

# Diagnóstico del panorama inmobiliario actual. ¿Rebrota una burbuja inmobiliaria comparable a la anterior?<sup>1</sup>

*Pese a las sugerencias mediáticas de que asistimos a una nueva burbuja especulativa inmobiliaria, tanto el desendeudamiento de los hogares asociado a la compra de vivienda como la disminución de la exposición al ladrillo por parte de la banca dan muestra de que difícilmente nos encontramos ante una burbuja comparable a la anterior. Sí existe, no obstante, una reactivación del mercado inmobiliario de la mano de nuevos inversores que, sin apenas recurrir al crédito, han venido dirigiendo sus compras hacia viviendas o inmuebles ya construidos, aprovechando el desplome de los precios posterior a la última burbuja. Al mismo tiempo, la mayor precariedad laboral y la reducción del riesgo inmobiliario de las entidades financieras han dado lugar a un aumento inusual de la demanda en el estrecho mercado del alquiler, concentrado además en las zonas más pobladas y coincidiendo, en ocasiones, con la presión inusual de los alquileres turísticos. Ante este panorama, resulta urgente una reconversión del modelo inmobiliario español orientada a dar uso más eficiente del sobredimensionado stock inmobiliario con que cuenta el país y a facilitar a la vez la desinversión inmobiliaria que necesitan las personas y entidades propietarias más endeudadas y/o necesitadas de liquidez.*

## ¿Qué es una burbuja especulativa?

El mercado de la vivienda observa en los últimos tiempos una tónica expansiva reflejada en el aumento de los precios y las transacciones, localizada sobre todo en las zonas más valoradas de la costa y de los grandes núcleos de población. Los *media* han saludado y divulgado con euforia estos repuntes, en consonancia con intereses empresariales y bancarios deseosos de revalorizar

José Manuel Naredo es economista y estadístico

<sup>1</sup> Este artículo actualiza y amplía el texto publicado el 05-01-2019 en la Agenda de Prensa elaborada por Manuel Portela: [www.agendadeprensa.org](http://www.agendadeprensa.org)

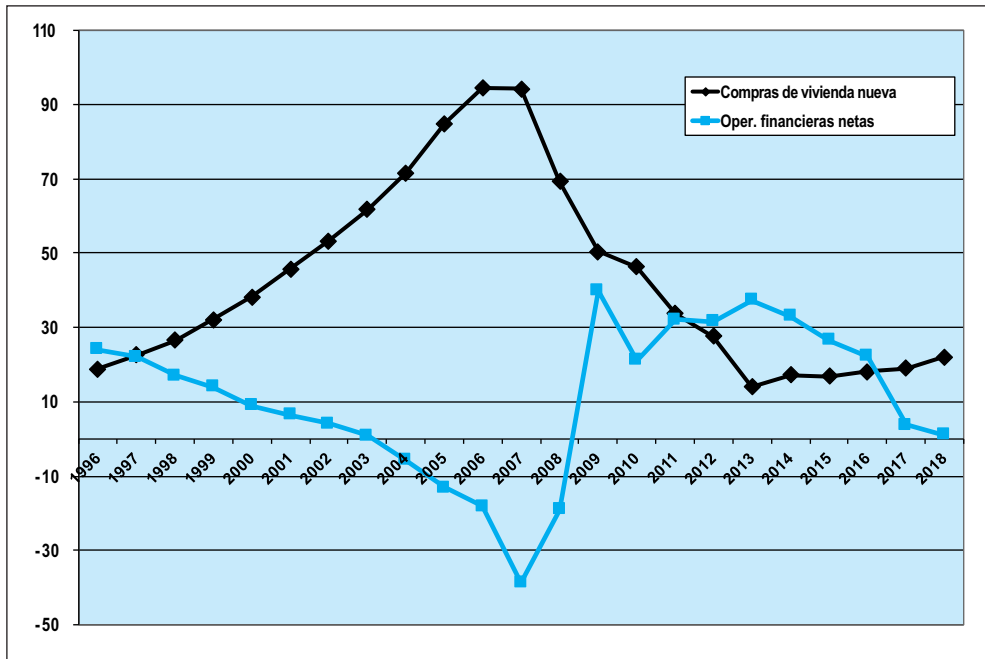
los activos inmobiliarios que figuran en sus balances, llegando incluso a sugerir que asistimos al inicio de una nueva burbuja especulativa. ¿Pero es posible volver a las andadas? ¿Puede desatarse una burbuja especulativa comparable a la anterior en intensidad y duración? Para evitar la confusión precisemos primero lo que entendemos por burbuja.

