

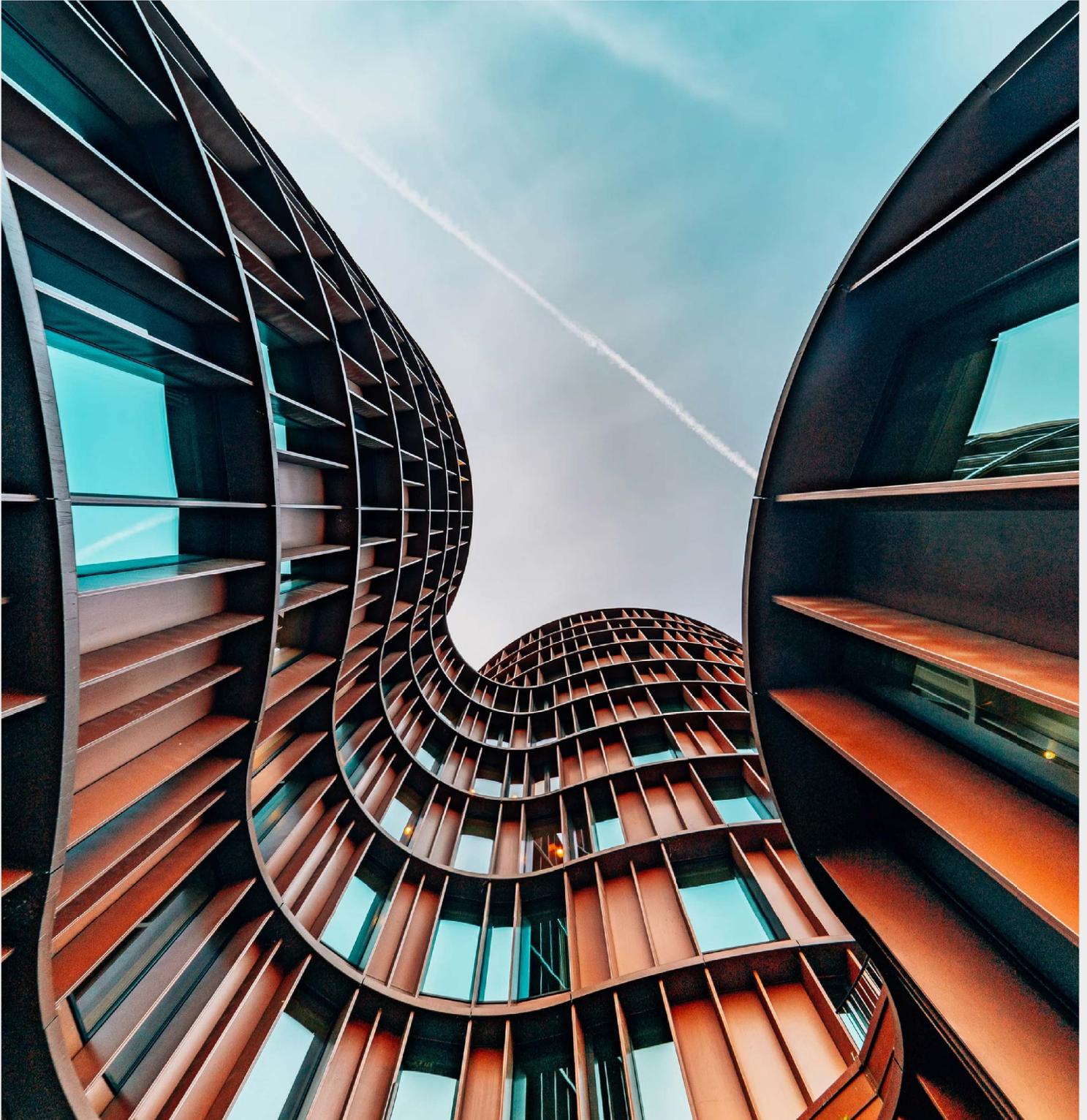
# INFORME INMOBILIARIO

Actualidad y perspectivas

# 2022

>>17

Forcadell y Universitat de Barcelona



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA



**FORCADELL**  
Consultores Inmobiliarios desde 1958

**Editor: FORCADELL**

Consejo editorial:  
**Carles Vila i Polls**  
Presidente de FORCADELL

**Ivan Vaqué Mas**  
Socio-Director General y Consejero Delegado de FORCADELL

Dirección editorial:  
**Gonzalo Bernardos Domínguez**  
Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona  
y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción  
Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.

Análisis y redacción:  
**Coyuntura económica e inmobiliaria**  
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

**El mercado residencial internacional: ¿en qué países y ciudades existe una burbuja inmobiliaria?**  
Por Joan Alujas - *Profesor del Departamento de Política Económica y Estructura Económica Mundial de la Universitat de Barcelona.*

**El mercado de la vivienda de propiedad**  
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

**El mercado de alquiler**  
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

**Perspectivas del Commercial Real Estate**  
Por Gonzalo Bernardos - *Profesor titular de Economía de la Universitat de Barcelona y Director del Máster de Asesoría, Gestión y Promoción Inmobiliaria de la Universitat de Barcelona.*

Nota:  
La información contenida en la presente publicación no tiene carácter contractual, por lo que se declina cualquier responsabilidad sobre la incidencia que pudiera ejercer sobre los precios de mercado. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación sin previa autorización de la empresa editora.

Tel. 934 965 406  
marketing@forcadell.cat  
www.forcadell.cat

Depósito Legal: B-25590-2005



# Índice

Coyuntura económica e inmobiliaria	4
El mercado residencial internacional: ¿en qué países y ciudades existe una burbuja inmobiliaria?	21
El mercado de la vivienda de propiedad	30
El mercado de alquiler	58
Perspectivas del Commercial Real Estate	67



# Coyuntura económica e inmobiliaria

Por Gonzalo Bernardos

## ECONOMÍA MUNDIAL

### A) LAS REPERCUSIONES DE LA COVID-19

#### 1) La gran incertidumbre económica

##### a) La economía depende de la evolución de la Covid-19

Las distintas olas de la Covid-19 nos han enseñado una dura lección: la economía mundial queda a expensas de la canción que toque la pandemia. Si es una balada romántica, su mejora es un hecho. En cambio, si se decanta por el rock, la recuperación se interrumpe y complica la toma de decisiones por parte de los agentes económicos (véase la figura 1).

En el primer trimestre de 2022, numerosos dirigentes de países desarrollados tenían la esperanza de que la ola generada por la variante ómicron fuese la última. En esta ocasión, una expectativa avalada por muchos científicos. Si no se cumpliera, viviríamos una vez más *dejá vú*. Algunos problemas actualmente importantes dejarían de serlo y unos considerados secundarios se transformarían en esenciales.

Así, por ejemplo, si a lo largo de los tres últimos trimestres del actual ejercicio, la incidencia acumulada de casos de Covid-19 volviera a crecer exponencialmente y se mantuviera elevada durante algunos meses, la elevada inflación ya no constituiría una gran preocupación. En la nueva coyuntura, las complicaciones vendrían por el lado de la producción y el empleo.

La disminución de la actividad económica reduciría la demanda de bienes y provocaría una caída del precio de la electricidad y de los combustibles fósiles. El resultado sería una importante disminución de la inflación, pues ambos factores han sido los principales culpables de que en el último año el IPC de la Unión Europea y EE.UU. haya alcanzado el valor más elevado durante el actual siglo (véase la figura 2)

La reducción de la demanda comportaría la desaparición de la actual escasez de trabajadores en determinados sectores. Para los gobiernos, el mantenimiento del empleo volvería a ser una prioridad y las ayudas a las empresas deberían aumentar para asegurar su supervivencia y evitar despidos. También a las familias que tuvieran uno o más de sus miembros en el paro, pues la posibilidad de encontrar una ocupación disminuiría considerablemente.

La incertidumbre económica siempre ha existido. No obstante, en cualquier etapa de paz del último siglo, nunca ha sido tan elevada como la advertida durante los dos postreros ejercicios. La actual inseguridad proviene de las considerables repercusiones sobre la actividad empresarial y la movilidad de las personas que generaría una nueva ola de la Covid-19.

Debido a ello, las empresas corren más riesgos de los habituales cuando abren un nuevo establecimiento, contratan a personal adicional o reemplazan una parte de sus máquinas. También las familias cuando planifican un viaje a otro continente, renuevan sus electrodomésticos o envían a sus hijos a estudiar a una ciudad diferente de la que residen.

En la actual coyuntura, una de las principales misiones de las autoridades económicas es la reducción de la incertidumbre. Para

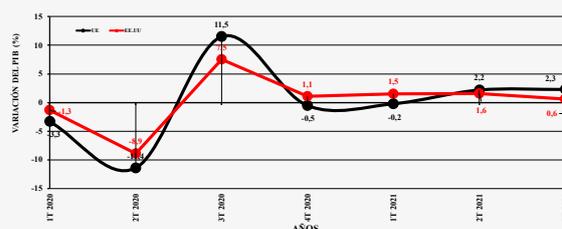
conseguir su disminución, sería conveniente que previamente anunciaran las medidas que adoptarían si la pandemia volviera a ser tan cruenta como en las dos primeras olas. De esta manera, las decisiones adoptadas por familias y empresas estarían sujetas a un menor nivel de riesgo.

#### 2) Las medidas que reducen la incertidumbre económica

Las principales medidas a adoptar serían las siguientes:

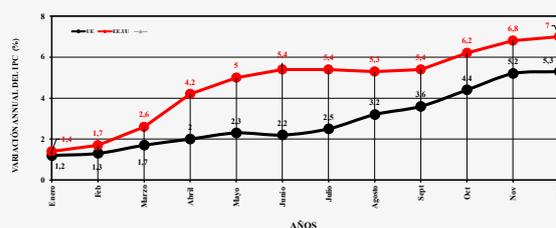
**a) Los bancos centrales incrementarían el volumen mensual de compras de deuda y bajarían o mantendrían los actuales tipos de interés.** Las autoridades monetarias deberían permitir una financiación barata de los déficits públicos de los distintos países y facilitar el endeudamiento de las empresas para que éstas pudieran continuar con su actividad. Para conseguir tal propósito y evitar un gran desplome de la actividad económica, habrían de compensar la caída de la velocidad de circulación de dinero con la emisión de más monedas y billetes y la disminución del tipo de interés, si recientemente lo han subido.

Figura 1. Variación trimestral del PIB de la Unión Europea y EE.UU. (2020 - 2021)



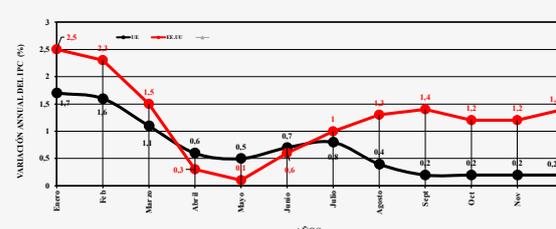
Fuente: Eurostat y OCDE

Figura 2. Variación anual de la tasa de inflación en la Unión Europea y EE.UU. (2021)



Fuente: Eurostat y OCDE

Figura 3. Variación anual de la tasa de inflación en la Unión Europea y EE.UU. (2020)



Fuente: Eurostat y OCDE

La compra de deuda pública evitaría un importante aumento de la prima de riesgo de algunos países y la necesidad de pagar por parte de sus Tesoros una cuantía más elevada en concepto de intereses. La adquisición de la privada permitiría que la mayoría de las grandes y medianas empresas pudieran continuar recurriendo al mercado de bonos para cumplir con sus obligaciones y disponer de la suficiente liquidez.

Una nueva variante igual o más contagiosa que la ómicron y con mayores repercusiones negativas sobre la salud de los infectados haría que se desplomara el nivel de inflación. Por tanto, la preocupación volvería a ser la deflación. Es lo que ocurrió durante diversos meses en la Unión Europea y EE.UU. en 2020, cuando el IPC se situó por debajo del 1% (véase la figura 3).

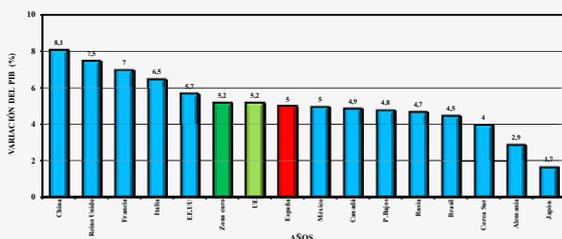
**2) Un elevado aumento del gasto público.** La mayor virulencia de la pandemia volvería a hacer imprescindible el rescate de una parte del sector privado por parte de la Administración. Una actuación que solo sería posible si su gasto continuaba creciendo. En consecuencia, el déficit presupuestario seguiría siendo muy elevado y la deuda en relación al PIB continuaría subiendo. Por tanto, aumentarían las dudas sobre la capacidad de los países de sufragar los intereses comprometidos, una vez desaparecieran las compras de bonos realizadas por los respectivos bancos centrales.

Si así sucediera, una mayor número de voces pediría a aquéllos la eliminación de la deuda pública adquirida desde el inicio de la pandemia. Una operación que únicamente supondría la realización de un asiento contable, no generaría inflación adicional y permitiría a la Administración sufragar un menor tipo de interés por la deuda viva.

En definitiva, en los próximos meses, la incertidumbre económica aumentaría sustancialmente, si apareciera una nueva variante muy contagiosa y peligrosa para la salud. Una situación que probablemente llevaría a las familias y empresas a ser más conservadoras. Por tanto, con la finalidad de evitar el regreso de una recesión, los gobiernos y bancos centrales habrían de ser más audaces que de costumbre.

Hasta el momento, los últimos han cumplido con su papel. Un atrevimiento que ha facilitado una gran y rápida recuperación económica en 2021 (véase la figura 4). Una función muy distinta a la que deberán efectuar cuando la Covid-19 desaparezca casi por completo, pues una vez asentadas las bases de una larga etapa expansiva, la prudencia debería sustituir a la audacia.

Figura 4. Evolución del PIB en los principales países del mundo (2021)



Fuente: FMI

**B) LOS PROBLEMAS DE CHINA Y SUS CONSECUENCIAS**

**1) China no es lo que parece**

**a) El éxito económico de China**

Entre 1991 y 2020, China consiguió un indiscutible éxito económico. En dólares actuales, su PIB aumentó un 2.040% y per cápita lo hizo en un 1.575%. El gran crecimiento de la primera variable le permitió convertirse en la segunda potencia del planeta, cuando treinta años atrás solo era la undécima.

En las últimas tres décadas, una parte del progreso económico conseguido tuvo un escaso mérito. En 1990, el país era tan pobre que casi cualquier medida sensata le habría hecho mejorar notablemente. En dólares actuales, su PIB per cápita ascendía a 317,9 anuales, siendo un 27,7%, 55,2% y 62,4% inferior al de Haití, Bolivia i Guatemala, tres países escasamente avanzados.

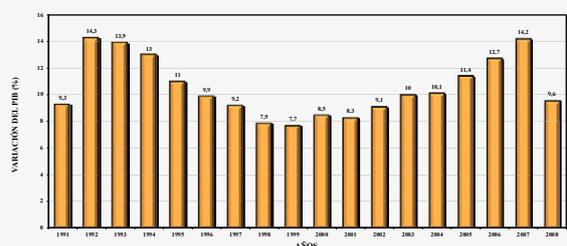
En 1990, un 73,6% de la población vivía en el campo y el sector primario constituía la principal fuente de empleo. Unas herramientas y métodos de trabajo muy rudimentarios, así como un escaso desarrollo de la industria y los servicios, hacían que los trabajadores tuvieran una productividad muy reducida.

Para aumentar notablemente ésta y lograr un elevado crecimiento del PIB, la solución era muy fácil: trasladar trabajadores del campo a la ciudad y proveerles de la maquinaria adecuada para producir manufacturas. No obstante, muchos gobiernos de países en vías de desarrollo han convertido lo sencillo en imposible. Ni mucho menos éste fue el caso de China.

Los sucesivos ejecutivos lo hicieron muy bien, el plan tuvo un gran éxito y el país se convirtió durante la primera década del siglo XXI en la fábrica del mundo. Entre 1991 y 2008, el crecimiento económico superó el 10% en ocho ejercicios (véase la figura 5). En dicho período, la inversión constituyó el principal motor del PIB. Inicialmente la mayor parte la realizó el sector público, pero posteriormente la privada también tuvo una gran relevancia.

A pesar de poseer un sistema político comunista, el gobierno consintió el triunfo del neoliberalismo en las principales regiones del sur. Indudablemente, una fantástica manera de publicitar al país como un magnífico lugar para hacer negocios. El resultado fue triple: una gran inversión extranjera, un superávit comercial enorme y el traslado de la tierra de oportunidades, aunque solo fuera de manera parcial, desde EE.UU. hasta China.

Figura 5. Evolución del PIB de China (1991 - 2008)



Fuente: FMI



## b) La influencia de la suerte

La suerte también acompañó a sus gobernantes. Una inversión y un superávit comercial tan elevados hubieran sido imposibles de conseguir sin el gran avance de la tecnología, la construcción de buques cada vez más grandes y la escasa oposición de los dirigentes de las naciones avanzadas a la deslocalización de una parte sustancial de su industria.

El primer factor permitió dividir la producción de cualquier manufactura en múltiples partes y asignó a las fábricas chinas los procesos más intensivos en mano de obra. El segundo redujo notablemente los costes de transporte de los bienes exportados. El tercero permitió importar desinflación a los países desarrollados y aumentar en una elevada medida los beneficios de las principales multinacionales.

