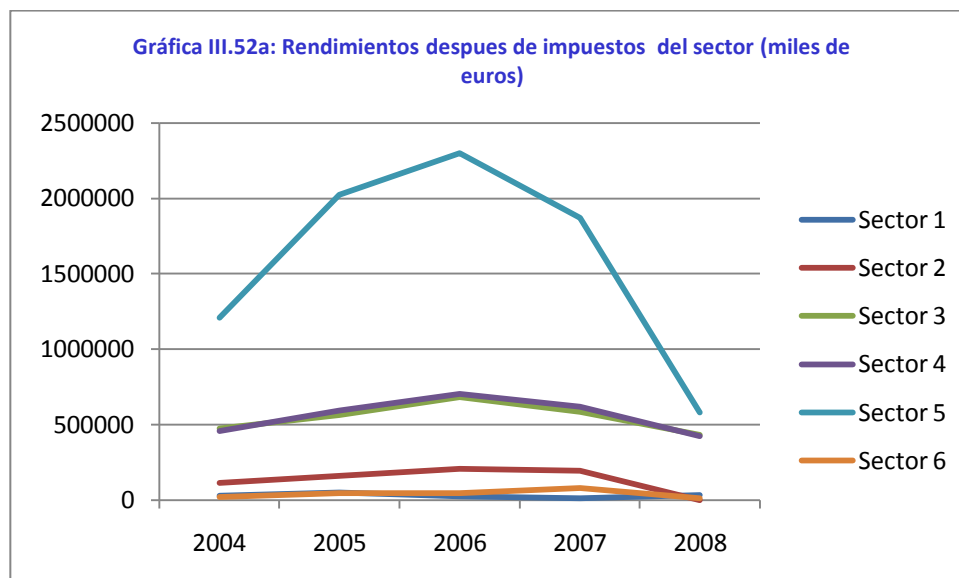




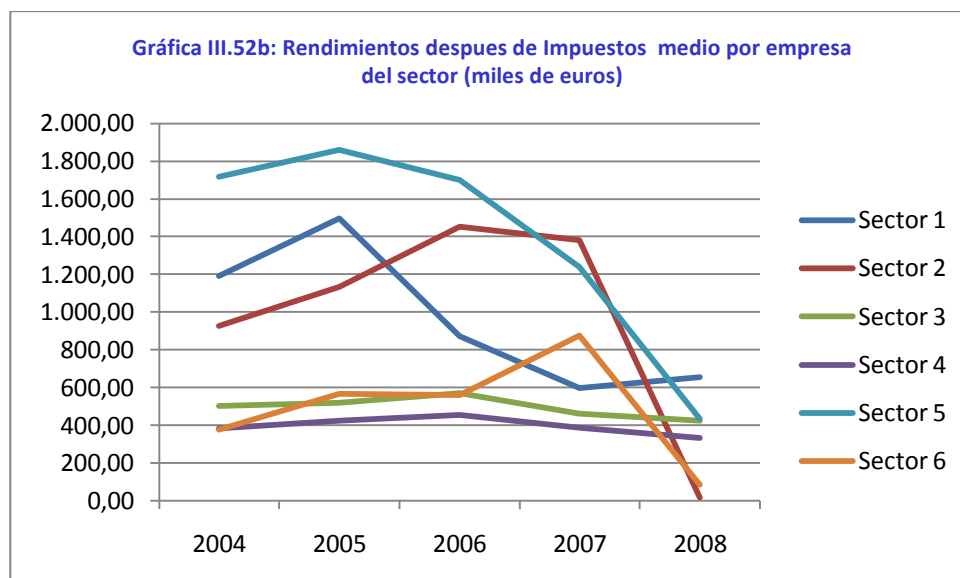
<b>Tabla III.51b.</b>					
<b>BAIL medio por empresa del sector en miles de euros</b>					
<b>(Beneficios antes de impuestos + gastos financieros)</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	1.770,48	2.277,77	1.366,55	1.111,27	1.496,69
<b>Sector 2</b>	1.668,98	1.905,81	2.491,90	2.283,48	451,12
<b>Sector 3</b>	867,35	890,21	1.015,91	894,72	958,52
<b>Sector 4</b>	670,96	730,71	823,16	776,28	811,49
<b>Sector 5</b>	2.961,93	3.196,42	3.064,36	2.592,19	1.699,16
<b>Sector 6</b>	904,10	1.091,20	1.370,85	1.873,56	967,22
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		28,65	-40,01	-18,68	34,68
<b>Sector 2</b>		14,19	30,75	-8,36	-80,24
<b>Sector 3</b>		2,64	14,12	-11,93	7,13
<b>Sector 4</b>		8,91	12,65	-5,70	4,54
<b>Sector 5</b>		7,92	-4,13	-15,41	-34,45
<b>Sector 6</b>		20,69	25,63	36,67	-48,38



<b>Tabla III.52a.</b>					
<b>Rendimientos después de impuestos del sector en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	30.972,63	50.830,47	25.338,46	15.496,36	34.123,89
<b>Sector 2</b>	113.866,95	160.058,26	207.866,22	197.586,72	2.690,63
<b>Sector 3</b>	475.531,76	563.994,39	684.156,93	586.249,71	432.513,30
<b>Sector 4</b>	460.755,85	595.081,05	706.316,57	618.306,93	426.730,40
<b>Sector 5</b>	1.207.541,24	2.021.867,16	2.299.587,93	1.870.262,02	583.051,82
<b>Sector 6</b>	21.877,63	46.000,05	48.682,27	81.575,18	11.299,15
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		64,11	-50,15	-38,84	120,21
<b>Sector 2</b>		40,57	29,87	-4,95	-98,64
<b>Sector 3</b>		18,60	21,31	-14,31	-26,22
<b>Sector 4</b>		29,15	18,69	-12,46	-30,98
<b>Sector 5</b>		67,44	13,74	-18,67	-68,83
<b>Sector 6</b>		110,26	5,83	67,57	-86,15



<b>Tabla III.52b.</b>					
<b>Rendimientos después de impuestos medio por empresa del sector</b>					
<b>en miles de euros</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	1.191,25	1.495,01	873,74	596,01	656,23
<b>Sector 2</b>	925,75	1.135,17	1.453,61	1.381,73	16,11
<b>Sector 3</b>	503,74	518,38	570,13	461,25	425,70
<b>Sector 4</b>	384,28	423,85	454,22	388,14	334,69
<b>Sector 5</b>	1.717,70	1.860,04	1.699,62	1.238,58	434,14
<b>Sector 6</b>	377,20	567,90	559,57	877,15	84,32
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		25,50	-41,56	-31,79	10,10
<b>Sector 2</b>		22,62	28,05	-4,95	-98,83
<b>Sector 3</b>		2,91	9,98	-19,10	-7,71
<b>Sector 4</b>		10,30	7,17	-14,55	-13,77
<b>Sector 5</b>		8,29	-8,62	-27,13	-64,95
<b>Sector 6</b>		50,56	-1,47	56,76	-90,39



### 3.2.7. Análisis de la Rentabilidad

En las Tablas III.54. a III.59., como hicimos para las empresas pequeñas, hemos incluido los datos de los coeficientes de rentabilidad (Margen de utilidad a nivel de explotación, Margen de utilidad a nivel de empresa, Rentabilidad económica, ROI e Rentabilidad financiera). Igualmente, nos centramos en la rentabilidad económica y en la rentabilidad financiera, si bien presentamos el resto de los datos como complemento al análisis que realizamos a continuación.

La rentabilidad económica o rentabilidad del activo en las empresas medianas es muy similar al de las pequeñas. En general, se sitúa en torno al 8% en 2004, viéndose disminuida hasta el 4-5% en 2008. El sector de la Construcción mantiene tasas cercanas al 7,5% hasta 2006, pasando a 6,48% en 2007, y a 5,37% en 2008. Por su parte, las Promotoras Inmobiliarias arroja rentabilidades cercanas al 8% entre los ejercicios 2004 al 2006, reduciéndose al 6,33% en 2007 y al 4,06% en 2008. La disminución en el último año es del -17,14% y del -35,89%, respectivamente.

El resto de sectores, presentan un comportamiento parecido, ya que sus tasas de rentabilidad económica van siendo menores a medida que se acercan al 2008, si bien en 2006 algún sector presenta una cierta mejoría.

Evidentemente, la pauta comentada es consecuencia de la caída de las ventas y del beneficio antes de intereses e impuestos.

Por su parte, la Rentabilidad Financiera arroja unos índices superiores a los de la Rentabilidad Económica hasta el ejercicio 2007. Esta diferencia, pese a que el Rendimiento después de impuestos sea inferior al BAII, viene provocada por el hecho de que en estos sectores la financiación de la inversión o Activo con patrimonio neto es menor al 50% de la misma en todos los sectores, a excepción del sector 1 en algunos años. Por lo que podemos afirmar que, en general, financiar la inversión con una proporción mayor de capital ajeno que propio es una práctica común en estos sectores. Por lo que, los datos de Apalancamiento o Multiplicador Patrimonial igualmente se sitúan en torno al 2 y el 4.

Si relacionamos esto con Grado de Endeudamiento del sector, comprobamos que efectivamente dan resultados elevados en determinados casos. Por lo tanto, sería conveniente reducirlos, aunque esto perjudicaría en cierta medida a la rentabilidad financiera.

Por otro lado, si estudiamos la evolución de la rentabilidad financiera comprobamos que en 2004 se situaba entre el 7,31% y el 20,50%, dependiendo del sector, manteniéndose en tasas similares hasta 2006. En 2007 comienzan a reducirse estos valores en todos los sectores, y en 2008 esta tendencia aumenta, como consecuencia de la caída del Rendimiento después de Impuestos en estos años.

El sector de la Construcción parte de una rentabilidad financiera de un 20,50% en 2004 y termina en 2008 con un 8,75%; mientras que las Promotoras Inmobiliarias en 2004 presentan un dato de 15,35% y en 2008 de 3,36%.

<b>Tabla III.53.</b>					
<b>Margen de utilidad a nivel explotación</b>					
<b>[(Beneficio de explotación / Cifra de Negocios)*100]</b>					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	15,33	14,22	12,17	8,28	9,88
<b>Sector 2</b>	8,67	8,62	10,37	8,69	2,32
<b>Sector 3</b>	9,08	8,50	9,21	7,47	6,42
<b>Sector 4</b>	8,42	8,10	8,47	7,00	5,50
<b>Sector 5</b>	26,57	29,50	28,52	27,35	21,34
<b>Sector 6</b>	10,04	13,32	14,05	18,28	12,39
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-7,24	-14,42	-31,98	19,30
<b>Sector 2</b>		-0,57	20,32	-16,18	-73,37
<b>Sector 3</b>		-6,38	8,33	-18,94	-13,98
<b>Sector 4</b>		-3,86	4,59	-17,40	-21,37
<b>Sector 5</b>		11,05	-3,32	-4,11	-21,97
<b>Sector 6</b>		32,64	5,48	30,12	-32,21