Para definir lo que se entiende normalmente por una burbuja especulativa cabe recordar que los mercados de bienes patrimoniales (acciones, inmuebles, terrenos, etc.) se desequilibran con más facilidad que los mercados de bienes que, como el tomate, se producen para ser consumidos. Cuando hay una buena cosecha de tomate, lo normal es que caiga el precio, porque la demanda de consumo tiene límites claros. Sin embargo, como los bienes patrimoniales se valoran y atesoran por sí mismos, el deseo de acumularlos carece de límites. Así, se desatan con facilidad procesos especulativos en los que se compran acciones, terrenos o viviendas porque se piensa que van a revalorizarse, y se revalorizan porque se compran cada vez más a crédito, esperando nuevas revalorizaciones. Y en estos procesos llamados burbujas especulativas, los precios aumentan junto a las cantidades de acciones emitidas o de viviendas construidas, a diferencia de lo que ocurría con los tomates. Estos procesos acaban muriendo siempre por estrangulamiento financiero, cuando el crédito ya no permite seguir ampliando las compras. Entonces se dice que se ha pinchado la burbuja especulativa, generando problemas de impago a entidades prestamistas, pues la falta de liquidez y la caída de precios de los bienes patrimoniales que se genera cuando se ha pinchado la burbuja contrasta con el mantenimiento inequívoco de los tipos de interés y los plazos de devolución de los préstamos contraídos. Vemos pues que la financiación a crédito es un ingrediente clave de las burbujas especulativas, que amplía su intensidad y duración muy por encima de las posibilidades que ofrece el ahorro disponible de familias y empresas, añadiendo riesgos al proceso.

### La última burbuja inmobiliaria (1997-2007) devoró el ahorro del país y se siguió financiado a crédito con cargo al exterior

El primer gráfico adjunto describe cómo durante la última burbuja inmobiliaria, en la medida en la que los hogares españoles invertían cada vez más en ladrillo, decaía su inversión financiera, llegando incluso a hacerse negativa, al recurrir crecientemente al crédito. Así, los últimos cuatro años del *boom*, los hogares españoles, en vez de invertir su ahorro en el sistema financiero, le demandaban financiación neta para seguir invirtiendo en ladrillo. En los manuales de economía se enseña que los hogares ahorran y que el sistema financiero moviliza esa capacidad de financiación de los hogares para cubrir la tradicional necesidad de financiación de las empresas. Pero en los últimos años del *boom* inmobiliario español la banca tuvo que endeudarse frente al exterior para cubrir la necesidad de financiación de hogares y empresas y seguir financiando así la burbuja especulativa, con los lamentables resultados de todos conocidos.

**Gráfico 1. Inversión en vivienda e inversión financiera de los hogares (en miles de millones de euros)**



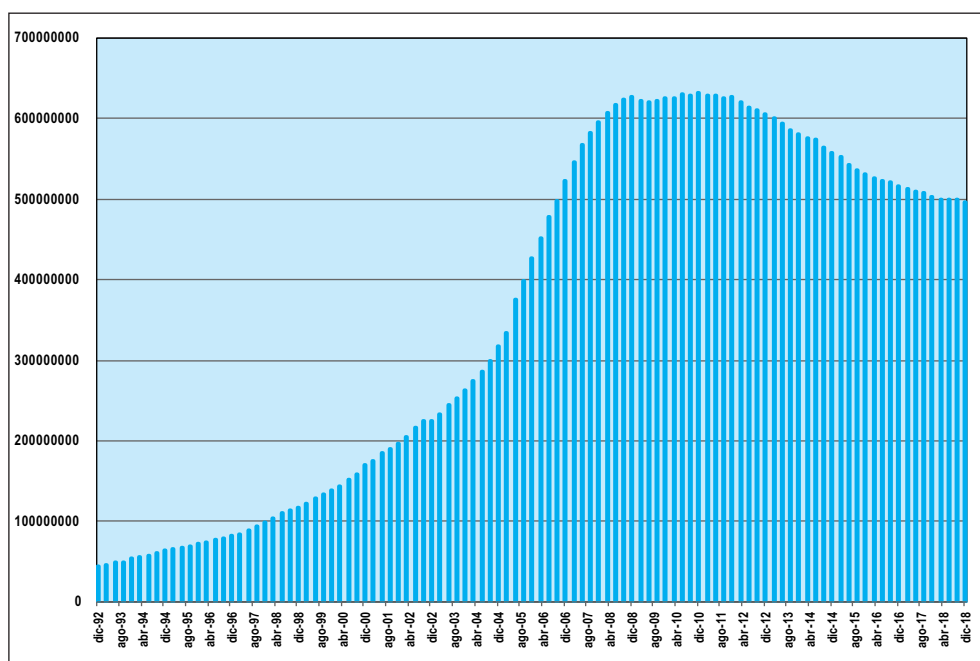
Fuente: Banco de España y Ministerio de Hacienda