En la mayoría de los países, las etapas de auge finalizan cuando la inflación aumenta y alcanza un nivel excesivo. Para disminuir éste, el banco central incrementa el tipo de interés y la diferencia entre éste y el IPC. El aumento del nivel de precios se modera, pero la recesión o estancamiento sustituye a la expansión económica.

A partir de 1994, cuando el Banco Popular de China decidió vincular la cotización del yuan a la del dólar, la inflación disminuyó considerablemente. En tres años, el IPC pasó del 24,1% hasta el 2,8%, manteniéndose en un reducido nivel hasta 2007 (véase la figura 6).

Además del anclaje al dólar, la escasa inflación es explicada por una elevada tasa de ahorro y un relativamente elevado tipo de interés real de los préstamos. En los países occidentales, el gasto de las familias suele explicar más del 55%; en cambio, en el período analizado en China nunca llegó al 40%.

## c) El final de la magia económica

En 2008, la magia económica se acabó. El país empezó a perder competitividad por la elevada subida de los costes laborales durante la década previa, la caída de los salarios en diversos países desarrollados, la conversión del yuan en una moneda fuerte y la crecien-

te competencia de otras naciones del Sudeste Asiático (Vietnam, Indonesia, Laos o Camboya).

La pérdida de competitividad llevó al gobierno chino a sustituir un modelo económico basado en las exportaciones por otro sustentado en el consumo interno. Para lograr una rápida transición, el banco central facilitó que las entidades financieras expandieran considerablemente el crédito a familias y empresas.

Las primeras lo utilizaron esencialmente para comprar viviendas, las segundas para construir edificios o adquirir compañías en el extranjero, ya sea para producir desde allí, asegurarse el aprovisionamiento de materias primas o compensar los menores beneficios logrados en la nación con unos superiores en el exterior.

El gran crecimiento del crédito ocultó parcialmente los problemas del país. En la pasada década, en promedio, el PIB creció menos que en la anterior (6,9% versus 11,6%), pero lo siguió haciendo a un ritmo satisfactorio. No obstante, en gran parte debido al elevado endeudamiento del sector privado.

Las empresas derrocharon mucho dinero comprando compañías en el exterior a precios difícilmente justificables y los particulares hicieron lo mismo adquiriendo viviendas en lugares donde nadie quería vivir. Este último motivo es el que explica porque en China hay ciudades fantasma, siendo aquél idéntico al que generó en 2008 barrios vacíos en España.

## d) Los problemas del sector de la construcción

En los últimos años, el gobierno cada vez estaba más preocupado por las negativas consecuencias de un excesivo endeudamiento del sector privado y, en especial, por la posible explosión de una burbuja especulativa en el mercado de la vivienda. A toda costa, pretendía evitar que la actual década para China fuera similar a la de los 90 del pasado siglo para Japón. Un período de escaso crecimiento económico para este último país (véase la figura 7) debido al estallido de una burbuja bursátil e inmobiliaria en 1990 y 1991, respectivamente.

Con dicha finalidad, el gobierno instó a las compañías chinas a desprenderse de algunas de sus filiales en el extranjero y reducir deuda. En agosto de 2020, a las promotoras les puso tres condiciones de obligado cumplimiento (líneas rojas): el pasivo no podía exceder del 70% del activo, el nivel de apalancamiento neto había de ser inferior al 100% y la liquidez de la empresa superior a las deudas a corto plazo.

Inicialmente, Evergrande, la segunda promotora más grande del país, no cumplía ninguna de las tres condiciones. Para lograrlo, la dirección vendió algunas compañías del conglomerado del que forma parte la anterior empresa y redujo su actividad inmobiliaria. No obstante, también disminuyó su futura capacidad para generar ingresos ordinarios.

Unas actuaciones que redujeron su apalancamiento neto por debajo del 100%, pero que no le permitieron acatar las otras dos líneas rojas. Si no logra las tres, el gobierno le seguirá negando el acceso a nuevos créditos bancarios. El pasado 23 de septiembre, la falta de liquidez les impidió pagar intereses por valor de 83,5 millones \$ y muy probablemente en un próximo futuro le imposibilite cumplir con otros compromisos acordados con sus acreedores.

El gobierno chino puede rescatar la empresa o dejarla caer. Cualquiera de ambas opciones será perjudicial para el sector de la construcción y el país, aunque más la segunda que la primera. Según JP Morgan, el primero supone directa e indirectamente el 14 y 11% del PIB de la nación, respectivamente. Unas magnitudes incluso superiores a las que dicho sector representaba en España en 2007.

En definitiva, desde 2008 el país asiático no es lo que parece, sino bastante peor. La generación de una elevada deuda vuelve guapo al feo, inteligente al tonto y escritor reputado al iletrado. No obstante, solo lo hace temporalmente. Cuando sus efectos desaparecen, todos ellos son bastante peores de lo que parecían.

En los próximos años, lo último es lo que probablemente será China, excepto si Evergrande es simplemente una mancha en un inmaculado sector de la construcción. Una opción muy difícil de creer por crédulo que uno sea.

## 2) Efectos sobre la economía mundial de una recesión en China

### a) La patada hacia adelante del gobierno chino

Las crisis económicas normalmente no aparecen de la noche a la mañana, sino que suelen avisar. A veces en más de una ocasión. No obstante, casi nunca los gobernantes y los directivos de las empresas reaccionan ante tales advertencias. En algunas ocasiones debido a que son incapaces de verlas; en otras porque no se atreven a parar la fiesta. En el último caso, ambos deciden confiar a la suerte el próximo futuro de su país y compañía, respectivamente.

De las dos anteriores alternativas, la segunda es la que afecta al país asiático. En el mes de octubre, el Banco Popular de China ha instado a las entidades financieras a "salvaguardar el desarrollo estable y saludable del mercado inmobiliario y proteger los derechos e intereses legítimos de los compradores de viviendas". En otras palabras, pide a los bancos que sigan financiando la burbuja inmobiliaria.

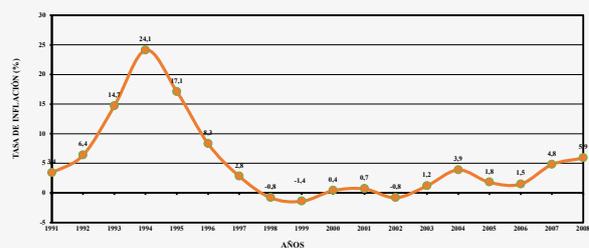
Parece que el ejecutivo ha tenido pavor al desplome de la economía y ha decidido dar una patada hacia adelante. Una decisión contraria a la adoptada en agosto de 2020, siendo ésta una acción que hizo aflorar los grandes problemas que ocultaba Evergrande.

La anterior actuación salvará de la quiebra a casi cualquier promotora, permitirá la construcción de las viviendas adquiridas sobre plano (casi 1.500.000 a Evergrande) y mantendrá la estabilidad social. Durante algún tiempo adicional, también hará posible un vigoroso crecimiento del PIB. No obstante, el coste para el país puede ser impresionante, si la crisis inmobiliaria se convierte en financiera.

Existe una elevada probabilidad de que así suceda, pues una sustancial parte de los nuevos préstamos concedidos a las empresas promotoras tendrán un gran riesgo. Una característica que fácilmente puede conducir a su impago, generar un elevado incremento de la morosidad y la quiebra de algunos bancos. Si así sucediera, el acceso al crédito sufriría una importante restricción y el país caería en una profunda crisis.

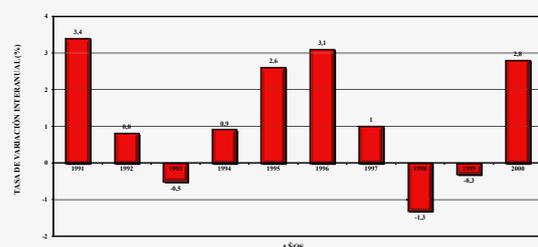
La medida alternativa, adoptada en agosto de 2020 y actualmente descartada por los gobernantes chinos, supondría un progresivo desinfe de la burbuja inmobiliaria. De manera directa e indirecta, el sector de la construcción ya no aportaría el 25% del PIB y probablemente ni siquiera llegaría al 15%. Una gran disminución de su contribución que ralentizaría sustancialmente el crecimiento de la nación y probablemente haría que éste entrara en recesión. Por tanto, obligaría al gobierno a encontrar nuevos propulsores de la actividad económica.

Figura 6. Tasa de inflación de China (1991 - 2008) (media anual)



Fuente: IMF

Figura 7. Evolución del PIB en Japón (1991 - 2000)



Fuente: FMI

**b) Repercusiones sobre la economía mundial de una recesión en China**

Por uno u otro motivo, en los próximos años China irá peor de lo que iba. Una situación que afectará de forma considerable a la economía internacional, pues el país asiático es el segundo con mayor ponderación en el PIB mundial (véase la figura 8). Las principales repercusiones serán las siguientes:

**1) Las empresas chinas desinvertirán en el extranjero.** La combinación de una gran disminución de los beneficios y un elevado endeudamiento, tanto con bancos nacionales como extranjeros, les obligará a refinanciar sus deudas para evitar el impago. Las entidades financieras solo aceptarán ampliar el plazo de sus créditos, y en algún caso perdonar una parte de su importe, si aquéllas enajenan algunas de sus propiedades.

Las más fáciles de vender serán las compañías ubicadas en el extranjero. Por tanto, su omnipresencia en cualquier continente desaparecerá y la mayoría de ellas se replegará al Sudeste Asiático. Una actuación bastante similar a la que realizaron las empresas japonesas en los años 90, después de la explosión de las burbujas bursátil e inmobiliaria.

**2) Una gran disminución del precio de las materias primas.** En la primera década del siglo XXI, el precio de las materias primas aumentó por encima del de los productos manufacturados. Una coyuntura muy difícil de observar en cualquier de los anteriores períodos. La principal causa fue el auge de China y los países vecinos, pues éstos eran, y siguen siéndolo, los principales compradores de productos básicos del mundo.

La llegada de una recesión, o una considerable reducción de su nivel de crecimiento económico, provocará el efecto contrario. El precio de las materias primas disminuirá y también lo hará la inflación en los países desarrollados, tal y como sucedió después de la crisis de Asia de 1997.

**3) Una importante caída de las cotizaciones bursátiles.** Las ventas de acciones realizadas por compañías e inversores chinos, la disminución de las exportaciones al Sudeste Asiático y el menor crecimiento de la economía mundial provocarán la caída de las principales Bolsas internacionales. Un efecto transitorio si los gobiernos occidentales generan la suficiente demanda de bienes en sus naciones para compensar la pérdida observada en otros países.

**4) Una considerable depreciación del yuan.** Ante las dificultades económicas, el Banco Popular de China depreciará el yuan, siendo la caída de la moneda más acusada si el país padece una crisis financiera. La depreciación le permitirá recuperar una sustancial parte de la competitividad perdida desde 2008 y utilizar las exportaciones como principal impulsor de su crecimiento económico.

Dicha depreciación constituirá una política de empobrecimiento del vecino, pues perjudicará a los países que han apreciado su divisa. Para evitar una importante caída en su nivel de crecimiento económico, los anteriores deberán impulsar la demanda nacional mediante políticas fiscales y monetarias expansivas.

**5) Tipos de interés bajos en los países occidentales.** El menor aumento del IPC, vía importación de desinflación por la caída del precio de las materias primas y las depreciaciones de las divisas del Sudeste Asiático, permitirá a los bancos centrales realizar una política monetaria laxa y fijar unos bajos tipos de interés.

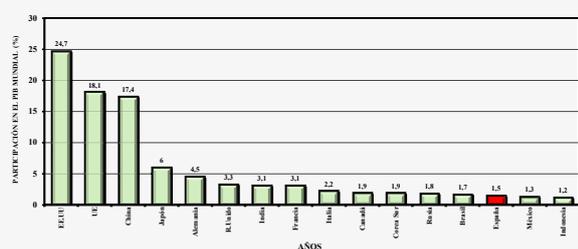
**6) La necesidad de aumentar el déficit público.** El anterior tipo de interés impulsará la demanda de bienes a través del aumento del crédito, pero no será suficiente para generar un crecimiento satisfactorio en los países occidentales. Para lograr éste, la Administración debería aumentar su gasto e incurrir en un mayor déficit público.

En definitiva, en la actualidad China es un barril de pólvora y la empresa promotora Evergrande ya ha encendido la mecha. Los dirigentes chinos son plenamente conscientes de la situación, pero basan todas sus esperanzas en que próximamente llueva, pues no están dispuestos a desinflar la actual burbuja inmobiliaria.

Incluso si cae agua del cielo, el país asiático va a ver disminuido su nivel de crecimiento. Los efectos colaterales serán una gran caída del precio de las materias primas, una depreciación de la moneda nacional y un menor crecimiento de la economía mundial. A las naciones occidentales, si no quieren sufrir estancamiento o recesión, no les quedará más remedio que continuar con las medidas actuales: un elevado gasto público y un reducido tipo de interés de referencia.

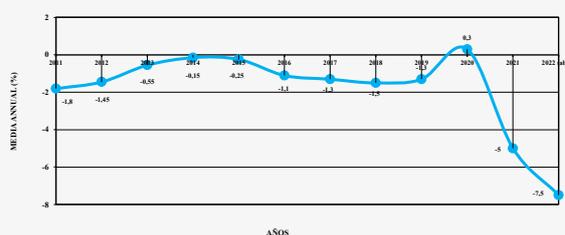
No obstante, la gran incógnita radica en cuándo se convertirán en realidad las actuales amenazas que acechan a China. Lo previsible sería que sucediera durante los próximos años. Sin embargo, puede ser que diluvie y no pase nada. Es lo que desearían los gobernantes del país, pero dudo mucho que así sea.

Figura 8. Participación en el PIB Mundial de los principales países (2020)



Fuente: Banco Mundial

Figura 9. Tipo de interés en la Zona Euro (2001 - 2021) (Diciembre)



Fuente: Elaboración propia

## C) UNA NUEVA POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA EURO

### 1) ¿Por qué no sube los tipos de interés el BCE?

#### a) Introducción

En los países desarrollados, durante las últimas cuatro décadas, el mantenimiento de una muy baja tasa de inflación constituyó la principal prioridad económica, incluso más que la consecución de un elevado crecimiento del PIB y la ocupación. Los bancos centrales, completamente independientes de los gobiernos, fueron los encargados de conseguirla. Para lograr su objetivo, utilizaron normalmente medicina curativa y excepcionalmente preventiva.

En ambos casos, el medicamento usado era idéntico y consistía en el aumento de los tipos de interés oficiales. En el primero porque la inflación había subido en los últimos meses y excedía del 2%. En el segundo debido a una gran creación de empleo que había llevado a la tasa de paro a situarse por debajo del 5%.

En el último, la subida del nivel de precios no había aparecido, pero el banco central consideraba que aquella podría emerger si en diversos sectores continuaba la escasez de trabajadores y en ellos los salarios aumentaban bastante más que en años anteriores. Para evitar un indeseable aumento de la inflación, la autoridad monetaria incrementaba los tipos de interés, reducía el ritmo de la actividad económica y eliminaba la anterior falta de mano de obra.

En marzo, la tasa de inflación en la Zona Euro se situó en un 7,5%, siendo éste un nivel muy superior al tradicionalmente considerado óptimo por el BCE. A pesar de ello, en la reunión del 14 de abril, aquél decidió seguir comprando deuda al menos durante una parte del tercer trimestre, dejó inalterados los tipos de interés oficiales y transmitió a la ciudadanía que como muy pronto los elevará el 27 de octubre del actual año.

En relación a la última crisis, la estrategia del BCE es completamente diferente. En julio de 2008, su principal tipo de interés de referencia llegó a ascender al 4,25%, cuando la inflación de la Zona Euro estaba en el 4,1%. En cambio, en abril se sitúa en el 0%, a pesar de que el IPC del área común está en su máximo histórico, siendo éste un 7,5% (véase la figura 9).

### b) Una política monetaria diferente de la convencional

Las anterior actuación supone la realización por parte del BCE de una política monetaria muy distinta de la convencional. Los principales motivos son los siguientes:

**1) Un nuevo objetivo de inflación.** En 2003, el banco central estableció como meta la consecución de una tasa de inflación un poco inferior al 2%. Si ésta superaba con cierta holgura la anterior cifra, la autoridad monetaria había de subir su tipo de interés principal. No obstante, no era necesario que lo bajara si aquella se situaba en un 0,5% o 1%.

En julio de 2021, el BCE cambió su objetivo. Casi no lo hizo en términos cuantitativos, pues aspiraba a mantener la tasa de inflación en un 2%, pero sí lo varió en gran medida en sentido cualitativo. Desde dicha fecha, su principal preocupación ya no la constituye el corto, sino el medio plazo. Debido a ello, el banco puede consentir una inflación del 5% durante un ejercicio, si previamente ésta ha estado mucho tiempo por debajo del 2%. También si cree que en los próximos años, sin subir los tipos de interés, será inferior a la última cifra.

**2) Una elevada inflación temporal.** Para la autoridad monetaria, la actual tasa de inflación del 7,5% tiene un carácter temporal. Por tanto, espera una significativa disminución de ésta en el segundo semestre de 2022 y un gran descenso en 2023. Así, por ejemplo, estima que el IPC medio en el actual año será del 5,1% y en el próximo de únicamente el 2,1%.

Una expectativa basada en la resolución de la guerra de Ucrania en los próximos meses, el completo restablecimiento de la cadena logística mundial, el aumento de la producción de combustibles fósiles, la moderada traslación de las subidas de precios a los salarios y el efecto estadístico.