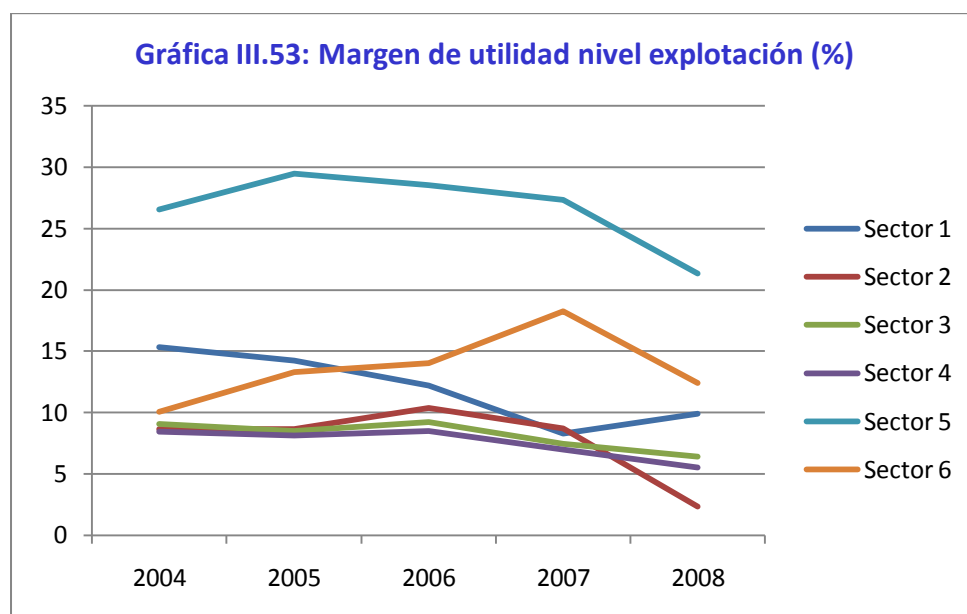


Tabla III.54. Margen de utilidad a nivel empresa [(BAII / Cifra de Negocios)*100]					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	15,86	15,81	14,67	9,88	11,39
<b>Sector 2</b>	8,98	9,74	11,04	9,52	2,83
<b>Sector 3</b>	9,59	9,05	9,76	8,18	7,05
<b>Sector 4</b>	8,84	8,73	8,99	7,80	6,18
<b>Sector 5</b>	28,51	31,39	30,70	30,04	23,80
<b>Sector 6</b>	10,75	13,87	15,34	20,08	12,09
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-0,29	-7,25	-32,66	15,34
<b>Sector 2</b>		8,47	13,28	-13,74	-70,27
<b>Sector 3</b>		-5,62	7,82	-16,20	-13,80
<b>Sector 4</b>		-1,27	2,98	-13,21	-20,77
<b>Sector 5</b>		10,11	-2,19	-2,16	-20,77
<b>Sector 6</b>		29,01	10,60	30,89	-39,80

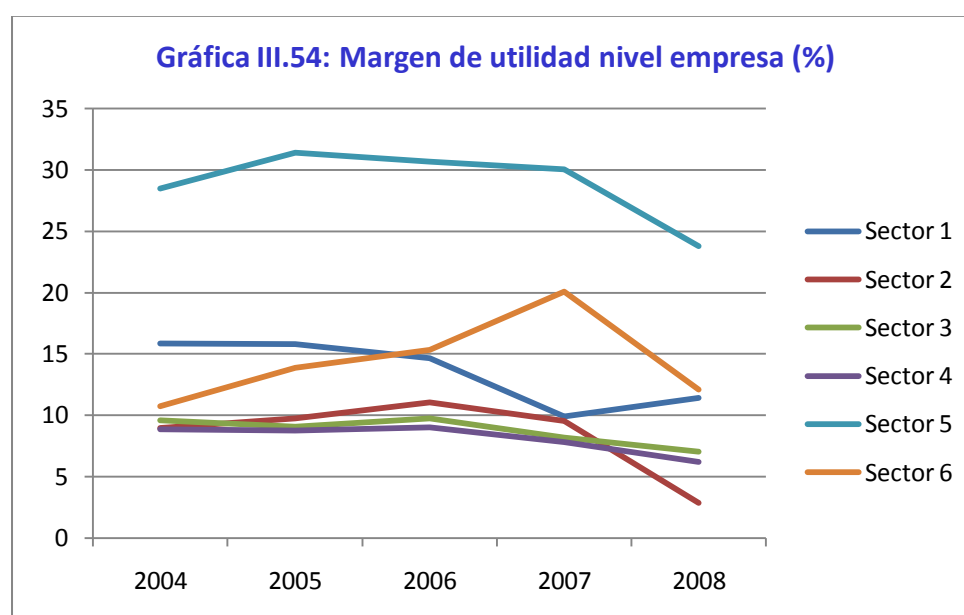


Tabla III.55. Rentabilidad económica [BAII /Activo Total Neto)*100]					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	11,28	11,82	7,12	5,72	5,17
<b>Sector 2</b>	8,49	9,11	9,73	8,46	2,31
<b>Sector 3</b>	8,50	7,52	8,10	6,87	6,21
<b>Sector 4</b>	7,94	7,43	7,46	6,48	5,37
<b>Sector 5</b>	7,92	8,33	7,82	6,33	4,06
<b>Sector 6</b>	4,55	5,50	6,15	7,02	3,31
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		4,72	-39,76	-19,60	-9,72
<b>Sector 2</b>		7,27	6,78	-13,08	-72,69
<b>Sector 3</b>		-11,54	7,80	-15,22	-9,57
<b>Sector 4</b>		-6,36	0,44	-13,17	-17,14
<b>Sector 5</b>		5,22	-6,15	-19,11	-35,89
<b>Sector 6</b>		20,76	11,88	14,06	-52,78

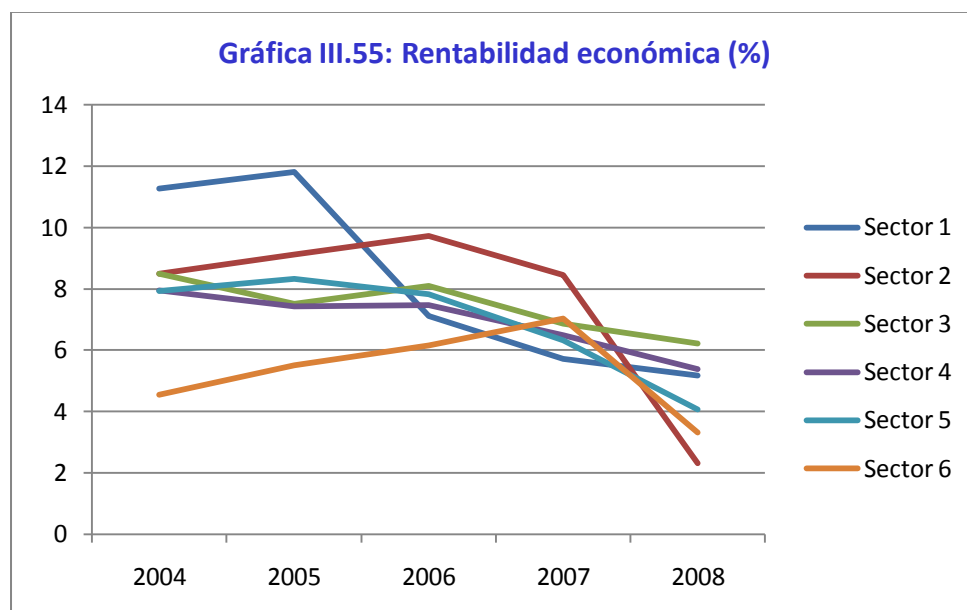


Tabla III.56. Rotación activo [(Cifra de Negocios / Activo Total Neto)]					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	0,71	0,75	0,49	0,58	0,45
<b>Sector 2</b>	0,95	0,94	0,88	0,89	0,82
<b>Sector 3</b>	0,89	0,83	0,83	0,84	0,88
<b>Sector 4</b>	0,90	0,85	0,83	0,83	0,87
<b>Sector 5</b>	0,28	0,27	0,25	0,21	0,17
<b>Sector 6</b>	0,42	0,40	0,40	0,35	0,27
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		5,02	-35,06	19,40	-21,73
<b>Sector 2</b>		-1,11	-5,74	0,76	-8,15
<b>Sector 3</b>		-6,27	-0,02	1,16	4,91
<b>Sector 4</b>		-5,16	-2,48	0,05	4,58
<b>Sector 5</b>		-4,44	-4,04	-17,32	-19,08
<b>Sector 6</b>		-6,39	1,16	-12,86	-21,56

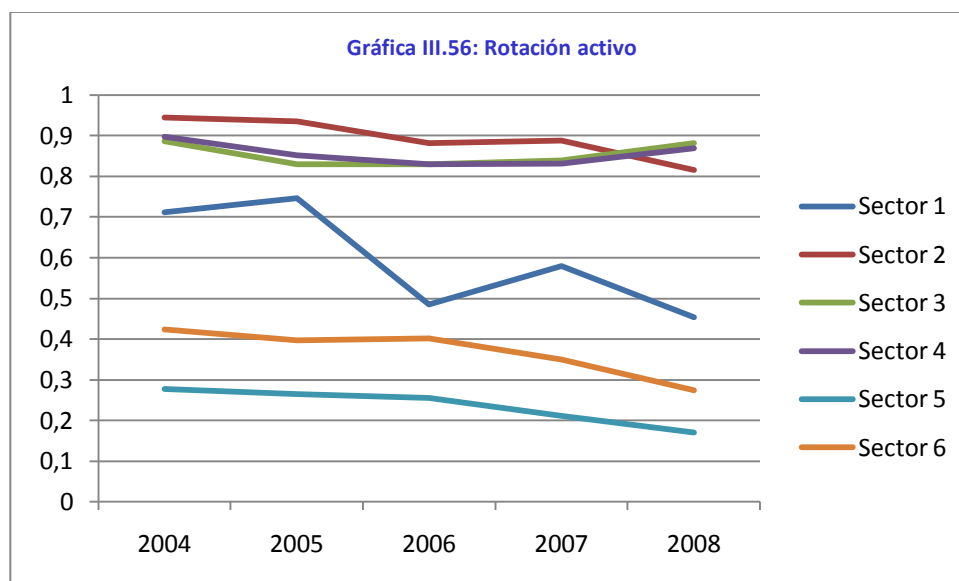




Tabla III.57.					
ROI (ROA) Retorno de la inversión realizada					
[(Rendimientos después de Impuestos / Activo Total Neto)*100]					
	2004	2005	2006	2007	2008
Sector 1	7,59	7,76	4,55	3,07	2,27
Sector 2	4,71	5,43	5,68	5,12	0,08
Sector 3	4,93	4,38	4,55	3,54	2,76
Sector 4	4,54	4,31	4,12	3,24	2,21
Sector 5	4,59	4,85	4,34	3,02	1,04
Sector 6	1,90	2,86	2,51	3,29	0,29
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
Sector 1		2,15	-41,32	-32,55	-26,20
Sector 2		15,19	4,57	-9,84	-98,39
Sector 3		-11,30	3,89	-22,12	-22,09
Sector 4		-5,17	-4,45	-21,32	-31,65
Sector 5		5,58	-10,55	-30,31	-65,72
Sector 6		50,64	-12,25	30,82	-91,21