En este gráfico (en el que la inversión financiera de los hogares viene representada por sus operaciones financieras netas y su inversión en ladrillo por las compras de vivienda nueva) se observa también cómo, tras el pinchazo de la burbuja especulativa, se desploma la inversión en ladrillo de los hogares a la vez que se recupera su inversión financiera, para seguir languideciendo ambas durante la posterior etapa recesiva. Nótese que el importe de las compras de vivienda nueva, es decir del “producto final” de las empresas inmobiliarias, se mantiene al nivel de 1996, es decir, de antes de iniciarse la anterior burbuja especulativa. Con el agravante de que, además, la inversión financiera del colectivo de hogares vuelve a caer a partir de 2013, acercándose a cero en 2018, pese que su inversión en ladrillo se mantiene a niveles tan bajos. En resumidas cuentas, si la anterior burbuja inmobiliaria devoró el ahorro de los hogares y los endeudó hasta las cejas, difícilmente puede originarse una burbuja especulativa de ese porte, cuando falta la gasolina financiera para inflarla y las circunstancias singulares que la incentivaron (entre las que cabe subrayar el escaso endeudamiento inicial de los hogares y la entrada en el euro, que facilitó una financiación barata y abundante sin precedentes). Como veremos, desde el pinchazo de la burbuja, al colectivo de hogares todavía le toca desendeudarse, más que invertir nuevamente en ladrillo.

## Todavía toca desendeudarse: el crédito para adquisición de vivienda propia sigue disminuyendo, al igual que el crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria

En efecto, el colectivo de hogares sigue reduciendo penosamente su enorme endeudamiento asociado a la compra de vivienda, como muestran los últimos datos disponibles que alcanzan hasta el cuarto trimestre de 2018, recogidos en el gráfico 2, que no refleja ni siquiera signos de repunte.

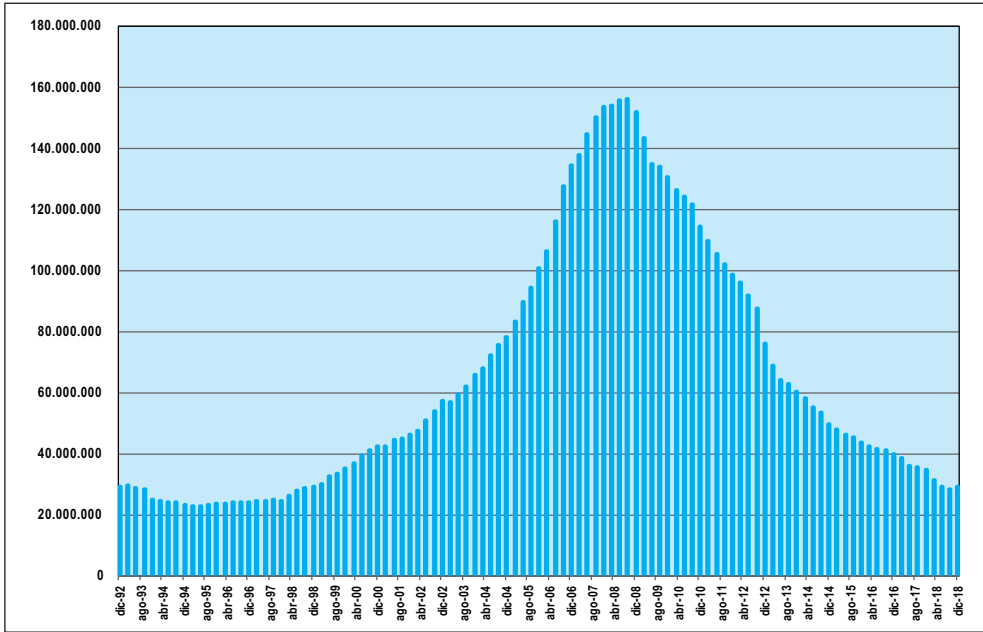
**Gráfico 2. Créditos para adquisición de vivienda propia (en miles de euros)**