Este último tiene una gran importancia, pues si el próximo año el petróleo y el gas natural mantuvieran el elevado importe actual, su impacto sobre la inflación sería nulo. Por tanto, a diferencia del actual ejercicio, en 2022 ambos generarían desinflación.





En diciembre de 2021, la Zona Euro había recuperado el PIB de 2019.

**3) Los grandes errores del reciente pasado.** En la pasada crisis económica, bancaria e inmobiliaria, el BCE tuvo una actuación muy deficiente. En dicho período cometió tres grandes errores: subir los tipos de interés cuando tocaba bajarlos, negarse a comprar deuda pública y no hacer nada relevante para mejorar la solvencia de los bancos.

En julio de 2008, en plena explosión de la burbuja inmobiliaria y financiera, el banco elevó su tipo de interés principal del 4% al 4,25%, al confundir una crisis de demanda con una de oferta. Entre abril y julio de 2011, después de la aplicación de las políticas de austeridad, aumentó dicho tipo del 1% al 1,5%. En ambas ocasiones, el BCE vio un importante incremento de los precios que no tuvo lugar y que casi nadie preveía.

En marzo de 2009, la Reserva Federal, a instancias de Bernanke, empezó a comprar deuda. Trichet se negó a adquirirla porque consideraba que la anterior actuación daría lugar a una elevada inflación. Entre dicho año y 2014, el aumento medio de los precios en EE.UU. ascendió a un 1,6%. Una evidencia que demostró la equivocación del presidente del BCE y permitió que en marzo de 2015 Draghi empezara a comprar letras, bonos y obligaciones.

Los anteriores errores han tenido una gran influencia en las decisiones de los miembros actuales del consejo del banco. La mayoría prefiere actuar como un paloma que como un halcón, pues los últimos cuando controlaron la institución, tal y como sucedió en los primeros años de la pasada crisis, fracasaron estrepitosamente. En otras palabras, la autoridad monetaria ya no utiliza la medicina preventiva, pues en el pasado la usó para curar enfermedades imaginarias que agravaron las reales.

**4) Una elevada incertidumbre económica.** En 2020 y 2021, la pandemia marcó el ritmo económico. Los países mejoraron cuando la incidencia de la Covid - 19 disminuyó y empeoraron cuando aquélla aumentó. Ante tal evidencia, el BCE optó por ser más flexible que nunca y adaptarse a cualquier coyuntura, abandonando el dogmatismo del pasado y abrazando el pragmatismo.

En concreto, eligió mantener el tipo principal en el 0%, regar con dinero a los bancos y aumentar las compras de deuda pública con la finalidad de evitar la conversión de una crisis sanitaria y económica en financiera. Obtuvo un magnífico resultado y su estrategia constituyó la principal ayuda que tuvieron los gobiernos de la eurozona para lograr una rápida recuperación.

No obstante, después de la invasión de Ucrania por Rusia, su mantenimiento es difícilmente explicable, pues el tipo de interés real es negativo y ha alcanzado su mínimo histórico (-7,5%). Una coyuntura más propia de un país latinoamericano donde el gobierno controla el banco central y la divisa nacional es escasamente prestigiosa que de la Zona Euro.

La actual política monetaria es sustancialmente diferente de la realizada por la Reserva Federal, pues ésta subió su principal tipo de interés de referencia al 0,25% en marzo y la expectativa actual es que en diciembre ascienda al 2%. Una diferencia de actuación de ninguna manera justificada por un punto más de inflación en EE.UU. (8,5% versus 7,5% en marzo).

En definitiva, durante la pandemia, la política monetaria del BCE ha permitido una fácil financiación de los gastos extraordinarios de los gobiernos de la Zona Euro, facilitado el rescate del sector privado por el público y estimulado la fluidez del crédito desde los bancos hacia las familias y las empresas.

Un gran éxito al que puede seguir un colosal error si demora excesivamente la subida de sus tipos de interés. Es tan negativo una reacción previa al aumento de la inflación como una tardía cuando ésta ya se ha situado a un nivel elevado. La segunda solo sería explicable por la voluntad de evitar un estancamiento económico en Alemania o por la expectativa de que las actuales subidas del nivel de precios desaparecerán con la misma rapidez que surgieron. Una creencia completamente inusual del BCE.

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

### A) LA SALIDA DE LA CRISIS

#### 1) Una doble interpretación de la recuperación

##### a) El vaso medio vacío

A simple vista, la evolución de la economía española es decepcionante. Una recuperación más lenta, una tasa de inflación más elevada, una mayor tasa de paro y un superior déficit público que la Zona Euro así lo atestiguan. Una percepción que comparten la mayoría de los ciudadanos, pues en el barómetro de enero del CIS el 67,6% de los encuestados consideraba la situación del país como mala o muy mala.

Desde mi perspectiva, los anteriores datos no reflejan las verdaderas características de la salida de la crisis y la peor posición de partida de nuestro país en el inicio del proceso de recuperación. Si realizamos un análisis más profundo, en lugar de únicamente superficial, la evolución reciente de la economía española es bastante mejor de lo que indican algunas cifras macroeconómicas.

Los principales motivos para ver el vaso medio vacío son los siguientes:

**1) Una recuperación más lenta debido a una caída más profunda.**

En diciembre de 2021, la Zona Euro había recuperado el PIB de 2019; en cambio, el de España era un 4,2% inferior. El diferencial no suponía la constatación de una peor gestión económica, sino la necesidad de un confinamiento más largo y estricto de la población en nuestro país entre marzo y mayo de 2020 y la escasa recuperación del turismo internacional en 2021 (véanse las figuras 10 y 11)

El primer argumento quedó demostrado por los datos del PIB del cuatro trimestre del pasado ejercicio. En dicho período, la Covid-19 afectó mucho más al conjunto de la eurozona que a España, siendo el resultado un aumento de la producción en nuestro país del 2,2% y tan solo del 0,3% en el área común. El segundo lo reflejó claramente una caída en 2021 del 62,1% de los ingresos generados por los turistas extranjeros respecto dos años atrás.

**2) Una tasa de inflación oficial sobrevalorada.** En diciembre de 2021, la inflación anual en España fue del 6,5% (véase la figura 12), siendo ésta 1,5 puntos más elevada que la de la Zona Euro (véase la figura 13). No obstante, si el INE la hubiera medido correctamente, la segunda tasa hubiera sido superior a la primera. La culpa la tuvo una incorrecta medición de las repercusiones sobre el coste de la cesta de la compra de los hogares del gran aumento del precio de la electricidad en el mercado mayorista.

A finales de 2020, el 39,9% de las familias (10,7 millones) tenían contratada una tarifa regulada. En 2021, ellas pagaron bastante más por la luz que en el ejercicio precedente, pues el importe de su recibo dependía parcialmente de la evolución del precio en el mercado eléctrico mayorista (véase la figura 14). No obstante, lo hicieron algo menos los que habían llegado a un acuerdo con una compañía (sufragaban una tarifa libre), pues les afectó en una inferior medida lo que sucedió en el anterior mercado y se beneficiaron de la rebaja de impuestos realizada por el gobierno.

Figura 10. Número de turistas internacionales (2001 - 2021) (en miles)

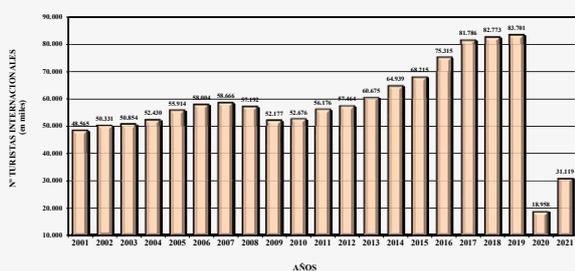


Figura 11. Gasto de turistas internacionales\* (2001 - 2021) (en millones €)

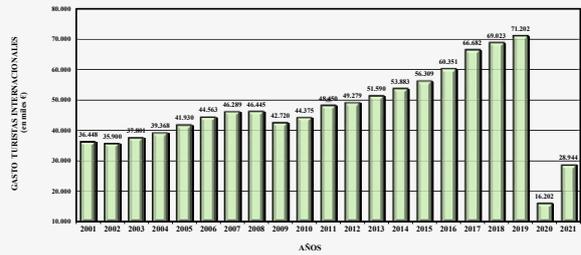


Figura 12. Tasa de inflación anual en España (2001 - 2021) (Diciembre)

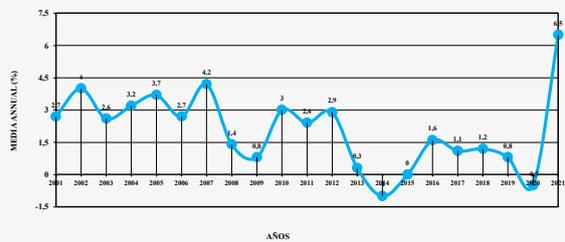


Figura 13. Tasa de inflación anual en la Zona Euro (2001 - 2021) (diciembre)

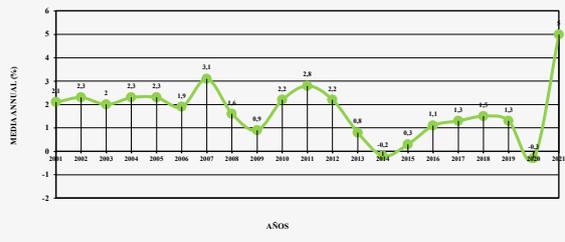
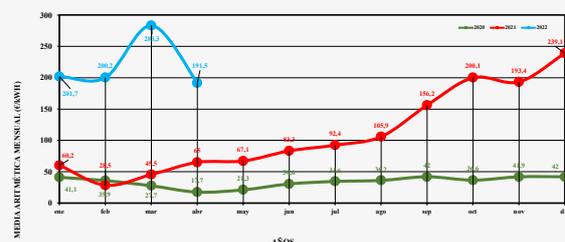


Figura 14. Precio de la electricidad en el mercado mayorista (Enero 2020 - Abril 2022)







**2) La gran subida del salario mínimo.** Entre el 31 de diciembre de 2018 y el 1 de enero de 2022, el salario mínimo ha pasado de 735,8 € a 1.000 € y generado un aumento del poder adquisitivo del 27,3% de los trabajadores a tiempo completo que menos ingresos perciben (véase la figura 19). El último importe permitirá que la anterior retribución se aproxime al 60% del salario medio, siendo ésta la recomendación que la Carta Social Europea efectúa a todos los países del continente.

Dicha gran subida erradicará un nuevo tipo de pobre creado por Mariano Rajoy durante su presidencia: un empleado, que trabaja durante ocho o más horas, cuya sueldo no le permite vivir dignamente.

**3) Un incremento de las empleabilidad y las condiciones laborales de los jóvenes.** En 2021, el empleo aumentó en un 4,35% (véase la figura 20). No obstante, entre los jóvenes lo hizo mucho más. En concreto, en las franjas 16 - 19, 20 - 24 y 25 - 29 años, el incremento alcanzó un 41,4%, 17,2% y 5,2%, respectivamente. Una alza ni tan solo vista en 2005, el ejercicio con el récord de creación de ocupación en España (1.018.400 puestos de trabajo).

Además, también se verán beneficiados por la obligatoriedad generada por la reforma laboral de transformar numerosos contratos temporales en fijos y la mejora de las condiciones retributivas de los de formación. Por tanto, en los próximos años, los empleados jóvenes tendrán más estabilidad en el trabajo y un mayor poder adquisitivo.

En definitiva, España no va mal, aunque podría ir mejor. En el actual ejercicio, si la pandemia se convierte en endemia y no hay restricciones a la llegada del turismo extranjero, la mejora económica en nuestro país debería ser más notable que en la Zona Euro. Si así sucede, los que ven el vaso medio lleno tendrán razón y los que lo observan medio vacío se habrán equivocado.

**2) ¿Está infravalorando el INE el PIB?**

**a) Los errores del INE y Banco de España**

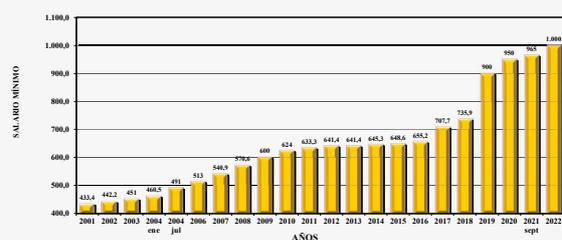
Los economistas, periodistas y políticos asumimos los datos oficiales como verídicos. No obstante, a veces no es así y los errores estadísticos pueden comportar importantes repercusiones econó-

micas y sociales. Así, por ejemplo, una inflación anual sobrevalorada genera en el siguiente año un mayor aumento de las pensiones y del gasto público.

Me extrañaría mucho que los errores procedieran de la manipulación política de los resultados, pues los organismos generadores de las estadísticas económicas poseen una gran autonomía. Algunas veces responden a unas reglas de clasificación escasamente rigurosas, una medición que recoge solo una parte de la actividad de un mercado o a un deficiente proceso de recogida de datos.

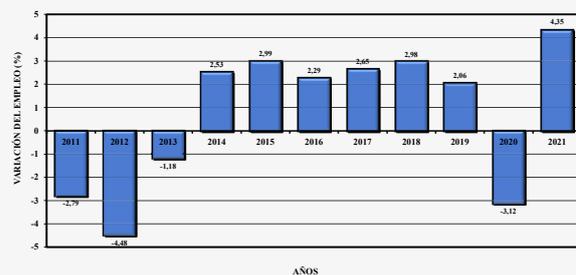
El primer caso explica los fallos cometidos por el INE en la estimación del número de viviendas vacías. Un agente censal es quién de-

Figura 19. Salario mínimo en España (2001 - 2022)



Fuente: Ministerio de Trabajo

Figura 20. Variación del empleo en España (%) (2011 - 2020)



Fuente: INE (4º trimestre)



La sobrevaloración de los inmuebles vacíos ha llevado a algunas formaciones políticas a solicitar un impuesto específico.

termina si el inmueble está o no habitado. Si aquél considera que no hay señales de que una familia lo use, aunque solo sea temporalmente, anota que el piso está desocupado.

El criterio de calificación es aleatorio y puede provocar un sesgo hacia una de las clasificaciones. El resultado de ello ha sido una sobrevaloración de los inmuebles vacíos en el Censo de Población y Viviendas de 2011 (3.443.365 - 13,7% del parque -). Un dato que ha llevado a algunas formaciones políticas a solicitar un impuesto sobre los pisos deshabitados.

Una muestra de lo anterior queda patente en el detallado trabajo de campo realizado por el Ajuntament de Barcelona. Según éste, en 2019 había en la ciudad 10.052 inmuebles vacíos (1,22%), mientras que para el Censo del INE existían 88.411 (10,9%). Un gran desencanto para Ada Colau, quién creía que la entrada en el mercado de alquiler de una sustancial parte de los anteriores pisos resolvería en gran medida el problema de la vivienda en la capital catalana.

El segundo genera una sobrevaloración de la inflación española en 2021, tal y como se explica en el apartado anterior. El tercero justifica un dato propio de la ciencia ficción, pues es muy difícil otorgar una mínima verosimilitud a un incremento del 32,5% entre 2008 y 2013 del PIB de las actividades inmobiliarias. Un período en el que las transacciones de viviendas bajaron un 64,1% y la actividad económica del país lo hizo en un 7,7%.

Los anteriores errores, junto con algunos otros más, como el cometido por el Banco de España cuando indica que los bancos prestaban un mayor porcentaje del precio de la vivienda en 2021 que en 2007 (65,1% versus 63,5% - véase la figura 21 -), inducen a pensar que el INE puede haberse equivocado en el cálculo del PIB de 2021. El resultado sería una subestimación de la intensidad de la recuperación económica.

## b) Argumentos a favor de la infravaloración del PIB

### Mis principales argumentos son los siguientes:

**1) La ocupación se ha recuperado antes que el PIB.** En las crisis anteriores, el empleo siempre se recuperaba después del nivel de producción. Así, por ejemplo, España superó el PIB de 2008 en 2016. En cambio, en 2019 el número de ocupados continuaba siendo inferior al máximo de la década precedente (786.500 menos que en el tercer trimestre de 2007).

La anterior es una secuencia lógica, pues los empresarios solo contratan a más trabajadores cuando advierten un incremento de la demanda de sus productos, éste tiene un carácter persistente y supera a su capacidad actual de producción. Debido a ello, es sorprendente y, escasamente coherente, que en el cuarto trimestre de 2021 el número de empleos superase en 218.000 el observado en el mismo período de 2019 y el PIB de la primera fecha estuviera en 4,2% por debajo del de la segunda.

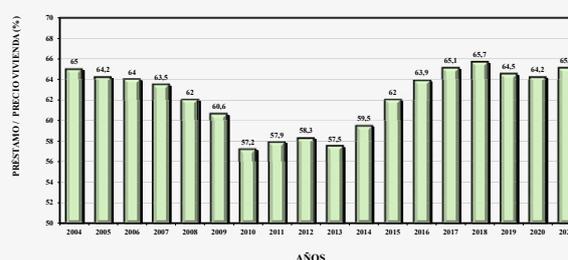
**2) El gasto de las familias crece escasamente en el tercer trimestre.** En dicho período, el crecimiento del gasto de las familias ascendió al 1%. Un ritmo decepcionante, si lo comparamos con el 5% del segundo trimestre. Un dato muy difícil de entender debido a la completa eliminación durante él de las restricciones a la movilidad personal y la gran generación de empleo (359.300 ocupados más).