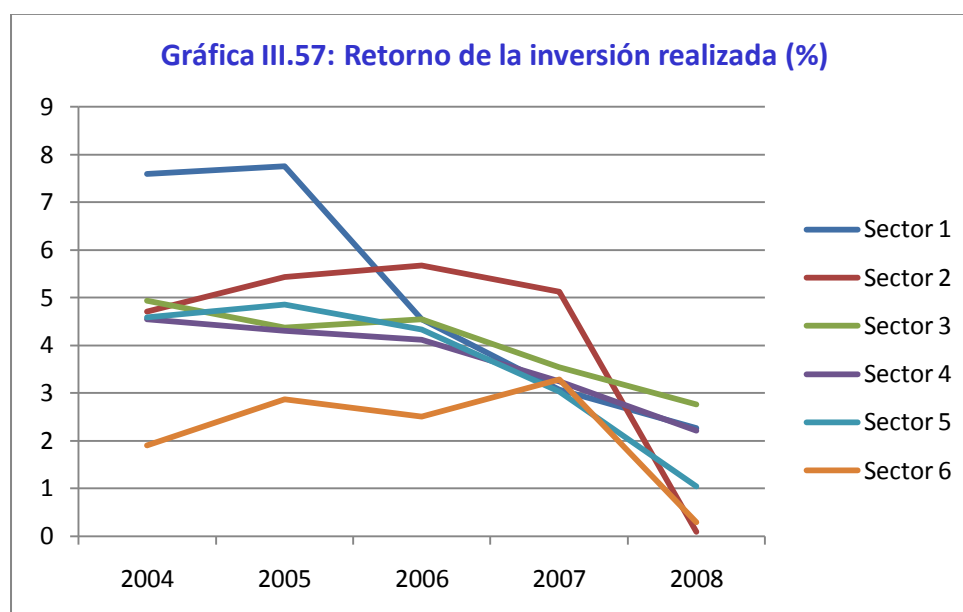
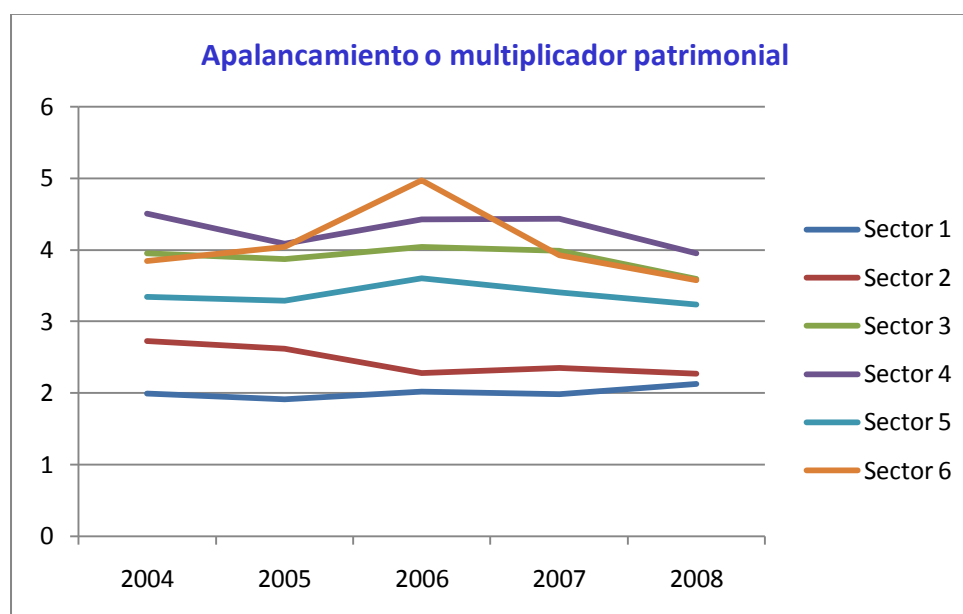
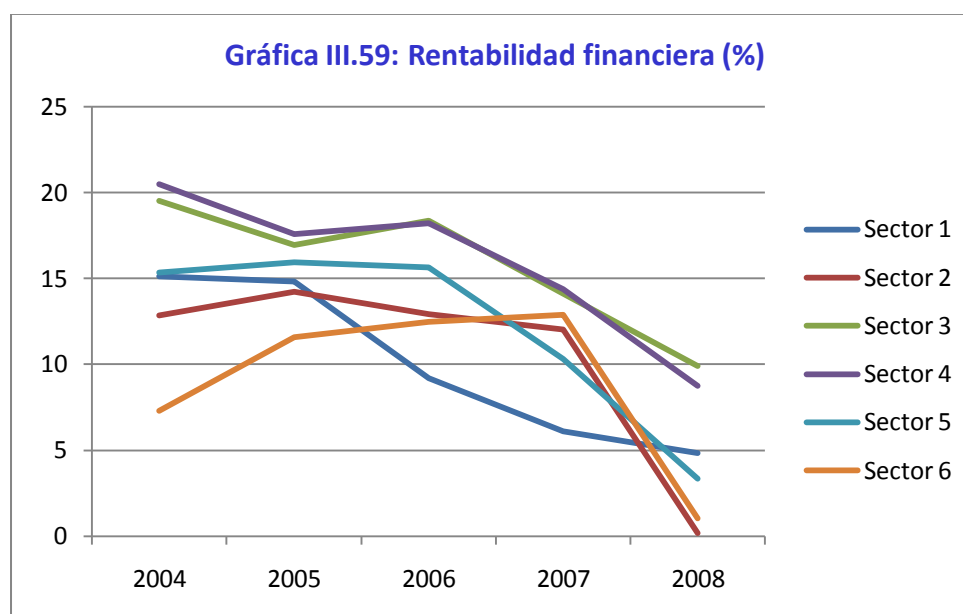


Tabla III.58. Apalancamiento o multiplicador patrimonial [(Activo Total Neto) / Patrimonio Neto]					
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	1,99	1,91	2,02	1,99	2,13
<b>Sector 2</b>	2,72	2,62	2,28	2,35	2,27
<b>Sector 3</b>	3,96	3,87	4,04	3,99	3,59
<b>Sector 4</b>	4,51	4,09	4,42	4,44	3,95
<b>Sector 5</b>	3,34	3,29	3,61	3,41	3,24
<b>Sector 6</b>	3,85	4,05	4,98	3,92	3,58
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-4,01	5,57	-1,53	7,11
<b>Sector 2</b>		-3,80	-13,04	3,05	-3,40
<b>Sector 3</b>		-2,09	4,28	-1,20	-10,02
<b>Sector 4</b>		-9,44	8,32	0,35	-10,99
<b>Sector 5</b>		-1,58	9,63	-5,52	-4,95
<b>Sector 6</b>		5,14	22,99	-21,15	-8,87



<b>Tabla III.59.</b>					
<b>Rentabilidad financiera</b>					
<b>[(Rendimiento después de Impuestos / Patrimonio Neto)*100]</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	15,12	14,82	9,18	6,10	4,82
<b>Sector 2</b>	12,84	14,23	12,94	12,02	0,19
<b>Sector 3</b>	19,52	16,95	18,37	14,13	9,91
<b>Sector 4</b>	20,50	17,61	18,22	14,39	8,75
<b>Sector 5</b>	15,35	15,95	15,64	10,30	3,36
<b>Sector 6</b>	7,31	11,58	12,49	12,89	1,03
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-1,95	-38,05	-33,59	-20,95
<b>Sector 2</b>		10,81	-9,06	-7,08	-98,44
<b>Sector 3</b>		-13,16	8,34	-23,06	-29,90
<b>Sector 4</b>		-14,12	3,49	-21,04	-39,16
<b>Sector 5</b>		3,91	-1,93	-34,16	-67,42
<b>Sector 6</b>		58,38	7,92	3,16	-91,99



### 3.2.8. El empleo

En relación al número medio de trabajadores por empresa en los sectores (véase tabla III.60), podemos observar que el más intensivo en mano de obra es el sector de fabricación de materiales, situándose a lo largo de la serie histórica estudiada por encima del resto de los sectores. Dicho sector presenta un dato máximo de 94,19 empleados por empresa en el año 2006, siendo su menor dato en el año 2008 con 88,74 empleados por empresa.

Con respecto al resto de los sectores, en un segundo lugar se encuentran los sectores de extracción de materiales, auxiliar de construcción y construcción (véase gráfica III.60.) con datos muy similares. En un cuarto lugar está el sector de servicios auxiliares a la propiedad inmobiliaria, y finalizando, con el sector menos intensivo en mano de obra, el sector de promotoras inmobiliarias.

La tendencia de cada uno de los sectores es muy uniforme a lo largo del periodo analizado, destacándose en año 2005 y 2007 descensos generalizados, siendo algo más profundos en el año 2005 que el 2007. No obstante, en el año 2008 se producen aumentos en el número medio de trabajadores en los sectores de extracción de materiales (10,11%), de construcción (4,95%), promotoras inmobiliarias (3,92%) y auxiliares de construcción (3,11%). Los únicos sectores que pierden trabajadores en el 2008 por empresa son las que pertenecen al sector de fabricación de materiales (-2,34%) y las empresas de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria (-8,90%).

En cuanto al ratio de puestos de trabajo por millón de euros invertidos (véase tabla III.61.) vemos una tendencia general a la baja, excepto en el año 2008 en el sector de fabricación de materiales donde hay un repunte importante del 34,99%, siendo muy modesto el crecimiento del sector de promotoras inmobiliarias (1,64%).

El sector con las tasas mayores en este ratio es el sector de la construcción, siendo su mayor valor de 9,45 empleos por millón de euros invertidos en el 2004, pero bajando en el 2008 a 5,24 (aunque este dato todavía se sitúa por encima del resto de los sectores).

El sector de las promotoras inmobiliarias tiene las tasas más bajas en este ratio, siendo su mayor valor en el 2004 con un 0,46 empleos por millón de euros invertidos, debido principalmente a las elevadas cantidades de activo que tienen en el conjunto del sector y muy por encima del resto de los sectores.

Es destacable el aumento de este ratio en el sector de fabricación de materiales en el año 2008, alcanzando un incremento con respecto al año anterior del 34,99%. Por el lado de los descensos, el sector de extracción de materiales es el que se sitúa como primero ya que alcanza variaciones del -30,03% en el 2005 y -26,19% en el 2008.

El coste salarial en miles de euros por trabajador (Véase tabla III.64. y gráfica III.64.) muestra una tendencia general de incremento en el coste salarial, destacando la caída del 10,40 % en el 2008 en el sector de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria. Es de resaltar, que los costes salariales por trabajador aumenten y sin embargo, las empresas tengan caídas muy significativas, por ejemplo, en el Rendimiento después de Impuestos en los años 2007 y 2008 (véase gráfica III.52a y III.52b.). Situación que se podría haber corregido si los salarios estuviesen indexados a los beneficios de las empresas y no al IPC.

El coste salarial más elevado es del sector de extracción de materiales con 36,33 miles de euros por trabajador en el 2008. Por el contrario, el coste más bajo es en el sector de promotoras inmobiliarias con 21,75 miles de euros por trabajador en el 2005.

En términos de productividad medida sobre la Cifra de Negocios (Tabla III.62.), el sector más productivo es el de las Promotoras Inmobiliarias, alcanzando su máximo valor en el 2007 con 690,92 miles de euros en Cifra de

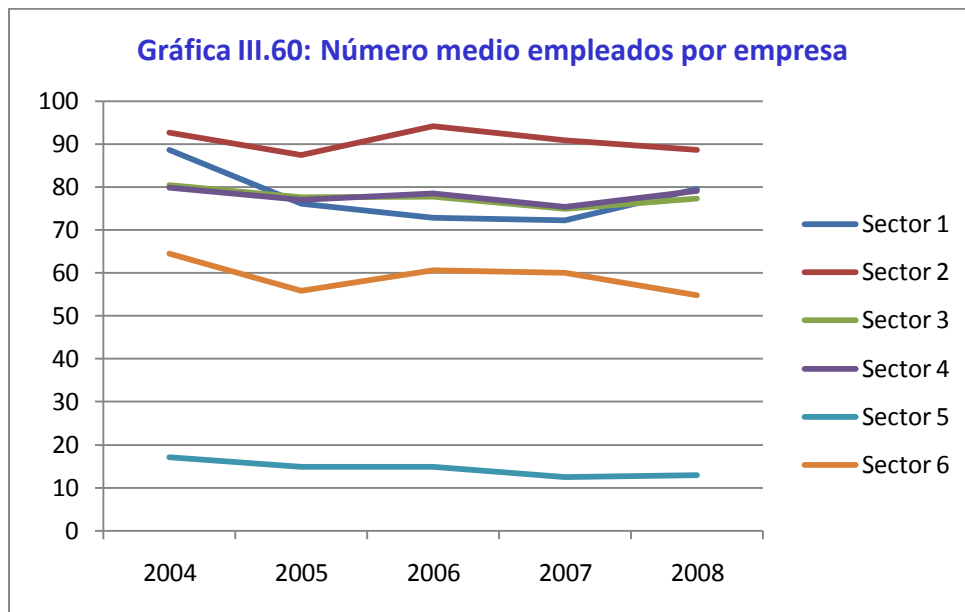
Negocios por trabajador, siendo consecuencia de que cuentan con el menor número medio de trabajadores por empresa. Este sector sufre un descenso en este ratio notable en el año 2008, pero como parte de cifras muy elevadas respecto al resto de sectores, sigue obteniendo el mejor dato en el 2008 (550,07 miles de euros en Cifra de Negocios por trabajador).