Fuente: Banco de España

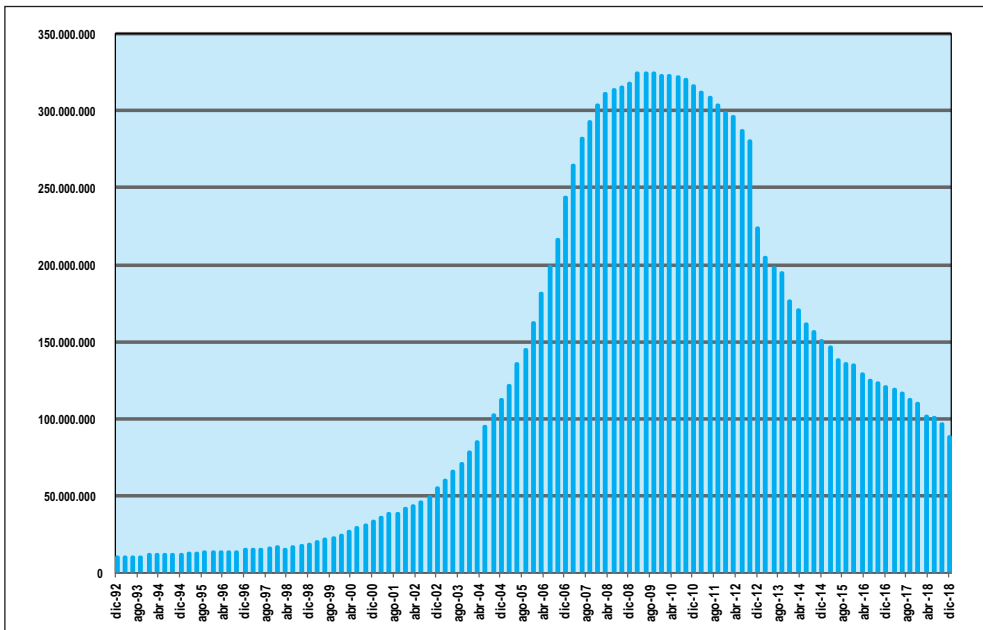
Y lo mismo ocurre con el crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria (Gráficos 3 y 4), cuya evolución recogen los dos gráficos que a continuación se presentan, que muestran una caída más acusada que la del endeudamiento de los hogares, acentuada sobre todo por el cancelamiento de deudas asociadas a la dación en pago a bancos y cajas del patrimonio inmobiliario de las empresas del sector que colapsaron y su posterior venta a la SAREB o “banco malo” y/o a los “nuevos inversores” a los que haremos referencia más adelante.

**Gráfico 3. Crédito a la construcción (en miles de euros)**



Fuente: Banco de España

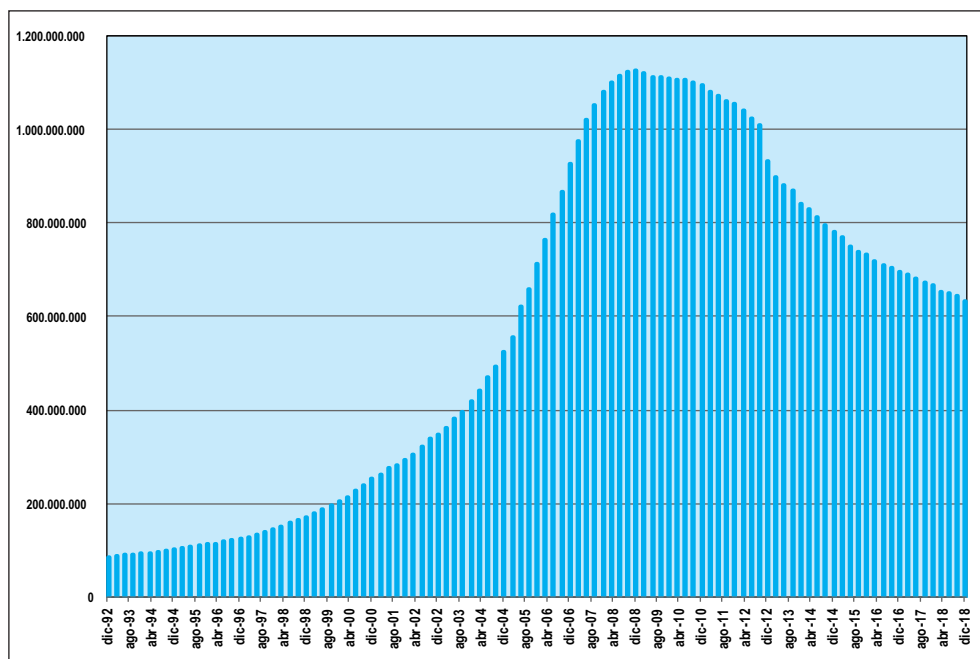
**Gráfico 4. Crédito a actividades inmobiliarias (en miles de euros)**