El escaso aumento del dispendio contrasta con la mejora de la confianza de los consumidores, una magnífica temporada del turismo nacional (el gasto de los residentes en España superó en un 11,1% el de 2019) y un elevado volumen de ahorro acumulado por los hogares en 2020 (108.844 millones — un 126,6% más que en 2019 —).

También resulta muy extraño que las familias decidan incrementar escasamente su gasto en bienes y servicios y, en cambio, disparen las compras de viviendas. En el tercer trimestre de 2021, las transacciones superaron en un 21% a las efectuadas en el mismo período de 2019 (153.552 versus 121.889).

**3) El efecto rebote es menor que en el área Euro.** España es una economía con unas características muy cíclicas. Hasta el momento, en las anteriores crisis internacionales le ha ido peor que a la euro-

Figura 21. Importe préstamo / Precio de la vivienda (*loan to value*) (2004 - 2021)



Fuente: Banco de España (nuevas operaciones y promedio anual)

zona y mejor en las recuperaciones. Así, por ejemplo, en el período 2014 - 2019, la primera solo creció una media anual del 2%, mientras que nuestro país lo hizo en un 2,8%.

En 2020, la caída de la producción en España fue del 10,8%, siendo la mayor de la Zona Euro y muy superior a su promedio (6,4%). No obstante, el efecto rebote en el primer país, cuya intensidad generalmente está asociada con la magnitud de la caída precedente, fue durante el pasado año inferior al de la segunda área. En concreto, constituyó una sorpresa que en 2021 el crecimiento del PIB en la Unión Monetaria Europea fuera del 5,4% y en nuestro país solo alcanzara un 5,1%

Una parte de la menor intensidad del efecto rebote queda explicada por el escaso turismo extranjero recibido durante el pasado año. La causa no fue la pérdida de atractivo de España, sino el miedo al contagio en un país distinto del que las familias tienen su residencia habitual y la restricciones a los desplazamientos entre naciones. Por eso, en relación a 2019, los ingresos generados por los no residentes bajaron en un 62,1%.

No obstante, en ningún caso, el anterior factor sirve por sí solo para justificar el gran retraso comparativo de nuestra recuperación. Parece muy extraño que países cuyo PIB depende más que el nuestro del turismo extranjero, como es el caso de Croacia, Malta o Grecia, crecieran a un ritmo del 10,2%, 9,4% y 8,3%, respectivamente.

En definitiva, como cualquier otra ciencia social, la estadística dista mucho de ser perfecta. No obstante, en los últimos años, su fiabilidad ha aumentado notablemente. A pesar de ello, se deduce que la estimación del crecimiento del PIB en 2021 no es correcta y, por tanto, en dicho año éste aumentó más de lo que dice el INE.

Si el análisis es acertado, se espera que el organismo corrija las cifras proporcionadas en la revisión que siempre realiza, pues las actuales son provisionales. No obstante, no podrá reparar las críticas políticas y mediáticas recibidas por el gobierno por las decepcionantes cifras económicas de 2021.

## B) EL MERCADO DE TRABAJO

### 1) ¿Por qué es tan rápida la recuperación del empleo?

#### a) Introducción

Entre 1986 y 2019, España padeció dos crisis económicas. La primera tuvo un carácter *light* y comportó una caída del PIB del 1% en 1993. La segunda fue muy dura y supuso una disminución de la producción del 7,7% entre 2008 y 2013. En la inicial, el número máximo de ocupados se recuperó cinco años y medio después, en la última nunca lo hizo.

En la generada por la pandemia, el PIB cayó un 10,8% en 2020 y, en tiempos de paz, supuso la mayor reducción de la demanda de bienes y servicios desde 1868 (13,3%). A pesar de ello, en el tercer trimestre de 2021, el nivel de empleo ya superaba el alcanzado en el cuarto período de 2019. En una recesión más profunda que las dos anteriores, la economía española había conseguido en menos de dos años una completa recuperación de la ocupación.

Además, al final del pasado ejercicio, la tasa de paro se situó en un 13,3%, siendo éste el menor nivel del desempleo desde septiembre de 2008. Un porcentaje relativamente reducido, pues el mínimo histórico en la etapa analizada fue el 8% del segundo trimestre de 2007 y el máximo el 26,9% del primer período de 2013.

#### b) Una esperanzadora tasa de desempleo

La esperanzadora tasa de desempleo viene explicada por la masiva aplicación de los ERTE por fuerza mayor, una gran disponibilidad de crédito por parte de las empresas generada por los préstamos ICO, un elevado incremento del gasto público y la excelente predisposición del sector privado a crear empleo una vez relajadas las restricciones a la actividad empresarial.



**1) Aplicación de los ERTE.** Constituyó una gran barrera a la realización de despidos, pues permitió a las pymes mantener la plantilla soportando un escaso o nulo coste. En el tercer trimestre de 2020, la pandemia había provocado una pérdida de 1.359.700 puestos de trabajo. Una cifra relevante, pero escasa si se compara con los desaparecidos durante la crisis precedente, pues en el primer período de 2014 el quebranto llegó a alcanzar los 3.802.800 empleos.

**2) Gran disponibilidad de crédito por parte de las empresas.** Los préstamos ICO facilitaron el suficiente dinero a las empresas para pagar a proveedores, caseros y las cuotas de los préstamos previamente contratados. En 2020, la Administración tenía la suficiente capacidad de endeudamiento para cubrir el 80% de las posibles pérdidas generadas por sus impagos. Una situación muy diferente a la advertida entre 2008 y 2013, pues en dicho período estaba sin blanca.

La solvencia de la banca era mucho más elevada que trece años atrás, disponía de una ingente liquidez y estaba dispuesta a financiar con sus propios recursos a familias y empresas solventes. Así, por ejemplo, en junio de 2020, las entidades financieras ya suministraban a sus clientes más crédito hipotecario que en el mismo mes del año anterior.

Indudablemente, su situación no tenía nada que ver con la existente después de la explosión de la burbuja inmobiliaria en 2008. Unos escasos fondos propios para el volumen de su activo, un elevado aumento de la morosidad y una continua caída del precio de los inmuebles ejecutados hacían que la supervivencia de muchas entidades estuviera en duda.

Para no acrecentar la desconfianza de reguladores e inversores, sus ejecutivos decidieron reducir drásticamente el nuevo crédito concedido. Numerosas empresas tuvieron grandes dificultades para financiar sus operaciones semanales y algunas se vieron obligadas a cerrar por falta de liquidez, a pesar de que su activo era superior a su pasivo.

**3) Un elevado incremento del gasto público.** Dicho aumento permitió a la Administración crear ocupación. En diciembre de 2021, el número de trabajadores del sector público superaba en 222.200 al advertido en el mismo mes de 2019. Una necesidad imperiosa del sistema sanitario y educativo por los problemas generados en ellos por la Covid-19, pero una actuación impensable durante la crisis precedente. Durante ella, la prioridad estuvo en la reducción del gasto presupuestario; en cambio, en la más reciente, se encuentra en la recuperación de la producción y el empleo.

La disparidad entre los objetivos pretendidos en uno y otro período está principalmente sustentada en las diferentes causas de ambas crisis y en la aplicación de un distinto modelo económico para superarlas. En la Gran Recesión, las naciones europeas más perjudicadas habían cometido grandes errores en los años precedentes. Por tanto, algunos líderes del continente consideraban que los problemas que tenían se los habían buscado.

Durante la pandemia, la mayor afectación era consecuencia de una dependencia más elevada del sector servicios y, en particular, del turismo. En esta ocasión, las mayores bajadas del PIB eran debidas principalmente a la mala suerte. Indudablemente, la solidaridad entre naciones era más fácil de aceptar en el último caso que en el primero.

Un contexto que facilitó la mutualización de la deuda necesaria para financiar los fondos europeos Next Generation. Un capital que llegará a los distintos países en forma de préstamos y también de subsidios. Lo hará en mayor medida a las naciones que tuvieron más problemas económicos en 2020. Por eso, las dos principales receptoras serán Italia y España, cuando por población y PIB le correspondería dicho honor a Alemania y Francia.

**En el tercer trimestre de 2020, la pandemia había provocado una pérdida de 1.359.700 puestos de trabajo.**





El empleo en el sector privado se recuperará por completo antes de que lo haga la demanda de bienes.

En la crisis iniciada en 2008, las autoridades aplicaron medidas neoliberales; en la de 2020, de carácter keynesiano. Los resultados obtenidos por las primeras fueron decepcionantes, pues prorrogaron innecesariamente el estancamiento o la recesión en numerosas naciones, generaron un gran descontento en una sustancial parte de la población y provocaron un mayor apoyo a las políticas populistas de partidos de extrema derecha e izquierda.

**4) Una rápida recuperación del empleo privado.** Ha constituido una gran sorpresa, pues el empleo en el sector privado se recuperará por completo antes de que lo haga la demanda de bienes. A finales de 2021, el número de ocupados en dicho sector era solamente de 4.200 menos que en diciembre de 2019 (véase la figura 22). En términos porcentuales, estaba un 0,03% por debajo. En cambio, en el último mes del pasado ejercicio, el PIB era un 4,2% más reducido que dos años atrás.

En definitiva, los datos del empleo en 2021 son magníficos y mucho más positivos de lo esperado. No obstante, muy probablemente lo mejor esté por llegar, si la Covid - 19 se convierte a partir de marzo en una enfermedad casi banal, el número de turistas extranjeros en 2022 es similar al de 2019 y la duración de la guerra en Ucrania no llega a un trimestre.

Si así sucede, y el sector público no destruye ocupación, España creará más de 750.000 empleos en el actual año, superará el récord histórico de 2007 (20.753.400 puestos de trabajo) y se aproximará a final de año a los 21 millones de ocupados.

La tasa de paro descenderá desde el 13,3% al 11,8% y la entrada en vigor de la contrarreforma laboral mejorará la calidad de la ocupación. Si mis expectativas se cumplen, el país habrá dado un gran paso adelante en la resolución de su principal problema estructural: un elevado número de desempleados. Una espada de Damocles que han tenido sobre su cabeza todos los gobiernos desde la llegada de la democracia.

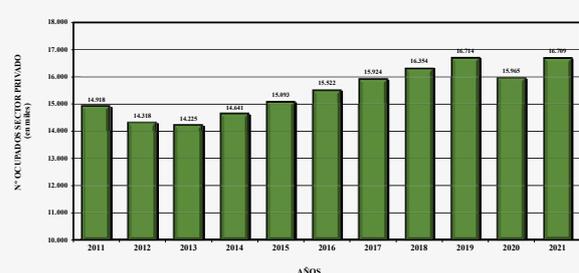
## 2) Una decepcionante reforma laboral

### a) Expectativas incumplidas

En la negociación de una reforma laboral siempre existen tres partes: las patronales, los sindicatos y el gobierno. Las primeras defienden los intereses de los empresarios, los segundos los de los trabajadores y el tercero teóricamente los de los ciudadanos. A simple vista, parece un partido de fútbol con dos equipos y un arbitro ecuaníme, pero ni mucho menos es así.

Desde la primera reforma de 1984, el ejecutivo ha favorecido a las patronales, con independencia de si su color era rojo o azul. A su favor les ha pitado penaltis inexistentes y permitido goles con la mano. Incluso, en algunas ocasiones, como en la generación de las leyes de 1992 (PSOE) y 2012 (PP), impidió presentarse al equipo rival. Por tanto, decidió que las asociaciones empresariales ganaran el partido sin bajar del autobús.

Figura 22. Número de ocupados del sector privado (2011 - 2020) (en miles)



Fuente: INE



A pesar de todo, desde 1984, es la primera reforma laboral que favorece a los asalariados y perjudica a los empresarios.

Ambas formaciones justificaron el favoritismo hacia los empresarios en la imperiosa necesidad de reducción de la elevada tasa de desempleo, las recomendaciones e imposiciones de Bruselas y la continuidad de la mano de obra barata, especialmente en la construcción, la restauración y el turismo. Una y otra vez, las medidas laborales adoptadas por el PSOE se acercaban más a los principios neoliberales (de la derecha) que a los keynesianos (de la socialdemocracia).

Debido a los anteriores precedentes, la actual reforma del mercado de trabajo generó una gran ilusión entre los asalariados. El árbitro seguía siendo parcial, no obstante, por primera vez, iba a favor de los sindicatos. Las declaraciones y propuestas de Yolanda Díaz les animaron a observar la nueva legislación como el partido de vuelta de una eliminatoria copera. Aunque no era fácil, parecía posible que los empleados remontaran el 6 a 0 padecido en 2012.

Las expectativas creadas eran muy elevadas, y al quedar la redacción de la nueva ley por debajo de ellas, el resultado para los trabajadores ha sido decepcionante. A pesar de ello, desde 1984, es la primera reforma laboral que favorece a los asalariados y perjudica a los empresarios. No obstante, lo hace bastante menos de lo anunciado previamente por el gobierno.

El tanteo del segundo partido no ha sido 6 a 0 a favor de los empleados, sino solo 2 a 0. Por tanto, muchas de las medidas introducidas en la ley de 2012, que afectaron negativamente a los intereses de los trabajadores, continuarán vigentes durante los próximos años. Por eso, las dos patronales firmantes la consideran un mal menor.

## b) Las ventajas

Las ventajas proporcionadas a los empleados por la reforma laboral son las siguientes:

**1) Aumentos salariales más elevados.** El retorno de la ultraactividad y la primacía en materia de retribuciones del convenio sectorial sobre el de empresa darán una mayor capacidad de negociación a los sindicatos. La primera medida determina que un convenio está vigente hasta que se firma uno nuevo e impide que la empresa pre-

sione a sus trabajadores con el dilema: congelación salarial o pérdida de los derechos adquiridos en los últimos años.

La segunda podría reducir la diferencia entre los sueldos pagados por las grandes compañías y las más pequeñas. No obstante, al seguir teniendo las últimas una gran facilidad para descolgarse de los convenios sectoriales, dudo mucho que la anterior desigualdad se reduzca significativamente.

**2) Más posibilidades de lograr un contrato indefinido.** En la actualidad hay "barra libre" para la generación de contratos temporales. En cualquier ocupación, un trabajador puede incorporarse a una empresa mediante uno de ellos, aunque nada lo justifique. Un ejemplo sería su utilización generalizada por parte de una ferretería o un concesionario de automóviles.

Para reducir la temporalidad, la nueva ley utiliza tres estrategias: limitar las causas que justifican la realización de contratos temporales, reducir su duración y convertir una de sus principales modalidades (el de obra y servicio) en uno nuevo de carácter fijo.

A partir de ahora, como norma general, los contratos temporales solo se podrán realizar por un aumento inesperado de la demanda de los productos o servicios de una empresa y por la sustitución de un trabajador. En ambos casos, por un máximo de un año, en lugar de los cuatro que podía durar el de obra y servicio. Éste desaparece y es sustituido por uno fijo adscrito a obra.

El resto de los contratos temporales deberán convertirse en indefinidos o en fijos discontinuos, excepto si la empresa necesita contratar a más trabajadores por un incremento previsto de la demanda de sus productos de carácter estacional. En este último caso, tiene la posibilidad de incorporar a empleados por un máximo de 90 días.

Una excepción conseguida por la patronal en los últimos días de negociación convierte en papel mojado una sustancial parte de lo anteriormente descrito. Por tanto, la temporalidad se reducirá más estadísticamente que realmente. A pesar de su nombre, los contratos fijo discontinuo e indefinido adscrito a obra son verdaderamente eventuales.

**3) Mejores condiciones laborales para los trabajadores de las contratas y subcontratas.** A los empleados subcontratados ya no se les aplicará un convenio de empresa multiservicios, sino el del sector de la compañía donde están trabajando. Por regla general, el segundo es más favorable que el primero en relación al importe de los salarios abonados, la cuantía de las dietas por desplazamiento, el grado de flexibilidad horaria y el número de días de asuntos propios.

No obstante, la mejora hubiera sido más elevada, si se rigieran por el convenio de la empresa contratante. En numerosas ocasiones, ésta es una compañía mediana o grande que paga a sus trabajadores más que la media del sector y les proporciona importantes beneficios extra salariales (seguro médico, plan de pensiones, etc.). Si así lo reflejara la nueva norma, las anteriores empresas tendrían nulos incentivos para realizar subrogaciones y aumentarían la contratación de personal propio. Por tanto, crearían empleo de gran calidad.

### c) Las decepciones

Las principales decepciones para los trabajadores son:

**1) El despido objetivo procedente continuará siendo fácil y barato.** Por causas económicas, técnicas, organizativas y de producción, la empresa puede prescindir de un trabajador abonándole 20 días por año trabajado y pagándole como máximo una indemnización equivalente a 12 mensualidades. Para convertir un despido objetivo en procedente, solo es necesario que la empresa demuestre que ha tenido una disminución de ingresos en los últimos tres trimestres en relación a los mismos del año anterior.

**2) Los trabajadores no recuperarán los salarios de tramitación de los despidos improcedentes.** Antes de la reforma de 2012, cuando un despido era declarado improcedente, los trabajadores cobraban la indemnización correspondiente y los salarios dejados de percibir en el período comprendido entre la fecha del despido y la de la sentencia judicial. La nueva ley no contempla su recuperación.