En el lado opuesto, nos encontramos con el sector de construcción con una cifra de 94,97 miles de euros por trabajador, además sus datos están por debajo del resto de los sectores desde el año 2004 al 2007, ocupando el antepenúltimo lugar en el año 2008 con 165,98 miles de euros en CN por trabajador, superando sólo al dato del sector de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria y extracción de materiales, en dicho año.

Al analizar la contribución del personal a la generación de VAN (véase tabla III.63. y gráfica III.63) en los respectivos sectores, podemos ver que, excepto el sector de promotoras inmobiliarias (18,96%), oscilan entre el 48,73% y 87,45%. Los datos obtenidos para las empresas medianas son muy similares a los recogidos para las pequeñas empresas (ver epígrafe correspondiente).

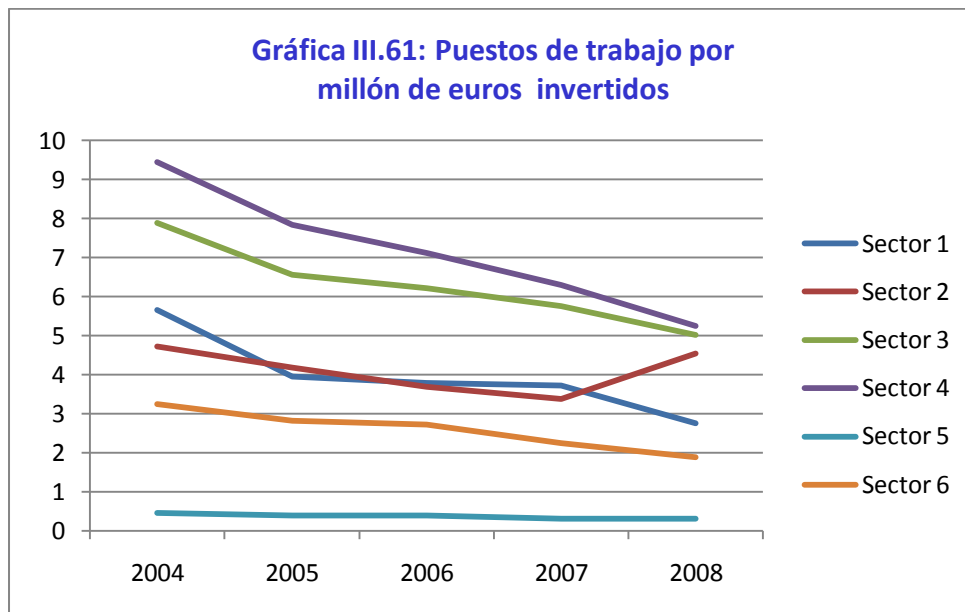
En referencia a la evolución de este ratio podemos indicar que la participación del personal en el Valor Añadido Neto, sufrió un descenso en el año 2006 en todos los sectores excepto en el sector de extracción de materiales con un aumento del 20,37%, recuperándose en el año 2007 (excepto en el sector de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria con una disminución del 6,91%) y en el año 2008 con más fuerza. Así mismo, en el año 2008 son destacables los incrementos del sector de promotoras inmobiliarias (62,52%), fabricación de materiales (53,40%) y un 22,78% en el sector de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria. Según los datos, este aumento del ratio está provocado por la reducción del Valor Añadido Neto, como consecuencia de que el beneficio va disminuyendo, al igual que el impuesto sobre el beneficio, tal y como habíamos expuesto en el apartado de las pequeñas empresas.

<b>Tabla III.60.</b>					
<b>Número medio de empleados por empresa</b>					
	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Sector 1</b>	88,69	76,24	72,83	72,28	79,59
<b>Sector 2</b>	92,79	87,49	94,18	90,87	88,74
<b>Sector 3</b>	80,53	77,68	77,84	75,02	77,35
<b>Sector 4</b>	79,94	77,07	78,50	75,40	79,13
<b>Sector 5</b>	17,04	14,86	14,81	12,49	12,98
<b>Sector 6</b>	64,48	55,83	60,62	60,13	54,78
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-14,04	-4,47	-0,76	10,11
<b>Sector 2</b>		-5,71	7,65	-3,51	-2,34
<b>Sector 3</b>		-3,54	0,21	-3,62	3,11
<b>Sector 4</b>		-3,59	1,86	-3,95	4,95
<b>Sector 5</b>		-12,79	-0,34	-15,67	3,92
<b>Sector 6</b>		-13,42	8,58	-0,81	-8,90



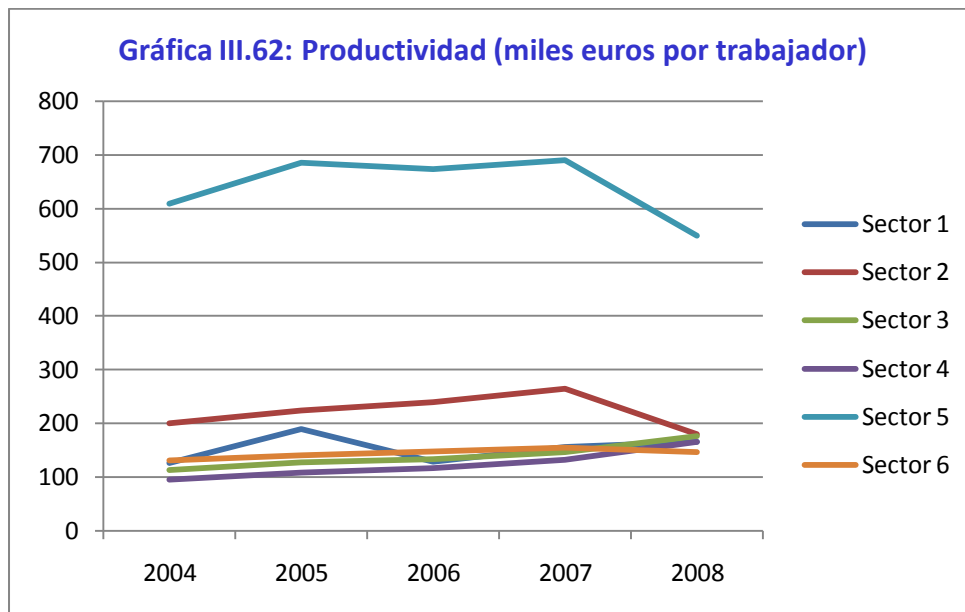
**Tabla III.61.**  
**Puestos de trabajo por millón de euros invertidos**  
**[(nº total estimado de trabajadores /Activo Total Neto)\*1000]**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	5,65	3,95	3,79	3,72	2,75
<b>Sector 2</b>	4,72	4,18	3,68	3,37	4,54
<b>Sector 3</b>	7,89	6,56	6,21	5,76	5,01
<b>Sector 4</b>	9,45	7,84	7,12	6,29	5,24
<b>Sector 5</b>	0,46	0,39	0,38	0,30	0,31
<b>Sector 6</b>	3,25	2,81	2,72	2,25	1,88
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-30,03	-4,09	-1,87	-26,19
<b>Sector 2</b>		-11,43	-12,09	-8,48	34,99
<b>Sector 3</b>		-16,86	-5,34	-7,23	-12,97
<b>Sector 4</b>		-17,11	-9,19	-11,56	-16,82
<b>Sector 5</b>		-14,97	-2,43	-19,35	1,64
<b>Sector 6</b>		-13,37	-3,30	-17,22	-16,67



**Tabla III.62.**  
**Productividad en miles de euros por trabajador**  
**[(Cifra de Negocios / nº total estimado trabajadores)]**

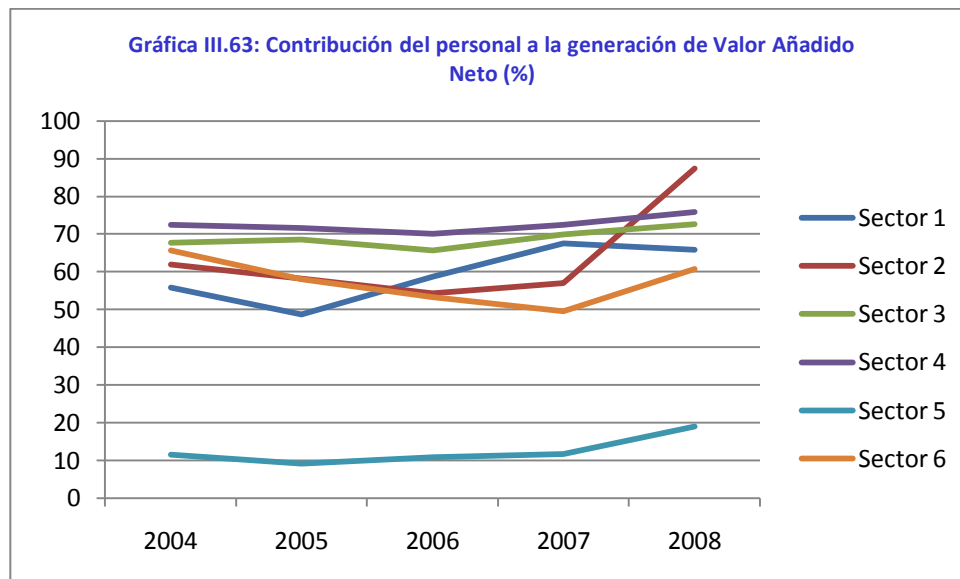
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	125,87	188,93	127,93	155,66	165,07
<b>Sector 2</b>	200,21	223,54	239,68	263,88	179,56
<b>Sector 3</b>	112,33	126,64	133,76	145,86	175,81
<b>Sector 4</b>	94,97	108,66	116,69	132,02	165,98
<b>Sector 5</b>	609,73	685,28	673,97	690,92	550,07
<b>Sector 6</b>	130,39	140,88	147,38	155,14	146,04
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		50,09	-32,29	21,68	6,04
<b>Sector 2</b>		11,65	7,22	10,10	-31,95
<b>Sector 3</b>		12,73	5,63	9,04	20,54
<b>Sector 4</b>		14,41	7,39	13,13	25,72
<b>Sector 5</b>		12,39	-1,65	2,52	-20,39
<b>Sector 6</b>		8,05	4,61	5,26	-5,87



**Tabla III.63.**  
**Contribución del personal a la generación de VAN**  
**[(Gastos personal / Valor Añadido Neto)\*100]**