Fuente: Banco de España

Por último, el gráfico 5 recoge de forma agregada cómo el sistema financiero ha seguido reduciendo su exposición al ladrillo, al mostrar que continúa reduciéndose el volumen de créditos otorgado a la construcción, la promoción y la compra y rehabilitación de viviendas. Estas reducciones se han visto asociadas a menudo a la cesión en pago o a la intervención por desahucio y suspensión de pagos, de viviendas, promociones y terrenos que eran propiedad de hogares o empresas, que hoy engordan sin quererlo las propiedades inmobiliarias de la banca, que ha venido traspasando a la SAREB o “banco malo” o a los “nuevos inversores”. Y todo esto ha tenido lugar con la ayuda de las costosas operaciones de salvamento del sistema financiero español realizadas a través del FROB y, en última instancia, del descuento de deuda pública o avalada por el Estado por parte del Banco Central Europeo, que ha sido el último eslabón en la cadena de riesgos y salvamentos generada por la crisis que soporta la desinversión inmobiliaria de hogares y empresas que se ha venido produciendo.

**Gráfico 5. Crédito a actividades inmobiliarias y adquisición, construcción y rehabilitación de viviendas (en miles de euros)**



Fuente: Banco de España

## Claves del panorama inmobiliario actual: los nuevos inversores

Así las cosas, cabe preguntarse quiénes son los nuevos protagonistas que han podido reactivar el mercado inmobiliario sin apenas recurrir al crédito, cuando la anterior burbuja especulativa se ha nutrido hasta la saciedad con créditos, generando una sobredosis de endeudamiento y, a la vez, de viviendas infrautilizadas y de promociones abandonadas que recorre toda la geografía del país. Quiénes son los llamados “inversores” que han reactivado el panorama inmobiliario con compras localizadas en zonas que se consideran con futuro. Dos son los perfiles de estos inversores.

---

**El sistema financiero ha ido reduciendo su exposición al ladrillo mediante desahucios y traspasos de propiedades inmobiliarias de la banca con la ayuda de costosas operaciones de salvamento del sistema financiero español**

---

Por una parte, está el perfil compuesto por corporaciones transnacionales deseosas de invertir en ladrillo la abundante liquidez que se generó a nivel internacional para paliar los efectos de la crisis. Pues más que introducir nuevas regulaciones en el sistema monetario internacional que impidieran la proliferación de “activos tóxicos”, la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo optaron por aumentar la liquidez a manos llenas para mantener alegres los mercados financieros y ello repercutió también sobre los mercados inmobiliarios. La inversión extranjera en inmuebles cobró una fuerza nunca vista en el mercado inmobiliario español y explica en buena parte el repunte de las operaciones y los precios antes mencionada. Los popularmente llamados “fondos buitres” han venido buscando, con la ayuda de ojeadores autóctonos, buenos solomillos para comprar entre los despojos inmobiliarios que ha dejado la crisis. Episodios como el de la compra, por fondos privados, de vivienda social a precio de saldo en Madrid, ocurrido bajo la alcaldía de Ana Botella, que ahora aflora de la mano del Tribunal de Cuentas, han venido proliferando en la sombra. ¿Qué está pasando con los cientos de miles de viviendas que han ido a parar a entidades públicas, como son hoy las cajas de ahorro salvadas y *publicadas* o la SAREB o “banco malo”? Fondos como Blackstone, con entidades como Aliseda, S. Testa y Fidere, han venido comprando decenas de miles de viviendas de bancos y cajas. Las estadísticas tributarias visibilizan cerca de dos millones de viviendas propiedad de personas jurídicas. Según mis cálculos, las diez primeras entidades propietarias disponen de cerca de 300.000 viviendas. Creo que merecería la pena arrojar algo de luz sobre este panorama oscuro y orientarlo con políticas que alivien los costes económicos y sociales de la reconversión inmobiliaria en curso,

pues el comportamiento de estas entidades muestra la naturaleza predominantemente especulativa de sus compras. Noticias recientes indican que algunos de los grandes inversores, cuyas compras bien localizadas provocaron los tan orquestados repuntes de precios, están ya poniendo en venta sus propiedades, lo que añade serias dudas sobre la continuidad de esos repuntes. En efecto, varias entidades asociadas a Blackstone y a capitales venezolanos y colombianos están poniendo en venta propiedades en Madrid, Barcelona y la Costa del Sol, en vez de rentabilizarlas mediante el alquiler o esperando nuevas subidas de precios, tal y como relata entre otros el artículo de E. Sanz, titulado «¿Se avecina curvas? Los promotores venden proyectos, con licencia y preventa».<sup>2</sup>