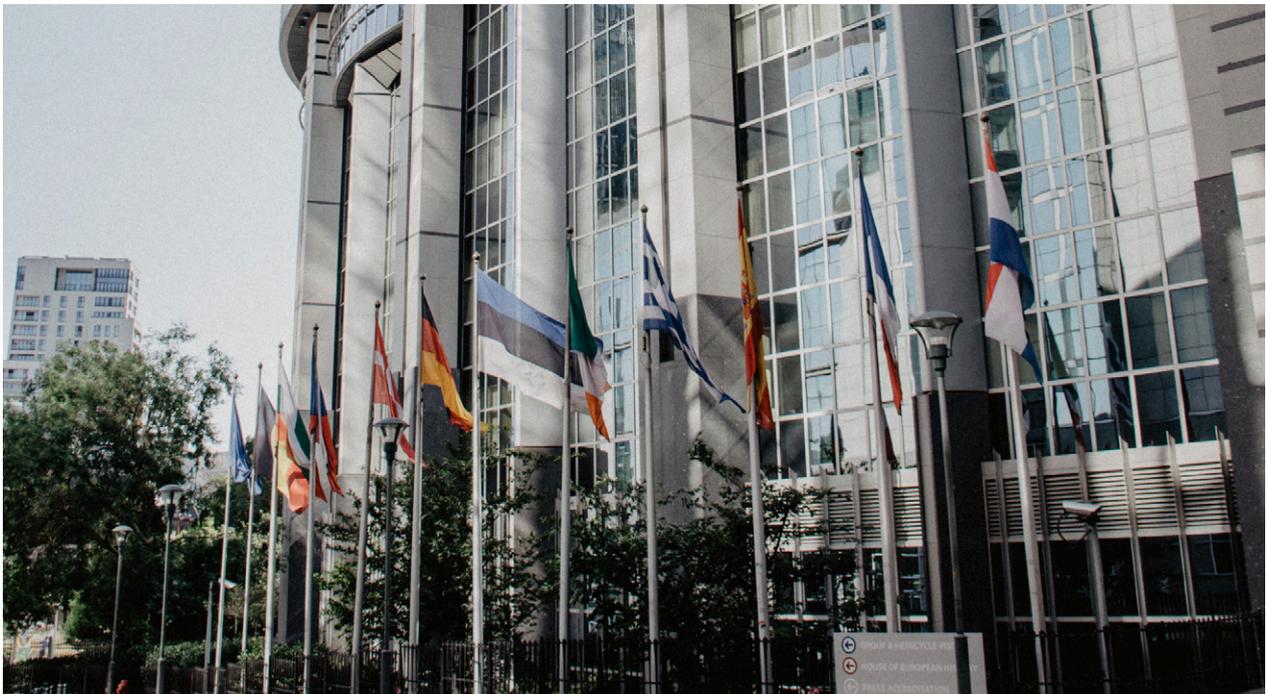
**3) Las compañías podrán seguir modificando unilateralmente las condiciones laborales de la plantilla.** La reforma de 2012 permitió a las empresas disponer de numerosas medidas de flexibilidad laboral, tales como la disminución del salario de sus trabajadores, el traslado del turno de la mañana a la noche o el cambio de una jornada intensiva por una partida. Para adoptarlas, no tenían que consensuarlas con los sindicatos ni tampoco efectuar ninguna compensación, inmediata o diferida en el tiempo, a sus trabajadores.

Los motivos para aplicarlas eran diversos y fáciles de justificar. Entre ellos estaban el aumento de la competitividad de la empresa, el crecimiento de la productividad de los empleados o una mejor organización de la producción. Un verdadero chollo para los empresarios cuya conservación ha constituido una línea roja de las patronales en la mesa de negociación.

En definitiva, la reforma laboral acometida por el gobierno de izquierdas ha sido *light*. Ha beneficiado un poco a los trabajadores y perjudicado levemente a los empresarios. No obstante, a ambos les ha afectado menos de lo previsto. Los grandes ganadores de la negociación han sido Antonio Garamendi y Nadia Calviño, siendo la perdedora Yolanda Díaz.

El primero ha salvado la mayoría de las ventajas adquiridas por las empresas en la reforma de 2012 y probablemente haya obtenido estabilidad legislativa en materia laboral durante el resto de la década. La segunda consigue cumplir las recomendaciones de Bruselas y asegura la recepción en el primer semestre de 2022 de 12.000 millones € de fondos europeos.

La tercera ha realizado una reforma más del mercado laboral, equivalente a muchas de las que ha habido desde 1984. No obstante, ni mucho menos una de carácter histórico, tal y como lo fue la de 2012. Lo vendió como lo vendió su formación, la ministra de Trabajo ha defraudado las grandes expectativas que ella misma había generado.





# El mercado residencial internacional: ¿en qué países y ciudades existe una burbuja inmobiliaria?

Por Joan Alujas



## 1. Introducción

Las burbujas de precios son un fenómeno recurrente en los mercados inmobiliarios. El término "burbuja" se refiere a una valoración errónea sustancial y sostenida de un activo, cuya existencia no puede demostrarse a menos que estalle. Por tanto, el riesgo de burbuja se refiere a la prevalencia de un alto riesgo de corrección de los precios. Los datos históricos revelan patrones de excesos del mercado inmobiliario. Los signos típicos incluyen un desacoplamiento de los precios en relación a los ingresos y a las rentas de alquiler, así como desequilibrios en la economía real, tales como excesiva actividad crediticia y de construcción.

La crisis del coronavirus y el rebote económico posterior están llevando a los mercados inmobiliarios a situaciones desconocidas desde 2008, antes del estallido de la burbuja que originó la crisis financiera. El extraordinario estímulo que ha ayudado a la recuperación de la economía global también podría estar alimentando un nuevo problema: las burbujas inmobiliarias.

Si bien la mayoría de los indicadores económicos se deterioraron en 2020, los precios de la vivienda ignoraron en gran medida los efectos de la pandemia. De los 60 países que componen el Índice mundial de precios de la vivienda del FMI, tres cuartas partes experimentaron aumentos en los precios de la vivienda durante 2020, y esta tendencia ha continuado en gran medida si consideramos los datos de 2021.

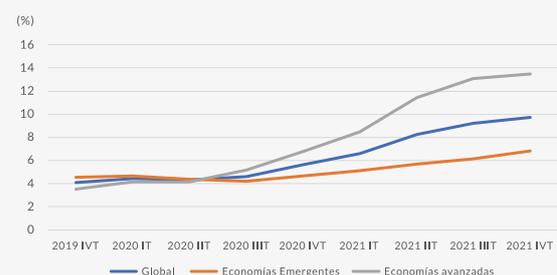
La pandemia ha supuesto una combinación de ingredientes como unos bajos tipos de interés, unos estímulos fiscales sin precedentes, ahorros forzados por el confinamiento listos para ser utilizados, limitación de la oferta de vivienda y las expectativas de una recuperación vigorosa de la economía global. A eso hay que añadirle una demanda acumulada debido a la contracción de las transacciones de vivienda, una dinámica que ha llevado a muchas personas que teletrabajan a buscar hogares con más espacio, bancos que han aliviado las condiciones de crédito para los clientes más solventes, incentivos a la compra de vivienda con exenciones fiscales e interrupciones en la cadena de suministro que aumentan los costes del proceso de construcción. Todos estos factores han contribuido en mayor o menor grado al auge de los precios de la vivienda.

Los precios de la vivienda a nivel global aumentaron un 9,7% interanual en el cuarto trimestre de 2021, la tasa de crecimiento más rápida registrada desde antes del inicio de la crisis financiera de 2008, mientras que antes del inicio de la pandemia el aumento fue del 4,1%. Su crecimiento fue particularmente elevado en las economías avanzadas, un 13,5% en promedio a finales de 2021, frente al 8,5% en el primer trimestre y el 3,6% a finales de 2019. Por el contrario, fue notablemente más bajo en las economías emergentes, un 6,8% en promedio en el cuarto trimestre de 2021, frente al 5,1% en el primer trimestre del mismo año y el 4,5% antes del inicio de la pandemia. No obstante, cabe señalar que hasta el segundo trimestre de 2020 los aumentos fueron muy similares en los dos grupos de países (véase la figura 1).

## 2. Indicadores de valoración del precio de la vivienda

La valoración del precio de la vivienda se basa comúnmente en indicadores estadísticos. Los más utilizados, al margen del crecimiento de los precios, son la relación 'precio de la vivienda-rentas de alquiler' y la relación 'precio de la vivienda-ingresos de las familias'. El primero de ellos compara los precios de la vivienda con el coste de uso de la vivienda. A largo plazo, los precios de la vivienda deberían ser iguales al valor actual del flujo de ingresos por alquiler. La relación entre el precio de la vivienda y los ingresos refleja la asequibilidad e indica si los precios de la vivienda pueden estar sujetos a una posible corrección si su crecimiento supera con creces el crecimiento de los ingresos de las familias.

Figura 1. Variación interanual del precio de la vivienda



Fuente: Banco de Pagos Internacionales

Figura 2. Crecimiento de los precios de la vivienda (2019)

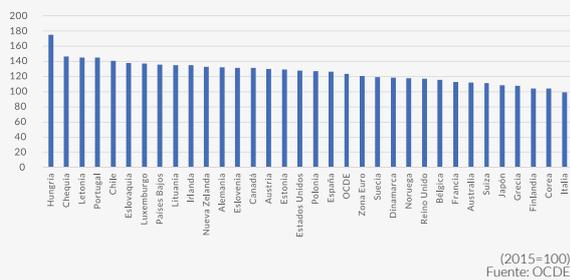
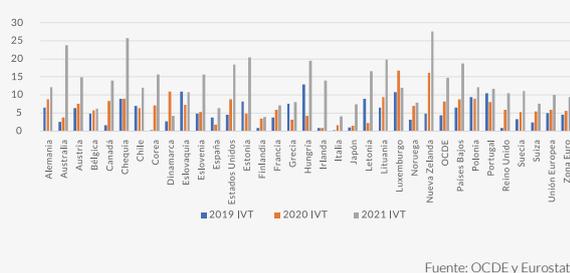


Figura 3. Variación interanual del precio de la vivienda (2019 - 2021)



En primer lugar, analizaremos la evolución de los precios nominales de la vivienda entre 2015 y 2019 para comparar las diferencias entre países en cuanto a la magnitud de la variación de los mismos. Casi la mitad de los países analizados registraron un crecimiento acumulado superior al 30% y claramente por encima de la media de la OCDE, destacando Hungría con un 78,4%, Chequia, Letonia y Portugal con alrededor de un 45%. En cambio, España se sitúa solo algo por encima de la media de la Zona Euro con un crecimiento del 26%. Por el contrario, Japón, Grecia, Finlandia y Corea registran aumentos inferiores al 10%, mientras que Italia es el único país que se anota una caída acumulada, alrededor del 1% (véase la figura 2).

En segundo lugar, el análisis entre 2019 y 2021 muestra que los precios crecen en todos los países analizados sin excepción. El crecimiento ha sido particularmente pronunciado en Nueva Zelanda, Luxemburgo, Chequia, Estados Unidos, Australia, Países Bajos

y Lituania. En cambio, en Italia, Finlandia, España y Japón el aumento de los precios de la vivienda ha sido muy moderado.

Si lo analizamos de forma más detallada, se constata que, en el cuarto trimestre de 2019 y antes del inicio de la pandemia, el crecimiento de los precios es especialmente elevado en Hungría, Eslovaquia, Luxemburgo y Portugal, con variaciones interanuales superiores al 10%, muy por encima de la media de la OCDE (4,3%). Por contra, en Corea, Finlandia, Irlanda, Italia, Japón y Reino Unido registran aumentos inferiores al 1%. España se sitúa por debajo de la media de la Zona Euro con un crecimiento del 3,7% (véase la figura 3).

En el cuarto trimestre de 2020 a pesar del impacto de la pandemia, el crecimiento de los precios en términos interanuales es superior al registrado un año atrás en la mayoría de los países analizados y en ninguno se produjeron caídas de los precios. En consecuencia, la media de la OCDE se sitúa en el 8% y la media de la Zona Euro en el 5,6%. Destacan Luxemburgo y Nueva Zelanda con aumentos alrededor del 16% y Dinamarca (10,8%). En cambio, Irlanda, Italia, Japón y España registran aumentos inferiores al 2%. Por otro lado, el crecimiento de los precios está muy por encima del valor registrado en el cuarto trimestre de 2019 en Canadá, Corea, Estados Unidos, Noruega y Reino Unido (véase la figura 3).

En el cuarto trimestre de 2021 los precios subieron a tasas de dos dígitos en Nueva Zelanda (27,6%), Australia (23,7%), Estados Unidos (18,4%) Corea (15,7%) y Canadá (13,9%). Aumentaron también de forma notable, aunque en menor medida en Chile (11,9%) y Reino Unido (10,4%). En la OCDE de media los precios aumentaron un 14,8%. Por otro lado, los precios de la vivienda aumentaron un 9,4% en la Zona Euro y un 10% en la UE en términos interanuales y con una variación significativa entre los Estados miembros (gráfico 3). Desde el primer trimestre de 2020, la tasa de crecimiento anual tanto para la Zona Euro como para la UE volvió a alcanzar niveles (entre el 5% y el 10%) que no se registraban desde 2006. En el segundo trimestre de 2021, los precios de la vivienda aumentaron un 6,8% y un 7,5%, respectivamente.

Los precios de la vivienda aumentaron en todos los países de la Unión Europea en el cuarto trimestre de 2021 excepto en Chipre, mientras que para más de la mitad de ellos el aumento fue superior al 10%. Los aumentos más bajos (alrededor del 4%) se registraron en Finlandia, Italia y Dinamarca, aunque en este último caso significa una clara desaceleración respecto a trimestres anteriores. Los mayores aumentos se registraron en Chequia (25,8%), Estonia (20,4%),



Entre 2019 y 2021 los precios crecieron en todos los países analizados. Particularmente pronunciado fue el caso de Nueva Zelanda.



Lituania (19,8%), Hungría (19,5%) y Países Bajos (18,7%). Los países que dan mayor salto en los precios respecto a trimestres anteriores son Irlanda y Letonia. Por otro lado, España acelera el aumento de los precios hasta el 6,3%, pero aún está por debajo de la media europea (véase la figura 3).

En base a los datos analizados podemos señalar una serie de diferencias. En primer lugar, Australia, Canadá, Corea, Dinamarca, Suecia y Reino Unido registran un cambio de tendencia, ya que, partiendo de unos aumentos en el precio de la vivienda muy moderados antes de la pandemia, aceleran el crecimiento durante 2020 y 2021. En cambio, Luxemburgo que ya venía de unos aumentos muy fuertes se acelera durante la pandemia. Por otro lado, Eslovaquia, Estonia, Grecia, Letonia y sobre todo Hungría moderan drásticamente en 2020 el elevado crecimiento de los precios registrado en 2019, aunque volverán a crecer con fuerza en 2021 a excepción de Eslovaquia.

La relación entre el precio de la vivienda y las rentas de alquiler es también un indicador que nos permite apreciar el grado de sobrevaloración del mercado inmobiliario residencial. Los precios de la vivienda hasta 2019 han crecido más rápido que los alquileres en la mayoría de los países analizados tomando como base el año 2015, según los datos de la OCDE (véase la figura 4). El mayor crecimiento diferencial se registra en Hungría, Eslovaquia, Letonia, Portugal, Chequia y Luxemburgo con entre un 30% y un 35% por encima los precios de venta en relación a las rentas de alquiler. Por otra parte, solo Corea registra un crecimiento similar en ambas variables y en otros países como Italia, Finlandia, y Estonia las rentas de alquiler crecen más que los precios de la vivienda entre 2015 y 2019. En el caso de España el crecimiento diferencial es de un 21,6% favorable a los precios, situándose por encima de la media de la OCDE y de la Zona Euro (véase la figura 4). Finalmente, cabe señalar que en el caso de los precios de venta más de la mitad de los países analizados registra aumentos por encima del 20%, mientras que en las rentas de alquiler la mayoría se sitúan por debajo del 10%.

Figura 4. Crecimiento de los precios de la vivienda en relación a las rentas de alquiler (2019)

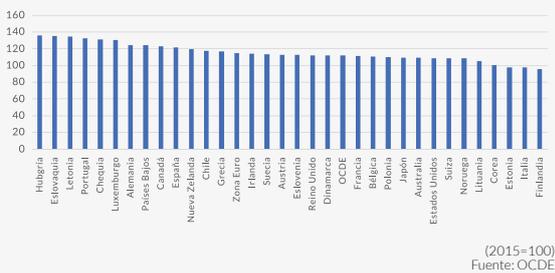
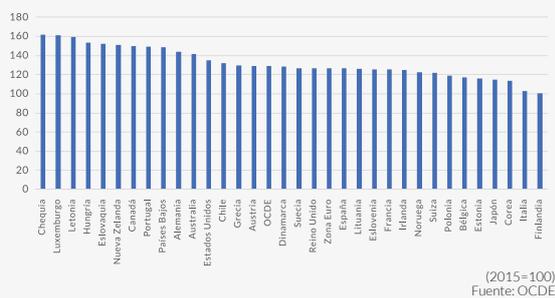


Figura 5. Crecimiento de los precios de la vivienda en relación a las rentas de alquiler (2021)



Entre 2019 y 2021 la relación entre el precio de la vivienda y las rentas de alquiler aumenta en todos los países analizados. En el conjunto la OCDE el aumento es superior al que se produjo entre 2015 y 2019. Los mayores incrementos se registran en Chequia, Luxemburgo Australia y Nueva Zelanda con más de 30 puntos, alcanzando entre un 50 y un 60% por encima los precios de venta en relación a las rentas de alquiler, manteniendo como año base el 2015 (véase la figura 5). Aunque algo menores, también destacan los aumentos en Canadá, Estados Unidos y Países Bajos, situándose claramente por encima de la media de la OCDE. Por el contrario, Italia y Finlandia registran un aumento de apenas 5 puntos que se traduce ahora en un ligero crecimiento de los precios en relación a las rentas de alquiler. España se sitúa en 2021 por debajo de la media de la OCDE y de la Zona Euro con un crecimiento diferencial del 26,5% favorable a los precios de venta, con un aumento de escasamente 5 puntos en relación a 2019 (véase la figura 5).