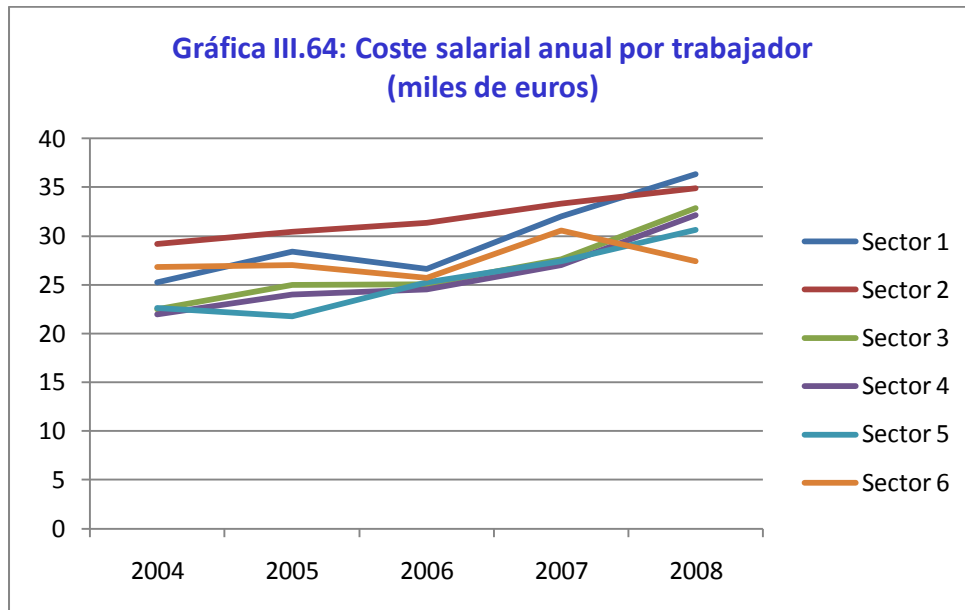
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	55,88	48,73	58,65	67,57	65,89
<b>Sector 2</b>	61,90	58,28	54,23	57,01	87,45
<b>Sector 3</b>	67,63	68,60	65,73	69,84	72,55
<b>Sector 4</b>	72,37	71,67	70,07	72,42	75,81
<b>Sector 5</b>	11,51	9,18	10,87	11,67	18,96
<b>Sector 6</b>	65,65	58,01	53,21	49,54	60,82
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		-12,80	20,37	15,21	-2,49
<b>Sector 2</b>		-5,84	-6,95	5,11	53,40
<b>Sector 3</b>		1,43	-4,19	6,25	3,88
<b>Sector 4</b>		-0,97	-2,24	3,36	4,68
<b>Sector 5</b>		-20,22	18,39	7,31	62,52
<b>Sector 6</b>		-11,63	-8,27	-6,91	22,78





**Tabla III.64.**  
**Coste salarial anual del sector en miles de euros por trabajador**  
**[(Gastos personal / nº medio total trabajadores)]**

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Sector 1</b>	25,28	28,39	26,62	32,04	36,33
<b>Sector 2</b>	29,22	30,43	31,35	33,32	34,91
<b>Sector 3</b>	22,51	25,01	25,03	27,62	32,84
<b>Sector 4</b>	21,99	23,99	24,55	27,04	32,14
<b>Sector 5</b>	22,62	21,75	25,23	27,41	30,62
<b>Sector 6</b>	26,80	27,01	25,72	30,58	27,41
<b>Tasa crecimiento interanual (%)</b>					
<b>Sector 1</b>		12,31	-6,26	20,38	13,38
<b>Sector 2</b>		4,15	3,02	6,27	4,79
<b>Sector 3</b>		11,13	0,08	10,32	18,93
<b>Sector 4</b>		9,10	2,34	10,14	18,87
<b>Sector 5</b>		-3,84	16,04	8,61	11,73
<b>Sector 6</b>		0,78	-4,76	18,91	-10,40



## II. CONCLUSIONES

Analizando las cuentas anuales depositadas en los Registros Mercantiles desde 2004 a 2007, observamos que el número de depósitos realizados por las empresas societarias de los seis sectores relacionados con el mundo inmobiliario y de la construcción es creciente, partiendo en el ejercicio económico de 2004 de 130.830 sociedades (de las que 3.053 corresponden a las medianas y 127.777 a las pequeñas), a 178.619 sociedades que practican el depósito en 2007 (de las que 4.636 corresponden a las medianas y 173.983 a las pequeñas). Esto representa un crecimiento del 36,52%. Por el contrario, las cuentas anuales depositadas en 2008 descienden a 149.875 (de las que 3.987 corresponden a las medianas y 145.888 a las pequeñas), lo que representa una disminución en los depósitos en este último ejercicio económico 2008, del 16,09%. (Ver Tablas III.1 y III.33 y los Gráficos III.1 y III.33).

Al variar el número de empresas que depositan sus cuentas anuales en los años estudiados, para tener un análisis representativo de las empresas de los sectores inmobiliario y de la construcción, vamos a utilizar los datos medios anuales por empresa en cada sector, en los casos en los que sea posible; si bien también incorporamos en el estudio los datos en términos absolutos, en las ocasiones que nos resulten representativos.

Clasificando las empresas por la cuantía de sus activos se observa que, el sector que posee mayor volumen es el de las promotoras inmobiliarias, las cuales alcanzaron en 2007 la cifra de 145,8 miles de millones de euros (de los que 61,9 eran de las medianas empresas y 83,9 de las pequeñas). Le siguen las empresas de la construcción con 69,3 miles de millones de euros y las auxiliares de la construcción con 56,3 miles de millones.

La suma de los tres sectores restantes alcanzan un montante menos relevante, cuantificándose en tan sólo 20,4 miles de millones de euros. De éstos, la actividad extractora de materiales alcanza los 2,7 miles de millones de euros; la fabricación de materiales los 8,4 y los servicios anexos a la propiedad inmobiliaria próximo a los 9,3.

El activo medio que presentaron las empresas Promotoras inmobiliarias en 2007 era de 40,9 millones de euros las medianas empresas y 2,0 millones de euros las pequeñas empresas.

Uno de los datos más relevantes dentro de las partidas que componen los activos es la evolución de las existencias, que experimentan un fuerte crecimiento.

Las empresas promotoras tienen más del doble en existencias en 2007 (56,7 miles de millones de euros) que en 2004 (27,0 miles de millones de euros), conforme al siguiente detalle.

<b>Evolución de las existencias del sector inmobiliario</b>			
<b>(expresado en miles de millones de euros)</b>			
	2006	2007	Aumentos
<b>Pequeñas sociedades</b>	16,4	30,1	183,5 %
<b>Medianas Sociedades</b>	10,6	26,6	250,9 %
<b>Total</b>	27,0	56,7	210,0%

Las existencias medias en 2008 de las empresas promotoras se situaban en 0,8 millones de euros en las pequeñas empresas (0,5 millones de euros en 2004) y en 19,6 millones en las medianas (15 millones en 2004).

No podemos estudiar la evolución de la morosidad, aun conociendo que sus montantes son de considerables dimensiones, por problemas de desglose en los modelos de las cuentas anuales. Esta labor habría sido interesante ya que los sectores de la construcción y auxiliar de la construcción se han visto sorprendidos cuando, al entregar los inmuebles tras finalizar sus obras, se encontraron con que les devolvían los pagarés y documentos equivalentes con vencimientos aplazados, que las empresas promotoras habían emitido.

Ante esta situación, nos fijaremos en el número de empresas que en los últimos años se han declarado en concurso en España, según la estadística del procedimiento concursal que publica el INE y la estadística concursal del Colegio de Registradores; siendo esta última de donde obtenemos el volumen que alcanza el pasivo exigible de constructoras y empresas inmobiliarias.

Evolución de la empresas en concurso (millones €)				
		Constructoras	Inmobiliarias	Pasivo exigible
2006	Empresas	140	37	
	Pasivo	221,0	185,3	406,3
2007	Empresas	158	68	
	Pasivo	530,3	888,3	1.418,3
2008	Empresas	613	389	
	Pasivo	3.700,4	14.883,2	18.586,6

Fuente: Estadística concursal. Anuario 2007–2009, Registradores de España

El aumento de los saldos de las existencias en las empresas promotoras (que en gran parte no son vendibles) y los saldos de los deudores en las empresas de la construcción y auxiliares a la construcción (que recoge el impacto de la morosidad), deja en un relativo valor los aumentos experimentados del fondo de maniobra en todos los sectores estudiados (ver Tabla III.9 y Tabla III.41).

Al estudiar la cifra de negocios, debemos resaltar que el importe que reflejan las empresas promotoras, e incluso las constructoras, en cada ejercicio económico seguramente recoge duplicidades (en el sentido de que tienen un mismo origen, la misma obra), al menos parcialmente. Éstas, aunque no dispongamos de esa información, son probablemente consecuencia de la facturación que reciben de las empresas de los demás sectores, como son las procedentes de las constructoras, las auxiliares de la construcción, etc.

Con respecto a la evolución de la cifra de negocios se observa que:

- Las medianas empresas medianas del sector Promotoras Inmobiliarias y del sector Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria, son las primeras en evidenciar la caída de la cifra media de negocios en las cuentas anuales del ejercicio económico correspondiente a 2005, reflejando una disminución de las ventas del 2% y del 6,45%, respectivamente, con relación a las presentadas en 2004 (Tabla III.49b).
- Es evidente que, aunque caigan las cifras de venta de las viviendas, las empresas del sector de la construcción y las auxiliares de la construcción continúan trabajando hasta finalizar las obras. No obstante, existe una diferencia de comportamiento entre las pequeñas y medianas empresas.

Mientras las medianas siguen presentando una creciente facturación media, incluido 2008 (Tabla III 49.b); las pequeñas empresas, por el contrario, en 2008 ya son conscientes de la caída de su actividad (Tabla III 17b).

- c) Otro dato relevante es que, en las cuentas depositadas por las empresas medianas del sector de la actividad extractora se observa una caída de la cifra de negocios en el ejercicio económico 2006 del 35,32%.

En relación a los beneficios medios alcanzados, las primeras también en experimentar una caída en los mismos fueron las empresas medianas de la Promoción inmobiliaria en el ejercicio 2006, cayendo la tasa de sus beneficios de forma progresiva (Tabla III.50b). Esta tendencia se ve confirmada con las caídas experimentadas en sus coeficientes de rentabilidad económica (ver Tabla III.23 y III.55) y rentabilidad financiera (ver Tabla III.27 y III.57).

Sin embargo, en este periodo el beneficio de explotación medio más alto fue alcanzado por el sector de la Promoción inmobiliaria. Con la particularidad de ser el sector que presenta una cifra de negocios inferior entre las tres que relacionamos. Por ejemplo, en 2005 una mediana empresa del Sector de la Promoción Inmobiliaria tenía un beneficio de explotación medio de 3 millones de euros; una constructora de 0,67 millones y una auxiliar de la construcción de 0,8 millones (ver Tabla III.50b).

Por otro lado, con menos relevancia por su cifra de negocios, el Beneficio antes de Impuestos + Gastos Financieros medio de las empresas medianas de los otros tres sectores fue 2,3 para las empresas de la actividad extractora de materiales; 1,9 de las empresas de fabricación de materiales y 1,1 en los servicios anexos a la propiedad inmobiliaria (ver Tabla III.51b).

En esencia, ¿cuál ha sido la evolución del beneficio neto (o beneficios después de impuestos)?

Ciertamente es un beneficio creciente en los seis sectores estudiados y son las medianas empresas agrupadas en los sectores de la Promoción inmobiliaria y Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria las primeras en marcar el cambio de tendencia en las cuentas anuales depositadas en el ejercicio 2006, experimentando una caída en los beneficios del 8,62% y del 1,47% respectivamente.

Los beneficios netos (BN) de las medianas empresas se situaban en 2005 en 1,8 millones de euros en las Promotoras inmobiliarias, en 0,4 millones de euros en las constructoras, y en 0,5 millones de euros en las auxiliares de la construcción.

Los tres sectores restantes, aunque presenten una relevancia menor por el reducido número de medianas empresas, alcanzan los siguientes beneficios netos en este mismo ejercicio: Actividad extractora 1,5 millones de euros; Fabricación de materiales 1,1 millones de euros y, por último, las de Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria 0,6 millones de euros

Las bases de datos disponibles no nos permiten analizar las bases y la aplicación de los resultados de las empresas analizadas, por lo que hemos renunciado a este sugestivo estudio, tanto en el análisis de los elementos que forman la base del reparto como en su aplicación de la base, que suponemos en forma de dividendos.