Por otra parte, existe un segundo perfil de “inversores inmobiliarios” más amplio y autóctono. Es el que generaron las políticas monetarias expansivas que redujeron los tipos de interés al mínimo, haciéndolos negativos si se descuenta la inflación: esta situación animó a las personas y entidades sobradas de liquidez a invertir en inmuebles, como mal menor frente a los riesgos que ofrecían los mercados financieros y la baja rentabilidad de los depósitos y la experiencia de engaños como los del Forum Filatélico, las “preferentes”, etc. En este caso, al igual que en el de los inversores extranjeros, se trata de rebuscar buenas piezas o “chollos” a comprar entre los despojos inmobiliarios. Lo cual explica lo localizado del repunte de compraventas y precios, que tiene lugar en zonas que se estiman buenas y con futuro, a diferencia del aquelarre inmobiliario anterior que recorrió toda la geografía del país, alcanzando hasta los más inhóspitos eriales mesetarios (como bien documenta el magnífico libro de Julia Schulz-Dornburg, *Ruinas modernas*).<sup>3</sup>

En suma, que junto a la certidumbre de que los precios de los inmuebles no pueden subir hasta el cielo, también está la de que no pueden caer al subsuelo, por mucha iliquidez que observe la propiedad inmobiliaria. Así que, con el desplome de los precios que sobrevino tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, hay inversores dispuestos a comprar lo que consideran gangas. Lo que no quita para que el colectivo de hogares se siga desendeudando y para que la exposición al ladrillo de la banca siga disminuyendo.

No cabe confundir, así, una burbuja inmobiliaria como la que convulsionó y endeudó al país entre 1997-2007 con el ajuste que se está produciendo tras haberse pinchado esa burbuja por mucho que presionen los “nuevos inversores”. Prueba de ello es que, por una parte, el repunte de operaciones de compraventa registradas corresponde mayoritariamente a viviendas de segunda mano, y no a vivienda nueva, como ocurría durante los años que alegraron la pasada burbuja. Por otra, a que el grueso de las compras se realiza sin hipoteca,

---

<sup>2</sup> E. Sanz, «¿Se avecinan curvas? Los promotores venden proyectos, con licencias y preventa», *El Confidencial*, 7 de abril de 2019.

<sup>3</sup> J. Schulz-Dornburg, *Ruinas modernas*, Ambit, Barcelona, 2012.



a diferencia de lo ocurrido durante la burbuja, en la que la mayoría de las compras se realizaban con el apoyo de créditos. Esto ocurre porque el aumento de operaciones corresponde en buena medida al ajuste que opera sobre el *stock* de vivienda ya construido o casi terminado, refleja la transferencia del patrimonio inmobiliario sobredimensionado que se encontraba en manos de personas y entidades desahuciadas y/o necesitadas de liquidez, hacia cajas y bancos y desde éstos hacia el “banco malo” y/o los “nuevos inversores”.

---

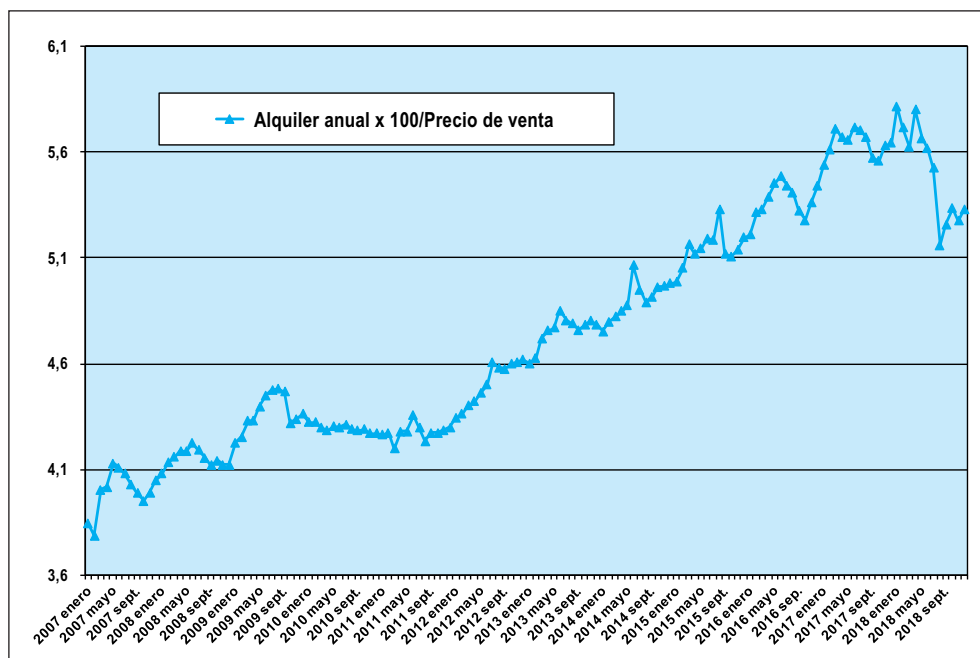
Con el desplome de los precios que sobrevino tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, hay inversores dispuestos a comprar lo que consideran gangas, al tiempo que los hogares se desendeudan y la exposición al ladrillo de la banca disminuye