Los alquileres y los precios de la vivienda en la Unión Europea han continuado su crecimiento en el cuarto trimestre de 2021, pero con unas diferencias notables, subiendo un 1,3% y 10% respectivamente en términos interanuales.

La relación entre el precio de la vivienda y la renta disponible de las familias es otro de los indicadores para valorar los riesgos de sobre-

calentamiento del mercado inmobiliario residencial. Los precios de la vivienda hasta 2019 han crecido más rápido que los ingresos de las familias en la mayoría de los países de la OCDE analizados y tomando como base el año 2015 (véase la figura 6). No obstante, hay grandes diferencias. Por un lado, Portugal, Luxemburgo, Hungría, Canadá y Países Bajos registran un crecimiento diferencial de entre el 20% y el 24% por encima de los precios de la vivienda en relación a las rentas de las familias, siendo muy superior a la media de la OCDE. En cambio, Australia, Grecia, Francia y Bélgica y Japón dicho crecimiento es inferior al 3%. Por el contrario, en Polonia, Estonia, Lituania, Finlandia, Italia y Corea los ingresos de las familias crecieron más que los precios de la vivienda entre 2015 y 2019. En el caso de España el crecimiento diferencial fue de un 14% favorable a los precios, situándose por encima de la media tanto de la OCDE como de la Zona Euro (véase la figura 6).

Entre 2019 y 2021 la relación entre el precio de la vivienda y la renta disponible de las familias aumenta en todos los países analizados. Tanto en el conjunto la OCDE como en la Zona Euro el incremento es superior al que se produjo entre 2015 y 2019. Los mayores aumentos se registran en Nueva Zelanda con 35 puntos y Austria, Canadá, Chequia, Estados Unidos y Nueva Zelanda con más de 20 puntos alcanzando entre un 30% y un 45% por encima los precios de venta en relación a las rentas de las familias, manteniendo de nuevo como año base el 2015 (véase la figura 7). Aunque no tan elevados, también sobresalen los aumentos en Alemania, Países Bajos, Portugal y Luxemburgo, visiblemente por encima de la media de la OCDE. Por el contrario, Italia y Finlandia registran un aumento solo de entre 3 y 4 puntos, manteniendo un crecimiento de los precios de la vivienda inferior al de la renta disponible de las familias. En cambio, en Polonia y Estonia los precios crecen más que la renta en 2021 a diferencia de lo que sucedía en 2019. España se sitúa en 2021 ligeramente por encima de la media de la OCDE y de la Zona Euro con un crecimiento diferencial del 21,2% favorable a los precios y con un aumento de alrededor de 7 puntos en relación a 2019 (véase la figura 7).

Figura 6. Crecimiento de los precios de la vivienda en relación a la renta disponible de las familias (2019)

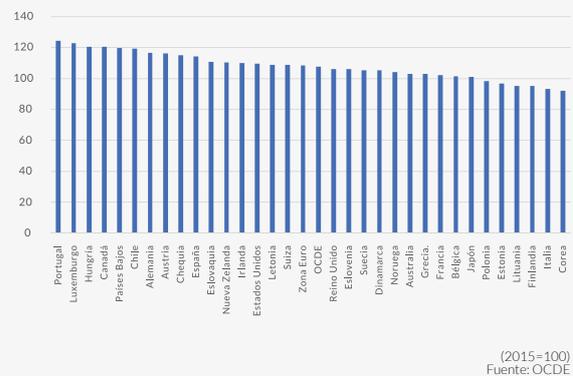
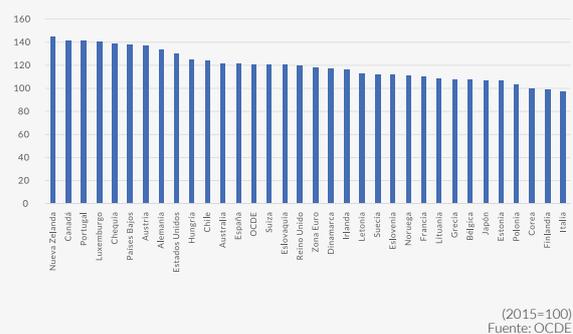


Figura 7. Crecimiento de los precios de la vivienda en relación a la renta disponible de las familias (2021)



### 3. Riesgo de burbuja a nivel global

En primer lugar, en base a los indicadores analizados se puede clasificar a los países en función del riesgo de estallido de una burbuja inmobiliaria. En los primeros puestos figuran Nueva Zelanda, Canadá, Luxemburgo y Chequia, que se sitúan en zona roja en prácticamente todos los indicadores. Países Bajos, Hungría y Estados Unidos, no están muy lejos de los primeros, lanzando igualmente señales preocupantes.

La clasificación de los 10 primeros países la completan Portugal, Austria y Australia. En el caso de España su posición está alejada de la cabeza, ocupando en conjunto el 20º puesto, por detrás de países como Alemania y Chile. España puntúa en la zona media de riesgo en la relación de los precios tanto con las rentas como con los ingresos, dos indicadores que dan pistas sobre la sostenibilidad del crecimiento del mercado y que en la mayoría de países de la OCDE está superando los niveles de 2008. El mercado inmobiliario español se queda claramente en verde, la zona de menos riesgo, en lo que a crecimiento nominal de los precios se refiere, con el quinto valor más bajo de los países analizados en el cuarto trimestre de 2021.

Por otra parte, en el último informe de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que es un organismo creado en 2010 después de la crisis financiera para velar por la salvaguarda de la estabilidad financiera, se envían algunas recomendaciones a Alemania y Austria para que pongan remedio a los excesos que se registran en sus mercados inmobiliarios. Además, la JERS ha enviado también advertencias a Bulgaria, Croacia, Hungría, y Eslovaquia.

La JERS considera que, en la mayor parte de los países que recibieron recomendaciones o advertencias en 2019, los precios de la vivienda han aumentado más desde entonces y existe una mayor sobrevaloración. Algunos países habían adoptado medidas para afrontar los problemas, pero dejaron de aplicarlas parcial o completamente durante la pandemia. Por el contrario, no se aprecian

riesgos en el mercado inmobiliario residencial en España, donde el crecimiento de los precios y la sobrevaloración son de los más bajos de la Unión Europea. Además, la ratio del crédito nuevo sobre el PIB se mantiene acorde con los países que no presentan desequilibrios sistémicos. Ahora, el riesgo de burbujas en los mercados de la vivienda está en los países nórdicos y del centro de Europa, mientras en 2008 se situaron más en los países del sur.

Estas nuevas recomendaciones y advertencias llegan cuando el Banco Central Europeo se plantea subir los tipos de interés este año y, a pesar de aclarar que la normalización de la política monetaria va a ser gradual, los tipos de interés ya están subiendo en los mercados.

La correlación entre los precios de la vivienda y el crecimiento del PIB durante la pandemia ha sido más débil que en los años precedentes. Como resultado de la desvinculación del ciclo económico del ciclo del mercado de la vivienda residencial, la brecha entre el crecimiento del precio de la vivienda y el crecimiento de la renta disponible de los hogares se ha ampliado, elevando las estimaciones de sobrevaloración en el mercado. Además, los precios de la vivienda en el conjunto de la UE han superado el máximo alcanzado antes de la crisis financiera mundial.

En tercer lugar, según el análisis que realiza el Banco Central Europeo (BCE), el riesgo de sobrevaloración es especialmente significativo en Luxemburgo, Suecia, Austria, República Checa y Alemania. Con todo, según los indicadores utilizados por el BCE el nivel de riesgo de sobrevaloración del precio de la vivienda ha aumentado en el conjunto de la Unión Europea. Durante la pandemia, el crecimiento de los precios de la vivienda ha sido relativamente mayor en aquellos países en los que los riesgos de sobrevaloración y el endeudamiento de los hogares ya eran considerables antes de la Covid-19, lo que agrava los riesgos de una brusca reversión.

El endeudamiento de los hogares tiende a evolucionar en línea con las medidas de sobrevaloración del precio de la vivienda en la



La brecha entre el crecimiento del precio de la vivienda y el crecimiento de la renta disponible de los hogares se ha ampliado, elevando las estimaciones de sobrevaloración en el mercado.



mayoría de países. Por ejemplo, es el caso de Luxemburgo y Suecia que tienen una sobrevaloración estimada particularmente alta, así como un elevado endeudamiento de los hogares.

A pesar de los signos de calentamiento en algunos mercados, en términos generales hay razones para esperar que los próximos trimestres se caractericen más por un enfriamiento o estabilización de los precios que por un colapso. La clave será el momento en que empiecen a subir los tipos de interés y se encarezcan los créditos, cuando entonces la resiliencia del *boom* inmobiliario se pondrá a prueba. En este sentido, se están tomando ya medidas en muchos países, como reducir los riesgos hipotecarios (prestando un menor porcentaje respecto al valor de bien inmueble que se usa como garantía) o retirar incentivos fiscales a los inversores en vivienda, algo que ya ha hecho Nueva Zelanda.

### 3.1. El riesgo de burbuja por ciudades

A la hora de analizar el riesgo de burbuja resulta interesante tener la perspectiva local. El UBS Global Real Estate Bubble Index mide el riesgo de una burbuja inmobiliaria, pero no predice si se producirá una corrección y cuando. Un cambio en la situación macroeconómica, un cambio en el sentimiento de los inversores o un importante aumento de la oferta podría desencadenar una caída en los precios de la vivienda.

Frankfurt, Toronto y Hong Kong encabezan en 2021 el UBS Global Real Estate Bubble Index, con las tres ciudades que tienen el riesgo de burbuja más pronunciado entre los mercados de la vivienda analizados. El riesgo también es elevado en Munich, Zúrich, Vancouver, Estocolmo, Ámsterdam y París. Las ciudades europeas representan seis de los nueve mercados inmobiliarios más desequilibrados del mundo, según dicho índice.

Todas las ciudades de Estados Unidos evaluadas, Miami, Los Ángeles, San Francisco, Boston y Nueva York, están en zona de sobrevaloración. No obstante, las puntuaciones del índice están por debajo

de las registradas en 2007. También hay signos de sobrevaloración en Tokio, Sydney, Ginebra, Londres, Moscú, Tel Aviv y Singapur. Por el contrario, Madrid, Milán y Varsovia siguen mostrando una valoración equilibrada. Dubái es el único mercado analizado que se encuentra infravalorado. Los mayores aumentos de precios en 2021 se registraron en Moscú, Estocolmo, Sydney, Tokyo y Vancouver.

En promedio, el riesgo de burbujas ha aumentado durante el último año, al igual que la potencial gravedad de una corrección de precios en muchas de las ciudades evaluadas por el mencionado índice. Además, el empeoramiento de la asequibilidad de la vivienda y el aumento de la divergencia entre los precios y los alquileres han servido históricamente como precursores de las crisis inmobiliarias.

Por otro lado, el informe de UBS constata que el deseo de más espacio y un uso más generalizado del teletrabajo han desplazado una cantidad significativa de la demanda de densamente ciudades muy pobladas y muy caras a ciudades más asequibles. Dicha tendencia se refleja en que los precios en las zonas no urbanas están subiendo más rápido que en las ciudades por primera vez desde principios de la década de 1990.

### 4. ¿Por qué esta vez el comportamiento de los precios ha sido diferente?

Hay evidencia de que, desde el comienzo de la pandemia, los precios de la vivienda han aumentado más de lo que implicarían los factores fundamentales, como los costes de endeudamiento y las rentas de los hogares. Según su relación histórica con los alquileres y los tipos de interés, se esperaba que los precios de la vivienda aumentaran en muchos países desde principios de 2020, pero en la mayoría de los casos por debajo del aumento real observado. Al mismo tiempo, el crecimiento de los alquileres se desaceleró en la mayoría de los países durante 2020. Esta aparente divergencia entre los precios de la vivienda y sus determinantes fundamentales podría hacerlos más vulnerables a correcciones mayores en el futuro, especialmente si las condiciones financieras se vuelven más exigentes.



El mercado de la vivienda demostró ser resistente durante la segunda y tercera ola de la pandemia.

El mercado inmobiliario de la Zona Euro se encontraba en un ciclo expansivo relativamente largo antes de entrar en la crisis del coronavirus. En el cuarto trimestre de 2019, los precios de la vivienda, la inversión en vivienda y los préstamos para la adquisición de vivienda registraron una tendencia alcista. Dada la fase en la que se encontraba el ciclo inmobiliario, cabía esperar que el *shock* económico derivado de la crisis de la Covid-19 cambiara dicho ciclo.

Sin embargo, la reacción del mercado de la vivienda de la Zona Euro a la crisis originada por la pandemia difirió de la de crisis anteriores debido a la diferente naturaleza de la perturbación subyacente. La crisis financiera mundial de 2008 se originó en el mercado inmobiliario de Estados Unidos y la crisis de la deuda soberana que comenzó en 2010 se debió principalmente a perturbaciones financieras. Inicialmente, el *shock* causado por la Covid-19 no estuvo relacionado con los fundamentos económicos y, especialmente en sus primeras fases, afectó a la economía principalmente a través de restricciones obligatorias y voluntarias a la movilidad destinadas a contener la propagación del virus.

Mientras que en las crisis anteriores el deterioro de los fundamentos económicos obstaculizó el crecimiento de los precios de la vivienda y los préstamos para la vivienda, el *shock* a raíz de la pandemia no lastró la trayectoria alcista ni de los precios ni de los préstamos, superando éstos últimos sus niveles del cuarto trimestre de 2019 en 0,5 puntos porcentuales ya en el tercer trimestre de 2020.

El mercado de la vivienda demostró ser resistente durante la segunda y tercera ola de la pandemia. A pesar del deterioro de la situación epidemiológica que condujo a un endurecimiento de las restricciones en el cuarto trimestre de 2020, el mercado inmobiliario de la Zona Euro volvió a cobrar impulso. Los precios de la vivienda mantuvieron una tendencia alcista, tanto en el cuarto trimestre de 2020 como en el primer trimestre de 2021, acelerándose durante el resto del año a un ritmo no visto desde mediados de 2007. La inversión en vivienda se recuperó aún más en el mismo período de referencia, acercándose a los niveles previos a la crisis. Estos signos de fortaleza provinieron tanto del lado de la oferta, como lo indica el impulso del valor agregado y el empleo en la construcción y el

sector inmobiliario, como del lado de la demanda, como lo sugiere el retorno a los niveles previos a la crisis del número de transacciones y la mayor demanda de préstamos hipotecarios. El impacto más moderado de las restricciones en comparación con la primera ola, el importante reforzamiento de las medidas de política fiscal y monetaria, las condiciones de financiación favorables y el mayor atractivo en términos relativos de la vivienda para invertir ayudaron a fortalecer la inversión en vivienda y ejercer presión alcista sobre los precios.

Varios factores respaldan las perspectivas del mercado de la vivienda a corto plazo. La esperada recuperación de la actividad económica, sostenida por la exitosa campaña de vacunación, debería consolidar las perspectivas de ingresos y empleo de los hogares, incluso cuando el apoyo fiscal se reduzca gradualmente. Es probable que la inversión en vivienda continúe con la tendencia positiva observada desde el tercer trimestre de 2020, reforzada por la resiliencia de los precios de la vivienda en relación con los costes de construcción, la mejora de los ingresos disponibles y las buenas expectativas de compra. Finalmente, es presumible que aumente la proporción de propiedades residenciales en las carteras inmobiliarias, ya que se percibe como un activo más seguro en tiempos de incertidumbre (la vivienda es una necesidad primaria) que implica flujos de ingresos estables (alquileres).

Sin embargo, las perspectivas del mercado inmobiliario siguen dependiendo en gran medida de las incertidumbres relacionadas con la pandemia y las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania. En este sentido podría haber un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y un descenso de la demanda. Por otro lado, la hipotética propagación de nuevas variantes de la Covid-19 podría pesar sobre las perspectivas del mercado inmobiliario y, en particular, sobre la demanda de vivienda, como se observó al comienzo de la pandemia. En medio de una gran incertidumbre, el retiro de las medidas de apoyo fiscal es un factor adicional que posiblemente podría limitar las expectativas para el mercado de la vivienda, si tales políticas fueran eliminadas antes de que la recuperación esté consolidada. Además, la evolución de la escasez de materias primas, los aumentos asociados en los plazos de entrega de los proveedores y los costes de los insumos

podrían afectar negativamente a la actividad de construcción y ejercer una fuerte presión alcista sobre los precios a corto plazo. En este escenario aumentaría la importancia y la necesidad de adoptar medidas macroprudenciales para evitar los riesgos en el sistema financiero.

Por último, cabe señalar que los cambios en las preferencias de vivienda también pueden afectar el mercado inmobiliario en el futuro, influyendo en la demanda de vivienda a medio y largo plazo. Si el trabajo desde el hogar se vuelve más frecuente, la demanda de vivienda puede alejarse en parte de los centros de las ciudades hacia las áreas suburbanas y rurales, ya que los costes de oportunidad asociados con los lugares de trabajo periféricos disminuirían junto con el tiempo de viaje. Esto podría contribuir a limitar la presión alcista sobre los alquileres y los precios de la vivienda en las grandes ciudades caracterizadas por una oferta limitada de viviendas.