La evolución del empleo es el que nos ratifica cuanto venimos diciendo sobre la luz roja que alerta a finales de verano de 2005: las inmobiliarias no venden. La caída del número medio de empleados por empresa se refleja en las cuentas anuales de todas las pequeñas empresas (ver Tabla III.28) y, de manera muy especial, en las empresas medianas con unas caídas del 12,79% en las empresas promotoras y del 13,42 % en las empresas de servicios anexos a la propiedad inmobiliaria (Tabla III.60). Evidentemente, serán las cuentas del ejercicio económico 2009 y 2010 las que registrarán el desplome del empleo.

Analizando la información de las sociedades del sector inmobiliario y de la construcción se llega a las siguientes conclusiones: los constructores y empresas auxiliares a la construcción, en su gran mayoría, han sido víctimas de la morosidad y los incumplimientos de las empresas promotoras y esto se ha reflejado en el saldo de los derechos de cobro. En determinados casos, esta situación ha significado la reducción de su “neto empresarial”, como consecuencia de la acumulación de pérdidas.

Las promotoras inmobiliarias desarrollan sus actividades, desde el momento de la compra del solar hasta el final del proceso, con dinero de la banca y cajas de ahorros. Al no capitalizar sus beneficios, cuando cayó la venta de los inmuebles, sus balances presentaban una situación en la que los stocks estaban financiados en más del 97% por la banca y cajas de ahorros.

A su vez, las cajas y bancos, que no disponían de recursos propios suficientes, vivieron en la dinámica de titular las hipotecas y recuperar tesorería con unas determinadas rentabilidades enajenando las cédulas hipotecarias. Cuando en 2007, estalla la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, se derrumba el mercado de las cédulas hipotecarias.

Podemos decir que, cuando desaparece el mercado en el que vendían las cédulas hipotecarias, nuestras entidades financieras se dan cuenta de que han concedido préstamos a promociones sin expectativas de venta, por unas cuantías muy superiores a sus posibilidades reales. No disponían de imposiciones de sus clientes para estas cuantías en las que se encontraban comprometidas y, por ello, tienen que pedir vía urgencia financiación externa.

### III. METODOLOGÍA

En el presente estudio se pretende abarcar un período de tiempo suficientemente amplio, comprendiendo información económica de los últimos cinco ejercicios disponibles, de acuerdo a la información de que dispone el Centro de Procesos Estadísticos (CPE) del Colegio de Registradores intentando ofrecer una visión panorámica de los principales datos económico-financieros de las sociedades estudiadas.

#### 1. Límites de la información disponible.

La información procesada corresponde exclusivamente a la Página de Datos Generales de Identificación (datos de personal incluidos), Balance y Cuenta de Resultados, incorporado al modelo de cuentas anuales en vigor para todas las empresas depositantes.

Con objeto de considerar sin distorsiones la actividad económica efectiva, han sido excluidas las empresas que no tenían actividad en alguno de los dos años indicados en el depósito de cuentas por diversas causas, fundamentalmente: estar en liquidación, de nueva creación, de tipo patrimonial (que tienen fines jurídico-fiscales), etc.

Teniendo en cuenta las premisas anteriores, las empresas que entran a formar parte del estudio han sido consideradas válidas después de pasar, de forma automática (con revisión manual de algunos aspectos que más adelante describiremos) durante su procesamiento en el CPE, más de un centenar de tests aritméticos que garantizan la coherencia aritmético-contable de los datos indicados durante los ejercicios que se incluyen, pero no puede garantizarse la coherencia económica de los resultados sectoriales obtenidos, ya que para ello se requeriría un análisis pormenorizado empresa a empresa de todos los datos de las que componen finalmente la muestra (entre 670.000 y 930.000 de cada año analizado).

Por limitaciones del sistema de proceso utilizado, no ha sido posible incluir las mismas empresas en todos los años estudiados.

Teniendo en cuenta los condicionantes anteriores, la publicación suministra por tanto una visión panorámica de los parámetros económicos más significativos del número de empresas analizadas. Todo ello con las garantías de los controles que se indican, pero también con las salvedades que igualmente deben hacerse y se han expresado en párrafos anteriores. Ello implica que cualquier extrapolación de tipo económico que pueda pretenderse realizar a partir de los datos que se suministran en la publicación será responsabilidad exclusiva de quien desee hacerlo.

Detalle del número de empresas analizadas en el presente estudio:

<b>Empresas Pequeñas</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Subsector 1.- Actividad extractora de materiales</b>	987	1.071	1.067	1.161	894
<b>Subsector 2.- Fabricación de materiales</b>	2.491	2.685	2.751	2.863	2.374
<b>Subsector 3.- Auxiliar de construcción</b>	33.858	39.437	42.291	46.016	40.419
<b>Subsector 4.- Construcción</b>	53.147	62.024	66.622	73.308	60.820
<b>Subsector 5.- Promotoras inmobiliarias</b>	31.082	38.257	40.169	41.903	33.600
<b>Subsector 6.- Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria</b>	6.212	7.815	8.824	8.732	7.781

Empresas Medianas	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Subsector 1.- Actividad extractora de materiales</b>	26	34	29	26	52
<b>Subsector 2.- Fabricación de materiales</b>	123	141	143	143	167
<b>Subsector 3.- Auxiliar de construcción</b>	944	1.088	1.200	1.271	1.016
<b>Subsector 4.- Construcción</b>	1.199	1.404	1.555	1.593	1.275
<b>Subsector 5.- Promotoras inmobiliarias</b>	703	1.087	1.353	1.510	1.343
<b>Subsector 6.- Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria</b>	58	81	87	93	134

## 2. Procesamiento de la Información.

A continuación se describen los distintos procesos a los que se somete la información durante su tratamiento hasta llegar al contenido de la presente publicación:

### 2.1. Recepción de datos en el CPE.

En la actualidad los Registros Mercantiles disponen de un software homogéneo de gestión que incluye la funcionalidad necesaria para el tratamiento de las imágenes y la remisión de las mismas al CPE por procesos totalmente automatizados. En la actualidad se reciben los datos por dos medios distintos:

**Discos de datos** recibidos directamente de los Registros Mercantiles según formatos previamente establecidos, en las cuales se incluyen las imágenes correspondientes a las diversas hojas tratadas que componen el depósito de cuentas.

**Ficheros de datos** conteniendo los depósitos digitales recibidos en cada Registro Mercantil (desde el ejercicio económico de 2000). Se trata de depósitos que son presentados por medios telemáticos a través de Internet o en diferentes soportes digitales (cd, dvd, etc.), desde la campaña de presentación del ejercicio económico 2002, mediante el protocolo de firma digital puesto en marcha por los Registradores de la Propiedad y Mercantiles. que incorporan los controles de validación necesarios ya desde su origen en la empresa depositante al rellenar el formulario digital y que permiten incorporar de forma automatizada el tratamiento numérico de los datos contenidos en el depósito, por lo que son insertados directamente en el sistema estadístico del CPE sin necesidad de manipulación alguna en dicho centro. La buena acogida del sistema continúa incrementando durante el último ejercicio el número de depósitos presentados por este procedimiento (que supera ya en muchos registros el 60% del total presentado), que comenzó su implantación hace siete años, confirmando de nuevo las buenas expectativas de uso mayoritario que se han depositado en este sistema de presentación de depósitos.

### 2.2. Proceso de OCR (Reconocimiento óptico de caracteres).

Las imágenes de los formularios que componen el modelo de cuentas depositadas son revisadas automáticamente por el sistema informático (mediante avanzadas técnicas de reconocimiento óptico de caracteres) detectando las hojas que lo componen (comparándolo con los modelos que previamente ha “aprendido”) y los datos de cada uno de los apartados en las hojas reconocidas son incluidos en una base de datos para su tratamiento posterior. Aproximadamente, el 75/80% de la información inicialmente grabada se ha obtenido a través de dicho sistema.



### 2.3. Proceso de reconocimiento manual y de revisión posterior.

---

En aquellos casos donde el sistema informático no es capaz de reconocer las hojas o datos concretos de algún depósito de cuentas se permite a los operadores rellenar manualmente los datos que no han podido ser reconocidos, añadiéndose controles especiales de tipo aritmético para informar de posibles errores del depósito y permitir su reparación en esta fase.

Se ha establecido un control especial sobre el campo CNAE que es comparado automáticamente con un fichero que contiene la tabla oficial que publica el INE, preparada a 4 dígitos. En aquellos casos en que no coincide el dato detectado, este valor queda incorrecto y el depósito pasa a revisión manual y sigue el proceso que se describe en el párrafo siguiente.

Finalmente, todos los datos grabados de cada depósito son revisados en el caso de que presenten algún error producido durante los procesos anteriores. En esta operación de revisión completa se presta especial atención a algunos datos fundamentales en el tratamiento posterior, como son: PERSONAL y UNIDADES en que se expresan los datos y el código de la CNAE. Sobre este último se ha establecido un control especial que permite ser revisado por operadores específicamente entrenados al efecto, en el caso de que no haya sido posible completarlo en la fase de proceso anterior, siendo entonces asignado el código correspondiente en función de la actividad económica principal que expresa la entidad depositante en la Hoja de Datos Generales del depósito de cuentas.

Después, aquellas empresas que presenten errores por cualquier otro motivo (imagen borrosa, impreso no adecuado, falta de actividad, etc.) son “marcadas” de forma definitiva por el sistema y no entran a formar parte de los análisis estadísticos posteriores.

### 2.4. Agregación estadística de los datos.

---

La información resultante de los procesos antes descritos es finalmente clasificada y sus datos agrupados con los criterios que se describen más adelante siendo posteriormente procesada de forma automática por el sistema. Este proceso somete las empresas de nuevo a más de un centenar de reglas de coherencia, no solo aritméticas sino también algunas de contenido económico y estadístico, encaminadas a detectar errores en los datos de número de trabajadores, desviaciones excesivas en gastos de personal, unidades distintas a las que se indican, diferencias excesivas entre balance y pérdidas y ganancias, etc.

El incremento de los depósitos digitales está permitiendo un aumento en el número de empresas válidas para estadística y además un incremento del “avance” anual, en cuanto al número de sociedades ya que los datos no requieren de ningún proceso de grabación previa, por lo que pueden ser añadidos a la base de datos hasta el mismo momento anterior a la elaboración definitiva de la estadística.

Una vez que los datos de las empresas tratadas han superado todo los procesos anteriores, cada una de las hojas con información estadística del presente Estudio son revisadas en el CPE, excluyéndose finalmente aquellas que puedan tener una baja representatividad por el escaso número de cuentas presentadas o bajo volumen de negocio en su sector y tamaño respectivo, dando lugar las páginas resultantes al informe estadístico definitivo.

## 3. Características de los Datos.

### 3.1. Sectores de actividad incluidos.

Los incluidos en la división sectorial de la CNAE 2009 (a cuatro dígitos) que realiza el INE<sup>21</sup>, y relacionados con los sectores inmobiliario y de la construcción, excepto los de carácter financiero, de seguros y administraciones públicas, así como aquellos que, siendo susceptibles de aparecer, no han podido ser incluidos por su escaso volumen de negocio y bajo número de empresas en nuestro país. A partir de las cuentas presentadas en el ejercicio 2009 esta clasificación sustituye a la anterior, CNAE 93, y todos los ejercicios anteriores han sido reclasificados y adaptados a la nueva clasificación de la CNAE 2009. Esto puede provocar que entre ejercicios anteriores y el último ejercicio se aprecien significativos cambios en el número de empresas tratadas dentro de un sector, debido a que el antiguo CNAE 93 haya sido disgregado en varios grupos distintos de la nueva clasificación.