---

## ¿Por qué se disparan los alquileres?

El hecho antes constatado de que el crédito a la compra de vivienda propia no haya ni siquiera repuntado y siga cayendo desde el inicio de la crisis, indica la quiebra del modelo inmobiliario español que ha venido largo tiempo promoviendo, con empeño digno de mejor causa, la vivienda en propiedad en detrimento de la vivienda en alquiler. Ahora vemos que no solo las entidades financieras tratan de reducir su riesgo inmobiliario, sino que la precariedad y temporalidad de los trabajos y las retribuciones hace que sea difícil acceder a la vivienda en propiedad para buena parte de los necesitados, forzándolos a alquilar. Esta situación produjo un aumento inusual de la demanda en el estrecho mercado del alquiler, concentrado además en las zonas más pobladas y coincidiendo, en ocasiones, con la presión inusual de los alquileres turísticos, ahora publicitados y gestionados eficazmente por nuevas redes y portales informáticos. De esta manera el precio del alquiler registró subidas muy superiores a las del precio de venta de la vivienda, aumentando la rentabilidad del mismo, tal y como se observa en el gráfico abajo adjunto. Vemos que el hecho de que el alquiler alcance rentabilidades que superan en media nacional el 5% cuando los tipos de interés están por los suelos, hace atractiva la compra de vivienda para alquilar en las zonas más demandadas, estimulando más todavía a los “inversores” arriba mencionados. Sin embargo, los últimos datos parecen indicar que este aumento de rentabilidad de los alquileres empieza a tocar techo, y cabe esperar que los nuevos paquetes de medidas orientados a moderar los alquileres contribuyan a reforzar ese cambio de tendencia.

**Gráfico 6. Porcentaje de rentabilidad del alquiler respecto al precio de venta de la vivienda**



Fuente: Elaborado con precios del portal Fotocasa

## La tónica expansiva de precios y transacciones afecta, sobre todo, al mercado de segunda mano y está asociada a la desinversión inmobiliaria de hogares y empresas necesitadas de liquidez

Como ya hemos anticipado, una de las peculiaridades de la situación actual es el escaso peso que tiene la compra de vivienda nueva. Los “nuevos inversores” han venido dirigiendo sus compras hacia viviendas o inmuebles ya construidos o, todo lo más, hacia promociones pendientes de rematar en zonas valoradas. Esto permite que el colectivo de hogares se siga desendeudando y que el crédito a la construcción y promoción siga cayendo, pues buena parte del mercado de vivienda de segunda mano ha venido transcurriendo dentro del colectivo de hogares, compensándose dentro del mismo los pagos de los compradores con los ingresos de los vendedores, aunque siempre haya fugas del dinero recibido hacia otros destinos. Estas fugas se han visto acentuadas, sin duda, en los últimos tiempos por la presencia de los “nuevos inversores”, que facilitan así la desinversión inmobiliaria de los vendedores faltos de

liquidez y con metas de consumo, inversión o desendeudamiento. Esta desinversión se ha escalonado por fases, pasando la propiedad inmobiliaria, primero desde las personas físicas y las empresas promotoras hacia la banca, que la ha venido traspasando, bien directamente o a través del “banco malo”, hacia los inversores arriba mencionados.