## 5. Conclusiones

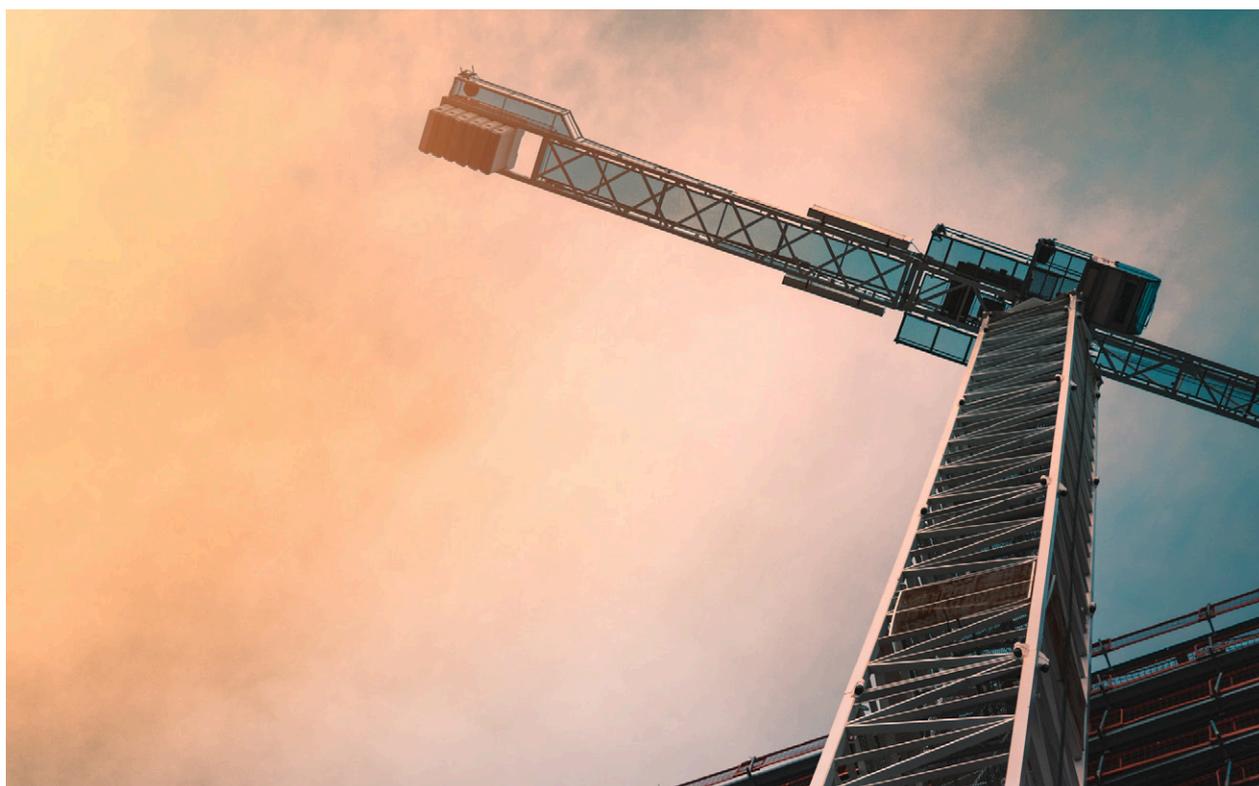
Si bien los fundamentos de la oferta y la demanda pueden explicar gran parte del dinamismo de los mercados de la vivienda durante la pandemia, es necesario seguir de cerca la evolución del sector. Los aumentos en los precios de la vivienda en relación con los ingresos hacen que la vivienda sea inasequible para muchos segmentos de la población, como destaca un reciente estudio del FMI sobre la asequibilidad de la vivienda en Europa. El aumento de los precios de la vivienda por encima de la renta de las familias junto con el nivel mismo de los precios genera un mayor riesgo de burbuja inmobiliaria.

Hace ya casi 15 años, un cambio de tendencia en los precios de la vivienda provocó el estallido de la burbuja que marcó el inicio de la crisis financiera mundial. Sin embargo, los auges gemelos en el crédito a los hogares y los precios de la vivienda en muchos países antes de esa crisis parecen menos probables en la actualidad. Por lo tanto, en un escenario creíble, un aumento en los tipos de inte-

rés, un retiro de las políticas de apoyo a medida que las economías se recuperan, una menor tasa de ahorro de las familias debido a la elevada inflación y una normalización en el suministro de los materiales de construcción, podría conducir a cierta normalización en los precios de la vivienda.

Por otra parte, períodos sostenidos de rápido crecimiento de los precios de la vivienda pueden crear la expectativa de que dichos precios seguirá aumentando en el futuro, lo que podría conducir a una asunción de riesgos excesivos y vulnerabilidades crecientes en el mercado de la vivienda (como se vio durante la crisis financiera mundial). Según el FMI, los riesgos a la baja para los precios de la vivienda parecen ser significativos. No obstante, el sistema bancario es mucho más resistente hoy de lo que era en 2007-2008, gracias a las reformas postcrisis de la regulación de dicho sistema. Además, en comparación con las condiciones durante la crisis financiera mundial, la situación financiera de los hogares parece ahora ser más fuerte en base a su patrimonio neto. En definitiva, no se espera una corrección comparable a la ocurrida en la crisis financiera ni en magnitud ni en su repercusión sobre el conjunto de la economía.

Un impulsor del *boom* inmobiliario que desembocó en la crisis financiera de 2008 fue el rápido crecimiento del crédito a los hogares para financiar la compra de una vivienda, generándose una especie de círculo vicioso en el que los precios de la vivienda se retroalimentaban con el aumento del crédito. Pero en la actualidad la situación es distinta. El crecimiento del crédito a los hogares ha sido limitado en los últimos años, gracias en gran medida a unos estándares de concesión mucho más estrictos, con una cuantía claramente por debajo del valor de la vivienda. Por otro lado, la carga de la deuda de las familias en la mayoría de las economías desarrolladas es menor que en la pasada crisis financiera internacional. Por tanto, en un escenario de subida de tipos de interés, los hogares serían menos vulnerables que en la anterior recesión en la que el mercado inmobiliario fue el núcleo de la crisis.





# El mercado de la vivienda de propiedad

Por Gonzalo Bernardos

## EL MERCADO DE LA VIVIENDA DE PROPIEDAD

### A) EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN 2021

#### 1) Un análisis general: la aparición de un boom inmobiliario

En 2021, las estrellas se alinearon con el objetivo de favorecer al mercado residencial y crearon una coyuntura económica y financiera idílica. Si aquél fuera un automóvil, diría que en enero circulaba con la tercera marcha, en abril iba en cuarta y en diciembre en quinta y acelerando. En síntesis, surgió un nuevo boom inmobiliario.

Las principales claves de la magnífica evolución del mercado de la vivienda fueron un elevado crecimiento económico, una gran creación de ocupación, un considerable ahorro de las familias, una escasa rentabilidad ofrecida por la renta fija, los menores tipos de interés de la historia y una guerra hipotecaria entre entidades financieras.

En el pasado ejercicio, un espectacular incremento de la demanda absorbió con inusitada rapidez una elevada disponibilidad de inmuebles. El plus de la última variable vino dado por la oferta inesperada y la demorada, dos modalidades prácticamente invisibles durante la postrera década.

La primera provenía de un gran aumento de las viviendas procedentes de herencias debido al elevado incremento de la mortalidad causado por la COVID - 19. La segunda procedía de los propietarios sin prisa por vender en 2020. En dicho año, decidieron retrasar la comercialización de sus inmuebles, pues consideraron sumamente improbable obtener por ellos el precio deseado.

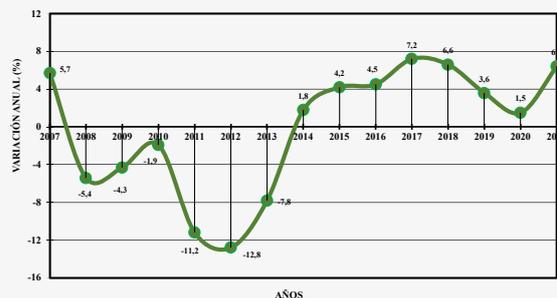
La interacción entre la oferta y la demanda generó un aumento del precio de los pisos del 6,4% (véase la figura 1) y un volumen de transacciones de 674.014 unidades (véase la figura 2). A pesar de la escasez de vivienda nueva y la abundancia de la usada, el importe de las segundas (6,4%) aumentó más que el de las primeras (6,1%). Una coyuntura opuesta a la observada entre 2014 y 2020 (véase la figura 3), pues en seis de los siete ejercicios del período el resultado fue distinto al advertido en 2021.

La explicación de la anterior anomalía está en el distinto año de la verdadera venta de unas y otras. Casi todas las usadas se enajenaron en 2021, desprendiéndose los promotores de muchas de las nuevas en 2019 y 2020, al comercializarse con éxito sobre plano. Por tanto, se perdieron la subida de precios generada por la aparición del boom inmobiliario.

En el pasado año, el número de compraventas superó en un 38,3% y 18,2% las efectuadas en 2020 y 2019, respectivamente. La anterior cifra es la más elevada desde 2007 y supone el récord de ventas de viviendas usadas. De las últimas, en 2021 se enajenaron 602.080 unidades (véase la figura 4), una cuantía que superó en un 6,6% la anterior marca alcanzada en 2005.

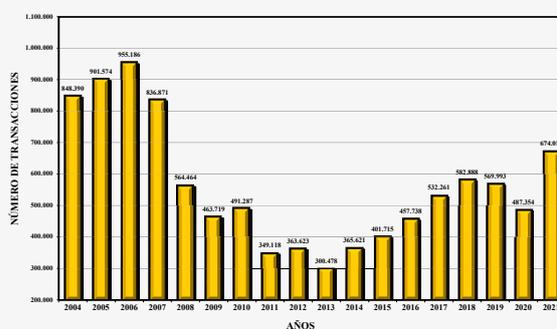
Dicho récord es el resultado de una elevada demanda de pisos y una escasa oferta de nuevos inmuebles. Una insuficiencia provocada por la desaparición de numerosos promotores durante los últimos catorce años y la disminución del número de viviendas construidas por los supervivientes.

Figura 1. Evolución del precio de la vivienda (2007 - 2021)



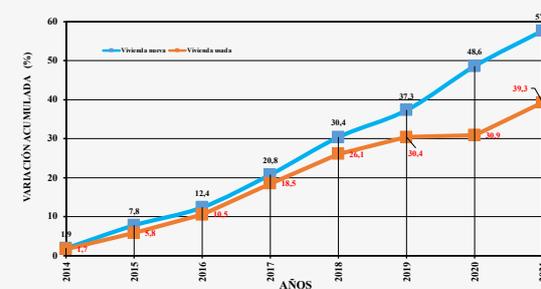
Fuente: INE

Figura 2. Transacciones de viviendas (2004 - 2021)



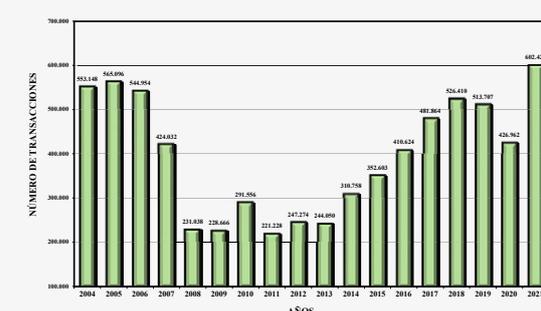
Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 3. Variación acumulada del precio de la vivienda nueva y usada (2014 - 2021)



Fuente: INE

Figura 4. Transacciones de viviendas usadas (2004 - 2021)



Fuente: Ministerio de Fomento

La escasa oferta de pisos nuevos generó una demanda insatisfecha. Una pequeña parte compró el mismo producto, con una fecha de entrega posterior a la deseada. No obstante, la mayoría de los interesados se dirigió al mercado de segunda mano y se conformó con una vivienda de características distintas a las inicialmente pretendidas.

**2) Un análisis por comunidades autónomas: el efecto rebote**

El análisis de las transacciones de 2021 muestra claramente la existencia de un efecto rebote (véanse las figuras 5 y 6). Baleares y Canarias, las dos comunidades donde más disminuyeron las ventas en 2020, fueron las que más las aumentaron en el pasado ejercicio. En una y otra lo hicieron en un 52,9% y 43,6%, respectivamente, siendo ambos porcentajes significativamente superiores a la media nacional (38,3%).

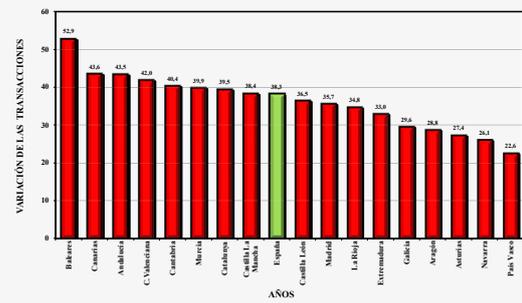
Las siete autonomías donde más crecieron las ventas tuvieron una característica en común: una apreciable demanda residencial turística. El grupo estuvo integrado por los dos archipiélagos, las cuatro comunidades bañadas por el Mediterráneo y Cantabria, siendo la última la demarcación del Cantábrico donde las segundas residencias poseen una mayor cuota de mercado.

En el pasado ejercicio, las principales causas del gran aumento de las ventas de viviendas de temporada fueron la eliminación de las restricciones a los desplazamientos, la reducción de la incertidumbre sanitaria y el escaso volumen de transacciones del año anterior.

En cualquier municipio, la demanda actual de segundas residencias está estrechamente relacionada con el número de turistas recibidos durante la pasada década. Por regla general, las familias que adquieren una de ellas han visitado la localidad donde se ubica una o más veces en los últimos años. Incluso, algunas la compran después de pasar las vacaciones de verano en la localidad. Por dicho motivo, las ventas son sumamente estacionales, siendo su período álgido el comprendido entre mayo y septiembre.

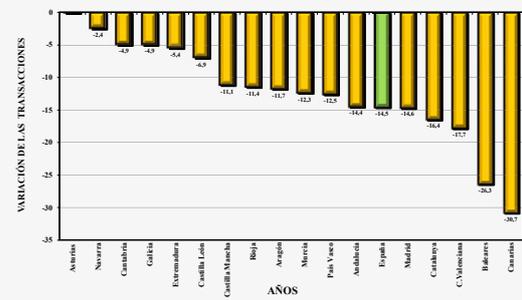
Para entender las repercusiones de la COVID - 19 sobre el mercado residencial es imprescindible analizar conjuntamente los años 2020 y 21 (véase la figura 7), pues la tendencia advertida en cada uno de ellos tuvo un carácter divergente. Sus principales efectos fueron los siguientes:

Figura 5. Variación anual de las transacciones por comunidades autónomas (2021)



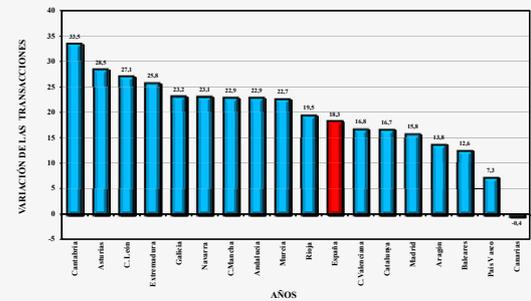
Fuente: Elaboración propia con datos del ministerio de fomento

Figura 6. Variación anual de las transacciones por comunidades autónomas (2020)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

Figura 7. Variación de las transacciones por comunidades autónomas (2021 - 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento



### a) Las transacciones aumentaron en todas las autonomías, excepto en Canarias

En 2021 emergió un *boom* inmobiliario; en cambio, en 2019 hubo una suave desaceleración del mercado residencial, Por ambos motivos, las ventas en el primer año fueron un 18,2% superiores a las del segundo.

Las consecuencias fueron un aumento de las transacciones en 16 de las 17 comunidades. La excepción la constituyó Canarias, donde las transacciones únicamente bajaron un 0,4%. Dos fueron los motivos: un pésimo resultado en 2020 (disminución de las ventas del 30,7%) y una pérdida del atractivo de la autonomía para los visitantes nacionales e internacionales.

### b) Las ventas crecieron más en la España vaciada y menos poblada que en la más habitada

En las siete autonomías donde aumentaron en mayor medida las transacciones no había ninguna ciudad que superara los 300.000 habitantes y solo seis excedían de los 200.000. El grupo estaba formado por Cantabria, Asturias, Castilla y León, Extremadura, Galicia, Navarra y Castilla - La Mancha. En ellas, únicamente vive el 22,7% de la población española.

Entre las comunidades que integran la España vaciada, la única ausente era Aragón. En la última, las ventas aumentaron un 13,8% y lo hicieron por debajo de la media nacional (18,3%). El motivo es la gran ponderación de Zaragoza, la quinta ciudad por número de habitantes de España, en las operaciones inmobiliarias efectuadas en la autonomía (45%). Una característica que no posee ninguna de las anteriores demarcaciones.

Las principales causas del mejor comportamiento residencial de la España vaciada y menos poblada fueron una gran demanda embalsada, una elevada oferta de vivienda asequible y el aumento de las adquisiciones efectuadas en ella por la población residente en las principales capitales del país y su periferia próxima.