La relación de sectores posibles incluidos es la siguiente:

#### Subsector 1.- Actividad extractora de materiales

- 08.11 Extracción de piedra ornamental y para la construcción, piedra caliza, yeso, creta y pizarra
- 08.12 Extracción de gravas y arenas; extracción de arcilla y caolín
- 09.90 Actividades de apoyo a otras industrias extractivas

#### Subsector 2.- Fabricación de materiales

- 23.12 Manipulado y transformación de vidrio plano
- 23.31 Fabricación de azulejos y baldosas de cerámica
- 23.32 Fabricación de ladrillos, tejas y productos de tierras cocidas para la construcción
- 23.42 Fabricación de aparatos sanitarios cerámicos
- 23.51 Fabricación de cemento
- 23.52 Fabricación de cal y yeso
- 23.61 Fabricación de elementos de hormigón para la construcción
- 23.62 Fabricación de elementos de yeso para la construcción
- 23.63 Fabricación de hormigón fresco
- 23.64 Fabricación de mortero
- 23.69 Fabricación de otros productos de hormigón, yeso y cemento
- 23.70 Corte, tallado y acabado de la piedra

#### Subsector 3.- Auxiliar de construcción

- 24.33 Producción de perfiles en frío por conformación con plegado
- 25.11 Fabricación de estructuras metálicas y sus componentes
- 25.12 Fabricación de carpintería metálica

---

<sup>21</sup> Clasificación Nacional de Actividades Económicas resultante del proceso internacional de revisión denominado Operación 2007, elaborado según las condiciones recogidas en el Reglamento de aprobación de la NACE Rev.2

- 25.21 Fabricación de radiadores y calderas para calefacción central
- 25.29 Fabricación de otras cisternas, grandes depósitos y contenedores de metal
- 26.11 Fabricación de componentes electrónicos
- 27.31 Fabricación de cables de fibra óptica
- 27.32 Fabricación de otros hilos y cables electrónicos y eléctricos
- 27.90 Fabricación de otro material y equipo eléctrico
- 28.22 Fabricación de maquinaria de elevación y manipulación
- 28.92 Fabricación de maquinaria para las industrias extractivas y de la construcción
- 33.11 Reparación de productos metálicos
- 33.12 Reparación de maquinaria
- 33.20 Instalación de máquinas y equipos industriales
- 41.21 Construcción de edificios residenciales
- 41.22 Construcción de edificios no residenciales
- 43.29 Otras instalaciones en obras de construcción
- 43.99 Otras actividades de construcción especializada n.c.o.p.

#### **Subsector 4.- Construcción**

- 41.21 Construcción de edificios residenciales
- 41.22 Construcción de edificios no residenciales
- 42.11 Construcción de carreteras y autopistas
- 42.12 Construcción de vías férreas de superficie y subterráneas
- 42.13 Construcción de puentes y túneles
- 42.21 Construcción de redes para fluidos
- 42.22 Construcción de redes eléctricas y de telecomunicaciones
- 42.91 Obras hidráulicas
- 42.99 Construcción de otros proyectos de ingeniería civil n.c.o.p.
- 43.11 Demolición
- 43.12 Preparación de terrenos
- 43.13 Perforaciones y sondeos
- 43.21 Instalaciones eléctricas
- 43.22 Fontanería, instalaciones de sistemas de calefacción y aire acondicionado
- 43.29 Otras instalaciones en obras de construcción
- 43.31 Revocamiento
- 43.32 Instalación de carpintería
- 43.33 Revestimiento de suelos y paredes
- 43.34 Pintura y acristalamiento
- 43.39 Otro acabado de edificios
- 43.91 Construcción de cubiertas
- 43.99 Otras actividades de construcción especializada n.c.o.p.
- 80.20 Servicios de sistemas de seguridad

**Subsector 5.- Promotoras inmobiliarias**

- 41.10 Promoción inmobiliaria
- 68.10 Compraventa de bienes inmobiliarios por cuenta propia
- 68.20 Alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia

**Subsector 6.- Servicios anexos a la propiedad inmobiliaria**

- 68.31 Agentes de la propiedad inmobiliaria
- 68.32 Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria
- 77.32 Alquiler de maquinaria y equipo para la construcción e ingeniería civil
- 77.39 Alquiler de otra maquinaria, equipos y bienes tangibles n.c.o.p.
- 81.10 Servicios integrales a edificios e instalaciones

**3.2. Tamaños incluidos.**

Atendiendo a criterios de interés general y de facilidad en la información tratada se han incluido los tamaños de empresa pequeña y mediana, excluyendo a las empresas grandes. Los criterios para esta clasificación por tamaños coinciden con los que utiliza habitualmente la Central de Balances del Banco de España. Los criterios son actualizados anualmente por lo que se detallan a continuación los que se han aplicado a cada uno de los ejercicios:

(miles de €)	Tamaño	2004	2005	2006	2007	2008
Cifra de Negocios	Pequeña	< 23.100	< 24.190	< 25.140	< 25.940	< 26.720
	Mediana	< 231.050	< 241.950	< 251.450	< 259.400	< 267.200
	Grande	>= 231.050	>= 241.950	>= 251.450	>= 259.400	>= 267.200
Total Activo	Pequeña	< 16.210	< 16.980	< 17.640	< 18.200	< 18.750
	Mediana	< 162.150	< 169.800	< 176.450	< 182.050	< 187.500
	Grande	>= 162.150	>= 169.800	>= 176.450	>= 182.050	>= 187.500
Número de Empleados (Condición Obligatoria)	Pequeña	< 50	< 50	< 50	< 50	< 50
	Mediana	< 250	< 250	< 250	< 250	< 250
	Grande	>= 250	>= 250	>= 250	>= 250	>= 250

Para clasificarse como un tamaño u otro, una sociedad debe cumplir obligatoriamente la condición del número de empleados, y una de las otras dos condiciones relativas al total activo y cifra de negocios.

**4. Notas Metodológicas sobre adaptación a PGC 2007**

En el avance de resultados del ejercicio económico 2008 se han producido algunas circunstancias que alteran la metodología habitual de la publicación MERCANTIL SECTORIAL y ocasionan que la serie de años estudiada haya sido reconstruida. Entre otros cambios, se han hecho coincidir los datos calculados con los nuevos criterios vigentes desde dicho avance, coincidentes con la aplicación del nuevo Plan General de Contabilidad aplicable a partir del ejercicio económico 2008, así como con los nuevos formularios de presentación de cuentas anuales publicados por el Ministerio de Justicia en la Orden JUS/206/2009 de 28 de enero.

A continuación se describen las partidas que han experimentado cambios de agregado con mención expresa de su **procedencia (antiguo PGC90)** y **destino actual (PGC2007)**:

**BALANCE - MODELO ABREVIADO**

- Pasan del **ACTIVO** al **PATRIMONIO NETO** restando:

**110000 A) ACCIONISTAS (SOCIOS) POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS**

21120 1. (Capital no exigido)

**121000 I. Gastos de Establecimiento**

**130000 C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS**

21300 III. Reservas

**125000 V. Acciones propias**

**145000 V. Acciones propias a corto plazo**

21400 IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)

**BALANCE - MODELO NORMAL**

- Pasan del **ACTIVO** al **PATRIMONIO NETO** restando:

**110000 A) ACCIONISTAS (SOCIOS) POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS**

21120 1. (Capital no exigido)

**121000 I. Gastos de Establecimiento**

**130000 C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS**

21300 III. Reservas

**125000 V. Acciones propias**

**145000 V. Acciones propias a corto plazo**

21400 IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)

- Pasa de **INMOVILIZACIONES INMATERIALES** al **INMOVILIZADO MATERIAL**

**122060 6. Derechos s/bienes en régimen de arrendamiento financiero**

11220 2. Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material

- Pasa de **INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS** a **PASIVO NO CORRIENTE**

**220030 3. Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios**

31500 V. Periodificaciones a largo plazo

- Pasa de **ACREEDORES A LARGO PLAZO** a **ACTIVO NO CORRIENTE**

**V. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos**

**245010 1. De empresas del grupo**

**245020 2. De empresas asociadas**

IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo

11410 Instrumentos de Patrimonio

**245030 3. De otras empresas**

IV. Inversiones financieras a largo plazo

11510 Instrumentos de Patrimonio

**PÉRDIDAS Y GANANCIAS**

- Las variaciones de provisiones se imputan a otras partidas, principalmente a las correspondientes: “Deterioro y resultado por enajenación...”, por lo cual se hacen indistinguibles.

**308000 A.8. Variación de las provisiones de inversiones financieras**

41800 Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros

**310000 A.10. Variación de las provisiones de inmovilizado inmaterial, material y cartera de control**

41100 Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado

**305010 a) Variación de provisiones de existencias**

40400 Aprovisionamientos

**305020 + 305030 b) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables + c) Variación de otras provisiones de tráfico**

40700 Otros Gastos de Explotación

- Los resultados extraordinarios ahora se imputan al resultado de explotación.

**412000 + 413000 – 313000 - 314000 B.12. Ingresos extraordinarios + B.13. Ingresos y beneficios de otros ejercicios - A.13. Gastos extraordinarios - A.14. Gastos y pérdidas de otros ejercicios**

41300 Otros Resultados

**5. Elementos Analizados.**

En los siguientes cuadros reflejamos, de forma sintética, cómo se ha calculado cada una de las variables analizadas en el apartado 3 del Estudio “Análisis de la evolución de los valores económico-financieros del sector inmobiliario y de la construcción”; así como una descripción de su significado e interpretación. Para la exposición de dichas variables seguimos el mismo orden establecido en el estudio.

Número de empresas	
Número de empresas que depositan las cuentas anuales en el Registro Mercantil	Dato tomado de la información suministrada por el Registro Mercantil.

Inversión	
Activo del sector en miles de euros	Representa el total de la inversión de cada uno de los sectores, expresado en miles de euros. Dato elaborado por el Registro Mercantil a partir de la información depositada por las empresas del sector, según los criterios establecidos por ellos.
Activo medio por empresa del sector en miles de euros	Indica la inversión media de cada empresa en cada uno de los sectores, expresado en miles de euros. Se ha determinado como: $\frac{\text{Activo Total del sector en miles de euros}}{\text{N}^{\circ} \text{ empresas depositan cuenta anuales en RM}}$

<b>Inversión</b>	
<b>Existencias del sector en miles de euros</b>	Muestra la cantidad de existencias totales a final de ejercicio de cada uno de los sectores, expresada en miles de euros. Datos elaborados a partir de la información suministrada por el RM, que estaba expresada en peso en relación al total de activo.
<b>Existencias medias por empresa del sector en miles de euros</b>	Representa la media de existencias por empresa en cada uno de los sectores, expresado en miles de euros. Se determina como: $\frac{\text{Existencias del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$
<b>Proporción de ANC sobre Activo</b>	Expresa, en términos porcentuales, el peso del Activo no Corriente del sector sobre el total de la inversión del mismo. Ratio elaborado por el RM a partir de la información depositada por las empresas. Se calcula como: $\frac{\text{ANC del sector en miles de euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Proporción de AC sobre Activo</b>	Indica, en términos porcentuales, el peso del Activo Corriente del sector sobre el total de la inversión de dicho sector. Ratio elaborado por el RM a partir de la información depositada por las empresas. Se determina como: $\frac{\text{AC del sector en miles de euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Proporción de Existencias sobre Activo</b>	Refleja, en términos porcentuales, el peso de las existencias del sector sobre el total de la inversión de dicho sector. Coeficiente elaborado por el RM a partir de la información depositada por las empresas. Se determina como: $\frac{\text{Existencias del sector en miles de euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$

<b>Estructura financiera</b>	
<b>Proporción de Patrimonio Neto (PN) sobre PN y Pasivo</b>	Expresa, en términos porcentuales, el peso del PN del sector sobre el total de las fuentes de financiación de dicho sector. Ratio elaborado por el RM a partir de la información depositada por las empresas. Se determina como: $\frac{\text{PN del sector en miles de euros}}{\text{PN y Pasivo del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Proporción de Pasivo sobre PN y Pasivo</b>	Muestra, en términos porcentuales, el peso de las fuentes de financiación ajenas del sector sobre el total de las fuentes de financiación de dicho sector. Ratio elaborado por el RM a partir de la información depositada por las empresas. Se determina como: $\frac{\text{Pasivo del sector en miles de euros}}{\text{PN y Pasivo del sector en miles de euros}} \times 100$