---

Tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, la desinversión inmobiliaria de los hogares y empresas más necesitadas de liquidez se está produciendo por obra y gracia de los “nuevos inversores” de forma desregulada y opaca

---

## La necesaria reconversión del modelo inmobiliario español

Desde hace tiempo he venido apuntando que, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, tendría que producirse la mencionada desinversión inmobiliaria de los hogares y empresas más necesitadas de liquidez, que hoy se está produciendo por obra y gracia de los “nuevos inversores” de forma desregulada y opaca, lo mismo que también se produciría un desplazamiento del modelo inmobiliario hacia el alquiler. Pero postulaba que ambos procesos deberían gestionarse con políticas orientadas a minimizar el daño económico y social ocasionado por la crisis del modelo inmobiliario español a la que estamos asistiendo. Estas políticas deberían regular la entrada en el escenario inmobiliario de nuevas entidades mayoristas de alquiler, que se comprometieran a dar un uso económico y social al *stock* hoy sobredimensionado de viviendas con el que cuenta el país. Pero para ello no basta con haber rebajado la fiscalidad de las SOCIMIs,<sup>4</sup> facilitando así una nueva vía de evasión fiscal. Para ello, como reiteraré en mi exposición en el Congreso de Diputados en 2017 sobre la naturaleza y perspectivas de la crisis inmobiliario-financiera, habría que conseguir un verdadero pacto de Estado en el que, al igual que el Pacto de Toledo sobre las pensiones, se acordara *reconvertir el modelo inmobiliario español con todas sus piezas*.<sup>5</sup> Se trata de un modelo totalmente agotado, que no resuelve los problemas que hoy tiene planteando el país, cuya reconversión debería ser la meta de todas las personas y formaciones políticas que no tuvieran intereses mezquinos o inconfesables vinculados a ese modelo, pero, al parecer, nuestros políticos tienen otras cosas en las que entretenerse. Y para ello, decía, no habría que hacer la revolución, sino mirar por encima de los Pirineos para percatarse de la

---

<sup>4</sup> Nota de edición: Las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) son sociedades anónimas cotizadas cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento. En el cambio de legislación entre los años 2009 y 2012 estas sociedades se han beneficiado de importantes ventajas fiscales, como la exención de pago del impuesto de sociedades.

<sup>5</sup> Véase J.M. Naredo y A. Montiel, *El modelo inmobiliario español y su culminación en el caso valenciano*, Icaria, Barcelona, 2011.

singularidad del modelo inmobiliario español y para ver que hay países de capitalismo maduro que tienen modelos inmobiliario-financieros más regulados y diversificados y culturas y lenguas en las que no encuentra traducción fácil el carpetovetónico “pelotazo inmobiliario”.

## Conclusiones generales

Respondiendo a la pregunta inicialmente planteada sobre si en el panorama actual está emergiendo una burbuja inmobiliaria comparable con la anterior, cabe concluir que no es así, sobre todo porque falta la financiación necesaria para inflarla. Desde luego una burbuja especulativa no puede ir muy lejos sin la potente ayuda del crédito, y ya hemos visto que el crédito a la compra, promoción y construcción de vivienda sigue disminuyendo. La anterior burbuja inmobiliaria alcanzó una intensidad y una duración tan extremas que pasará a la historia como un episodio singular difícilmente repetible, ya que contó con circunstancias también singulares e irrepetibles de partida (la entrada en el euro, que posibilitó el endeudamiento exterior sin tasa, la caída del tipo de interés, el alargamiento de los plazos, el relativamente escaso endeudamiento de los hogares, etc.). No, no hay que confundir con una nueva burbuja comparable a la anterior, el ajuste post-burbuja que se está produciendo, por muy animado que esté por la demanda de “nuevos inversores” que explica el repunte de operaciones y de precios ya comentado.

A la vista de lo anterior, creo que ya va siendo hora de reconocer:

- 1º. El agotamiento del modelo inmobiliario-financiero actual, que no sirve para paliar la presente crisis y que sigue animando expectativas vanas y prácticas corruptas, a la vez que mantiene un *stock* inmobiliario sobredimensionado e ineficientemente utilizado.
- 2º. La necesidad de reconvertirlo, no solo hacia horizontes políticos, territoriales y urbanos más saludables para la mayoría, sino que faciliten también la desinversión inmobiliaria y el desapalancamiento financiero requeridos. (Para ello lección 1ª: reconocer las minusvalías, en vez de ocultarlas, como ha venido ocurriendo).
- 3º. Que esta reconversión, no exige tanto construcción nueva, como gestión-rehabilitación-reutilización del patrimonio inmobiliario sobredimensionado para asegurar su uso eficiente, frente al actual horizonte de abandono y ruina que amenaza a buena parte del mismo, en uno de los países demográficamente menos prolíficos del mundo, en el que la población autóctona decrece con fuerza. (Para ello lección 1ª: aclarar bien el estado del *stock* inmobiliario y las necesidades insatisfechas, en vez de soslayarlos, como ha venido ocurriendo).
- 4º. El problema estriba en que sin esa reconversión y con el oscurantismo actual (que se mantiene para facilitar y encubrir buenos negocios asociados al manejo de los despojos inmobiliarios post-burbuja) se prolongará y hará más dura la crisis económica y social.