<b>Fondo de Maniobra</b>	
<b>Fondo de Maniobra (FM) del sector en miles de euros</b>	Representa la parte de los activos corrientes (a corto plazo) totales del sector financiados con capitales permanentes o fuentes permanentes de financiación. La existencia de FM evita los posibles desfases entre la liquidez del activo y la exigibilidad del pasivo. Se ha calculado como $FM = AC - PC$ , si bien sería más correcto tener en cuenta sólo las partidas de Balance relacionadas con el corto plazo. No se ha podido calcular de esta forma porque el desglose de los datos suministrados por el RM era insuficiente. Además, en este caso, se ha determinado a partir de la proporción que representa el FM sobre el total de activo (calculada por el RM), multiplicándola por dicho total para expresarlo en miles de euros.
<b>Fondo de Maniobra medio por empresa del</b>	Representa el FM medio por empresa del sector, es decir, la parte de los activos corrientes (a corto plazo) medios por empresa del sector financiados con capitales permanentes o fuentes permanentes de

<b>sector en miles de euros</b>	financiación. Se ha establecido a partir del FM del sector anterior: $\frac{\text{FM del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$
---------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<b>Garantía, Endeudamiento y Solvencia<sup>22</sup></b>	
<b>Coefficiente de garantía del sector</b>	<p>Ofrece una información global sobre la capacidad de la empresa para hacer frente a los compromisos adquiridos con terceros ajenos a la misma, indicando a los acreedores la seguridad o incertidumbre que puede existir a la hora de cobrar sus créditos. La fiabilidad del ratio depende de los criterios de valoración utilizados, la adecuación de las correcciones valorativas y la composición del activo. Se ha expresado en tanto por ciento.</p> <p>Se ha calculado de la siguiente forma a partir de los valores contables, si bien sería más conveniente valorar el activo a valor de mercado:</p> $\frac{\text{Activo del sector en miles de euros}}{\text{Pasivo del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Grado de Endeudamiento del sector</b>	<p>Representa la relación entre las fuentes de financiación ajenas y las fuentes de financiación propias. A medida que el ratio aumenta, mayor será la dependencia del exterior. Lo hemos expresado en tanto por ciento. Se ha determinado como:</p> $\frac{\text{Pasivo del sector en miles de euros}}{\text{PN del sector en miles de euros}} \times 100$ <p>Este ratio financiero se puede estudiar en dos partes: el grado de endeudamiento no corriente y el grado de endeudamiento corriente.</p>
<b>Grado de Endeudamiento no Corriente</b>	<p>Muestra la relación entre las deudas no corrientes de las empresas del sector y las fuentes de financiación propias, expresado en tanto por ciento. Se ha determinado como:</p> $\frac{\text{PNC del sector en miles de euros}}{\text{PN del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Grado de Endeudamiento Corriente</b>	<p>Refleja la relación entre las deudas corrientes de las empresas del sector y las fuentes de financiación propias, en tanto por ciento. Se ha determinado como:</p> $\frac{\text{PC del sector en miles de euros}}{\text{PN del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Solvencia Corriente</b>	<p>Indica el potencial de las empresas del sector para hacer frente a sus pasivos corrientes con los activos corrientes. Lo expresamos en tanto por ciento. Se entiende que es recomendable que sea superior al 200% y nunca inferior al 100%. Se calcula como:</p> $\frac{\text{AC del sector en miles de euros}}{\text{PC del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Test ácido o liquidez inmediata</b>	<p>Ratio más operativo que el anterior. Muestra la capacidad de las empresas del sector para hacer frente a sus deudas corrientes con los activos corrientes una vez deducidas las existencias y los ANC mantenidos para la venta, de las que se desconoce la fecha en las que se harán líquidas. Se determina como:</p> $\frac{(\text{AC} - \text{Existencias} - \text{ANC mantenido para la venta})}{\text{PC del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Ratio de Tesorería</b>	<p>Refleja la verdadera capacidad para afrontar las obligaciones de pago corrientes con los recursos líquidos. Se determina como:</p> $\frac{\text{Efectivo y otros activos líq. equiv. sector miles euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$

<sup>22</sup> Los ratios de garantía, endeudamiento y solvencia se han determinado a partir de datos totales del sector, si bien darían los mismos resultados que si los calculamos en función de los datos medios por empresa.



<b>Cifra de negocios y Beneficios</b>	
<b>Cifra de negocios (CN) del sector en miles de euros</b>	Representa el total de las ventas anuales de productos y de las prestaciones de servicios anuales de cada uno de los sectores, una vez deducidos todos los descuentos, y expresado en miles de euros. Se ha determinado a partir de la proporción que representa la CN sobre los ingresos de explotación (calculada por el RM), multiplicándola por dicho importe para expresarlo en miles de euros.
<b>CN media por empresa del sector en miles de euros</b>	Indica las ventas de productos y las prestaciones de servicios, una vez deducidos los descuentos, que por término medio le corresponde a cada empresa al año en cada uno de los sectores, expresado en miles de euros. Se ha determinado como: $\frac{\text{CN Total del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$
<b>Beneficio de explotación del sector en miles de euros</b>	Muestra el resultado a nivel de explotación, por diferencia entre los ingresos de explotación y gastos explotación imputados a la cuenta de pérdidas y ganancias en el ejercicio económico, expresado en miles de euros para todo el sector. Se ha determinado a partir de la proporción que representa el Resultado de Explotación sobre los ingresos de explotación (calculada por el RM), multiplicándola por dicho importe para expresarlo en miles de euros.
<b>Beneficio de explotación medio por empresa del sector en miles de euros</b>	Representa el resultado de explotación medio por empresa en cada uno de los sectores, expresado en miles de euros. Se determina como: $\frac{\text{Resultado explotación del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos (BAII) del sector en miles de euros</b>	Expresa el resultado a nivel de empresa antes de intereses e impuestos, incorporando el resultado de explotación y el resultado financiero (excepto los gastos financieros). El estudio de este nivel de beneficio busca aislar el efecto de los intereses de la financiación ajena y del impuesto sobre sociedades en el resultado, y facilita información sobre la eficiencia operativa de las empresas. Se ha expresado en miles de euros para cada uno de los sectores. Se ha determinado a partir de la proporción que representa el Resultado antes de impuestos sobre los ingresos de explotación (calculada por el RM), multiplicándola por dicho importe para expresarlo en miles de euros, y sumando a esta cantidad por los gastos financieros, en miles de euros.
<b>BAII medio por empresa del sector en miles de euros</b>	Representa el resultado antes de intereses e impuestos medio por empresa en cada uno de los sectores, en miles de euros. Se calcula como: $\frac{\text{BAII del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$
<b>Resultado después de impuestos (RDI) del sector en miles de euros</b>	Es el resultado neto total del sector, en miles de euros. Se ha determinado a partir de la proporción que representa el Resultado después de impuestos sobre los ingresos de explotación (calculada por el RM), multiplicándola por dicho importe para expresarlo en miles de euros.
<b>RDI medio por empresa del sector en miles de euros</b>	Refleja el resultado después de impuestos que por término medio le corresponde a cada empresa del sector en miles de euros. Se determina como: $\frac{\text{RDI del sector en miles de euros}}{\text{Nº empresas depositan cuenta anuales en RM}}$

<b>Rentabilidad<sup>23</sup></b>	
<b>Margen de utilidad a nivel de explotación del sector</b>	Establece una relación entre el Beneficio de explotación y la cifra de negocios. Facilita información sobre la participación de la CN en el Beneficio de explotación. Se calcula como: $\frac{\text{Bº Explotación del sector miles euros}}{\text{CN del sector miles euros}} \times 100$

<sup>23</sup> Los ratios de rentabilidad se han determinado a partir de datos totales del sector, si bien darían los mismos resultados que si los calculamos en función de los datos medios por empresa.

<b>Rentabilidad<sup>23</sup></b>	
	CN del sector en miles de euros
<b>Margen de utilidad a nivel de empresa del sector</b>	Refleja la misma relación anterior, pero medida sobre el BAII. Se ha determinado como: $\frac{\text{BAII del sector miles euros}}{\text{CN del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Rentabilidad económica del sector</b>	Expresa la rentabilidad del activo, siendo un indicador de la eficiencia empresarial. Se ha calculado como: $\frac{\text{BAII del sector miles euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$ Este ratio de rentabilidad se puede descomponer en: Margen Utilidad a nivel empresa x Rotación del Activo
<b>Rotación del activo</b>	Es el número de veces que rota el activo del sector en relación a la CN generada por el mismo. Indica la adecuación del activo de la empresa; de tal forma que cuanto mayor sea, mejor se estará utilizando el activo por parte de las empresas del sector y esto hará que la rentabilidad económica sea mayor. Se establece como: $\frac{\text{CN del sector miles euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}}$
<b>ROI del sector</b>	Se trata de otra forma de medir la rentabilidad del activo, en este caso sobre el resultado después de impuestos. Mide la tasa de retorno de la inversión realizada. Se ha calculado como: $\frac{\text{RDI del sector miles euros}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Apalancamiento o multiplicador patrimonial</b>	Es un indicador de la cobertura del Patrimonio Neto por el Activo, que mide la influencia de la deuda. Se establece como: $\frac{\text{Activo del sector miles euros}}{\text{PN del sector en miles de euros}}$
<b>Rentabilidad financiera del sector</b>	Muestra la rentabilidad del accionista, siendo una tasa de mercado carácter financiero. Se determina como: $\frac{\text{RDI del sector miles euros}}{\text{PN del sector en miles de euros}} \times 100$ Este ratio se puede descomponer en: ROI x Apalancamiento o multiplicador patrimonial

<b>Empleo</b>	
<b>Número medio de empleados por empresa</b>	Dato tomado de la información suministrada por el Registro Mercantil. Hemos de señalar que este número medio se ha calculado partiendo de un total de empresa inferior al número de empresas que presentan las cuentas anuales en el RM.
<b>Puestos de trabajo por millón de euros invertidos</b>	Indica la cantidad de puestos de trabajo necesarios en cada sector por cada millón de euros invertidos en el activo. Se ha calculado como: $\frac{\text{Nº total estimado de trabajadores}}{\text{Activo del sector en miles de euros}} \times 1000$ El número total de trabajadores se ha estimado a partir del número medio por empresas y multiplicándolo por el total de empresas que presentan las cuentas anuales en el RM.
<b>Productividad</b>	Mide la cantidad de CN generada por cada trabajador en miles de euros al año. Se determina como: $\frac{\text{CN del sector en miles de euros}}{\text{Nº total estimado de trabajadores}}$ El número total de trabajadores se ha estimado a partir del número medio por empresas y multiplicándolo por el total de empresas que presentan las cuentas anuales en el RM.
<b>Contribución del</b>	Indica el porcentaje que representa la retribución al personal sobre el

Empleo	
<b>personal a la generación de valor añadido neto</b>	<p>VAN. Es decir, el peso que tiene en la generación de valor añadido en cada sector.</p> <p>Se establece como:</p> $\frac{\text{Gastos personal sector miles euros}}{\text{VAN del sector en miles de euros}} \times 100$
<b>Coste salarial anual del sector por trabajador</b>	<p>Muestra el gasto de personal expresado en miles de euros por trabajador al año para cada sector.</p> <p>Se determina como:</p> $\frac{\text{Gastos personal sector miles euros}}{\text{Nº total estimado de trabajadores}}$ <p>El número total de trabajadores se ha estimado a partir del número medio por empresas y multiplicándolo por el total de empresas que presentan las cuentas anuales en el RM.</p>