En el período 2014 - 2019, la recuperación del mercado residencial tuvo un carácter dual, pues fue notoria en la mayoría de las urbes más pobladas del país y escasamente relevante en casi todas las ciudades de menos de 300.000 habitantes. Por tanto, en las segundas creó una gran demanda embalsada. En los dos últimos años, las nuevas necesidades inmobiliarias generadas por la COVID - 19, el ahorro acumulado durante la pandemia y una superior estabilidad laboral la han transformado parcialmente en real.

En la indicada etapa, la escasa demanda existente en las siete anteriores autonomías configuró una gran bolsa de viviendas cuyo precio no excedía de los 150.000 €. En agosto de 2022, según el portal inmobiliario Idealista, su cuota de mercado sigue siendo elevada, pues supone respectivamente en Ciudad Real, Orense, Valladolid, Gijón y Santander el 67,3%, 56,1%, 45,1%, 40,7% y 36,1% de los pisos pendientes de venta.

Indudablemente, una accesibilidad favorecida por la elevada subida del salario mínimo (desde 735,9 € en 2018 a 1.000 € en 2022), una gran creación de ocupación entre los menores de 30 años en el pasado año, la conversión de numerosos contratos temporales en indefinidos y de empleos a tiempo parcial a jornada completa.

En algunas familias, la COVID - 19 generó un cambio de preferencias residenciales. Unas abandonaron la gran ciudad y se instalaron en municipios escasamente poblados donde disfrutar permanente-

En las siete autonomías donde aumentaron en mayor medida las transacciones no había ninguna ciudad que superara los 300.000 habitantes.





mente de la naturaleza. Una movilidad permitida por la realización del teletrabajo o la jubilación desde hace años de los dos miembros de la pareja.

Otras vieron una utilidad a las segundas residencias mayor de la contemplada hasta el momento y decidieron adquirir una en algún pueblo del interior o en una localidad tranquila de la costa del Cantábrico. Los principales motivos fueron una próxima jubilación, las ventajas de residir en ellos si llega una nueva pandemia y una histórica vinculación familiar con el municipio.

El cambio de preferencias residenciales queda acreditado por el saldo de migraciones entre autonomías (véase la figura 8). Por dicho motivo, en 2020 y 2021 cedió población una sustancial parte de la España más poblada y la recibió la menos habitada. Entre las primeras destacan Madrid, Catalunya, Baleares y País Vasco, entre las segundas lo hacen Castilla - La Mancha, Galicia, Castilla - León y Cantabria.

Una evolución sorprendente, si comparamos las anteriores cifras con las del período 2008 - 2019 (véase la figura 9). En dicha etapa, las comunidades que ganaron población, especialmente en términos proporcionales, fueron Madrid, Baleares, País Vasco y Navarra. En cambio, en 2020 y 2021 las tres primeras están entre las mayores cedentes. En los dos períodos, la tendencia contraria a la de las anteriores comunidades fue la observada en Castilla - La Mancha, Castilla y León, Extremadura y Asturias.

**c) La recuperación de la demanda residencial turística tuvo un carácter parcial**

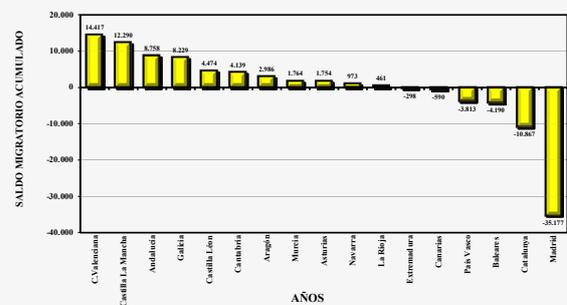
En el conjunto del período, una caída de las transacciones o un aumento inferior a la media nacional solo se observó en Canarias, País Vasco, Baleares, Aragón, Madrid, Catalunya y Comunidad Valenciana. De la anterior lista, forman parte 7 de las 10 ciudades más pobladas del país y 4 de las 5 autonomías donde más elevada es la demanda de segundas residencias, siendo Andalucía la ausente.

Unos datos que permiten extraer dos conclusiones: la recuperación inmobiliaria no estuvo liderada por las grandes urbes y el aumento de las compras en las localidades turísticas fue inferior al esperado.

No obstante, en unas y otras en el pasado ejercicio incrementaron sustancialmente las transacciones.

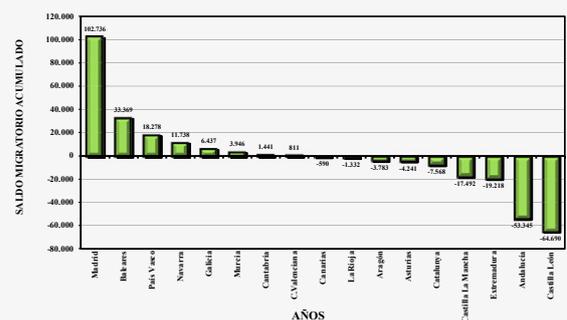
A las segundas, le afectaron negativamente el escaso turismo extranjero y las dudas de numerosas familias sobre las características del activo a adquirir y especialmente sobre su ubicación. Una indecisión que en numerosas ocasiones hace más largo el período

Figura 8. Saldo migratorio acumulado interautonómico (2020 - 2021)



Fuente: INE

Figura 9. Saldo migratorio acumulado interautonómico (2008 - 2019)



Fuente: INE

de maduración de la compra de una segunda residencia en la costa que la de una primera en una gran ciudad. Ambos motivos hicieron que la recuperación de las ventas de viviendas de playa fuera únicamente parcial y en 2022 auguran una muy vigorosa.

### 3) Un análisis por municipios: el triunfo de las ciudades pequeñas

Para efectuar un análisis de las transacciones de viviendas por municipios, se han examinado los datos aportados por el Ministerio de Fomento de las 200 urbes inmobiliariamente más relevantes del país. Entre ellas están todas las que poseen más de 50.000 habitantes, las principales ciudades turísticas costeras y las dos más importantes de montaña.

El análisis se ha dividido en cuatro partes. El principal criterio ha sido la población. No obstante, se ha establecido una categoría especial para las localidades donde las transacciones de segundas residencias generalmente poseen una cuota igual o superior al 25%. Los distintos grupos están formados por las grandes capitales (más de 1 millón de habitantes), las medianas (entre 200.000 y 999.000), las pequeñas (50.000 - 199.999) y los municipios turísticos.

Las conclusiones más destacadas son las siguientes:

#### a) Barcelona y Madrid no lideraron la recuperación de las ventas

En 2021, las operaciones inmobiliarias en ambas metrópolis aumentaron más que la media nacional (46,9% y 42,6% versus 38,3%). En la clasificación de las 200 ciudades, ocuparon las posiciones 61º y 79º (véase el cuadro 1\*) y se situaron en el 3º y 4º lugar entre las 12 cuya población supera los 300.000 habitantes (véase la figura 10).

A pesar de ello, su evolución en el pasado ejercicio merece la calificación de decepcionante, pues no lideraron la recuperación inmobiliaria, sino solo la acompañaron.

A diferencia de lo que generalmente sucedía después de una recesión, en 2021 ninguna de las dos urbes actuó como un potente motor del mercado residencial.

Un comportamiento comparativamente mediocre basado en el regreso únicamente parcial de la inversión extranjera, una considerable emigración neta hacia otros municipios derivada de la consolidación del teletrabajo, una oferta de vivienda nueva inferior a la de su periferia y un elevado precio de un gran número de sus inmuebles.

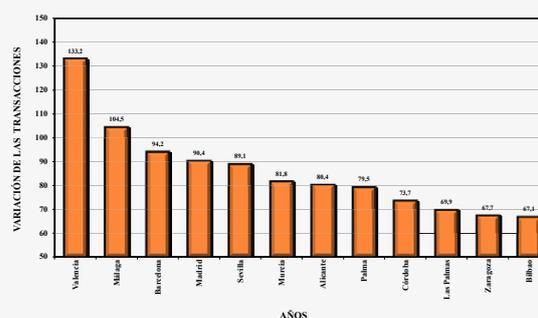
No obstante, con respecto a 2019, en el último año las transacciones en Barcelona y Madrid aumentaron en un 11,1% y 10,5%, respectivamente. Un incremento de las ventas inferior a la media española (18,2%) y a la de la mayoría de los municipios próximos (véanse las figuras 11 y 12). Por eso, las dos están situadas en la parte baja de la lista (posiciones 124 y 127 - véase el cuadro 2\* -). En conclusión, en dicho período ni tan solo lograron clasificarse para la Conference League, siendo dos ciudades del montón.

La explicación a su decepcionante lugar en la clasificación se encuentra en el desplome de las operaciones en 2020 (véase el cuadro 3\*) y en un comparativamente moderado efecto rebote en 2021. Hace dos años, las transacciones en la capital del país y en la

catalana disminuyeron en un 22,6% y 24,2%, respectivamente, y lo hicieron bastante más que la media nacional (14,5%).

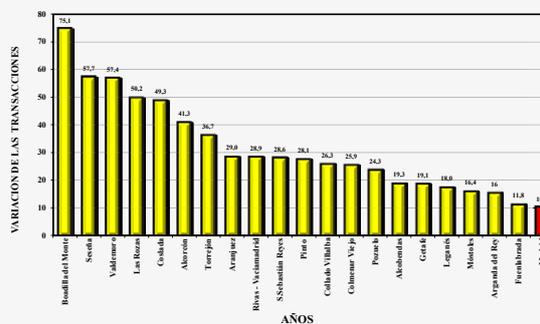
En los distintos períodos analizados, las dos ciudades muestran una evolución similar. Por tanto, se sitúan una cerca de la otra en las

Figura 10. Incremento de las transacciones en los municipios de más de 300.000 habitantes (2021)



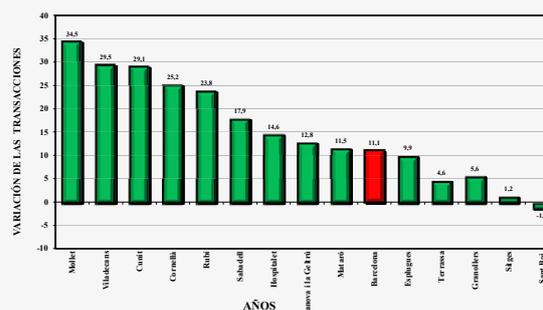
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

Figura 11. Incremento de las transacciones en Madrid y sus proximidades (2021 - 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

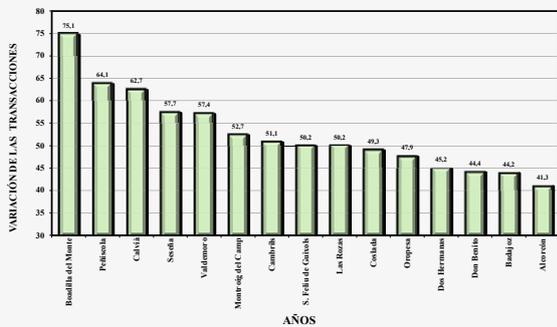
Figura 12. Variación de las transacciones en Barcelona y sus alrededores (2021 - 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

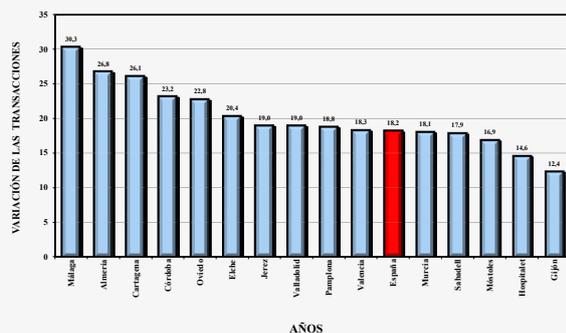


Figura 13. Municipios con mayor incremento de las transacciones (2021 - 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

Figura 14. Ciudades medianas con mayor aumento de las ventas (2021 - 2019)



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

tres clasificaciones confeccionadas (véanse los cuadros 1, 2 y 3\*). Unos datos que desmienten claramente que entre 2019 y 2021 el mercado residencial de la ciudad de Madrid tuviera un mejor comportamiento que el de Barcelona, tal y como sostienen la mayoría de los analistas inmobiliarios.

En cambio, si existe una gran diferencia entre sus periferias. Entre 2019 y 2021, de las 10 ciudades con mejor evolución de las ventas (véase la figura 13), 5 estaban ubicadas en las proximidades de la capital de España (Boadilla del Monte, Seseña, Valdemoro, Las Rozas y Coslada) y ninguna se situaba cerca de la Ciudad Condal. Para encontrar una (Mollet del Vallès) había que descender hasta la posición número 28.

Una disparidad derivada de una mayor oferta de vivienda nueva en los alrededores de Madrid y en menor medida de unas mejores condiciones hipotecarias ofrecidas por las entidades financieras. La primera es el resultado de las mayores facilidades concedidas por las autoridades autonómicas y locales a las empresas promotoras, así como de la superior disponibilidad de suelo urbano.

La segunda proviene de los objetivos regionales marcados por la dirección de numerosos bancos, especialmente las de los más pequeños. En los últimos dos años, planearon incrementar más su volumen de negocio en la provincia de Madrid que en la de Barcelona. Para conseguir dicha meta, un mayor aumento de la concesión de hipotecas constituía un instrumento imprescindible, pues es el producto bancario que más vincula a un cliente con una entidad.

**b) Las ciudades medianas lo hacen peor que la media nacional**

Entre 2019 y 2021, Málaga encabezó la clasificación de las ciudades medianas (véase la figura 14) y se convirtió en la urbe de más de 200.000 habitantes donde más crecieron las ventas (30,3% - véase el cuadro 2\* -). En 2020, las transacciones en ella disminuyeron un poco menos que la media nacional (13% versus 14,5% - véase el cuadro 3\* -) y en el pasado ejercicio aumentaron bastante más (49,7% respecto a 38,3% - véase el cuadro 1\* -).

\*Véanse los cuadros del Anexo (págs. 52 a 57)

Su éxito inmobiliario constituye una consecuencia del económico, generado por la unión de los políticos locales y la sociedad civil en torno a un proyecto estratégico de transformación de la ciudad. En las dos últimas décadas, Málaga ha efectuado una gran metamorfosis, obtenido una considerable relevancia turística, atraído a diversas multinacionales tecnológicas y seducido a numerosos inversores del mercado residencial.

Una combinación de factores generadora de un elevado aumento de la demanda de viviendas por parte de los malagueños, el resto de los españoles y los foráneos. Una tendencia que se prolongará durante los próximos ejercicios, pues será una de las urbes españolas con mayor crecimiento de la actividad empresarial y una de las más beneficiadas por la progresiva extensión del teletrabajo en las compañías europeas.

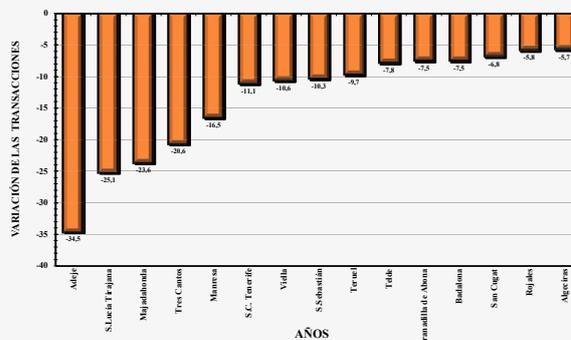
Si Málaga representó la cara de la moneda, Santa Cruz de Tenerife personificó la cruz. En los dos últimos años, la última ocupó el farolillo rojo en la clasificación de las ciudades medianas, al disminuir en ella las transacciones un 11,1%. Una reducción que no constituyó un problema específico de la ciudad, sino uno general de la comunidad autónoma.

En dicho período, 5 de las 11 urbes con peor evolución inmobiliaria pertenecían al archipiélago y eran importantes municipios turísticos. Además de la anterior capital provincial, la lista estaba compuesta por Adeje, Santa Lucía de Tirajana, Telde y Granadilla de Abona (véase la figura 15). Una negativa coyuntura de la que no se salvaba su localidad más poblada, pues tenía el dudoso honor de ser la ciudad de más de 300.000 habitantes donde más disminuyeron las operaciones inmobiliarias.

La pandemia no explica únicamente su ubicación en la cola de la clasificación, pues sus resultados relativos han sido deficientes durante los últimos 14 años. Entre 2007 y 2021, Las Palmas fue la ciudad mediana donde más se redujeron las ventas (- 44,3%), siendo el descenso aún más notorio en Arrecife (-59,3%), Telde (56,6%) o Santa Lucía de Tirajana (56,1%).

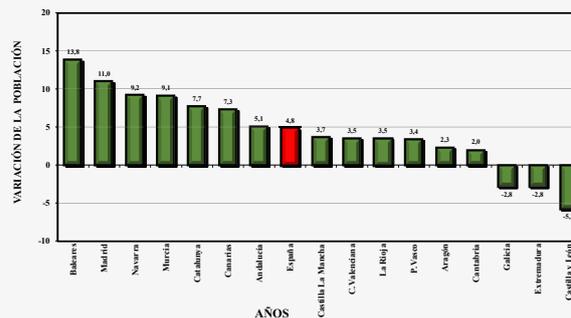
Una coyuntura que no estuvo basada en una reducción del número de habitantes o un gran envejecimiento de su población. En el período señalado, el crecimiento demográfico superó al de la media nacional (7,3% versus 4,8% - véase la figura 16) y en 2021 Canarias

Figura 15. Municipios con mayor descenso de las transacciones (2021 - 2019)

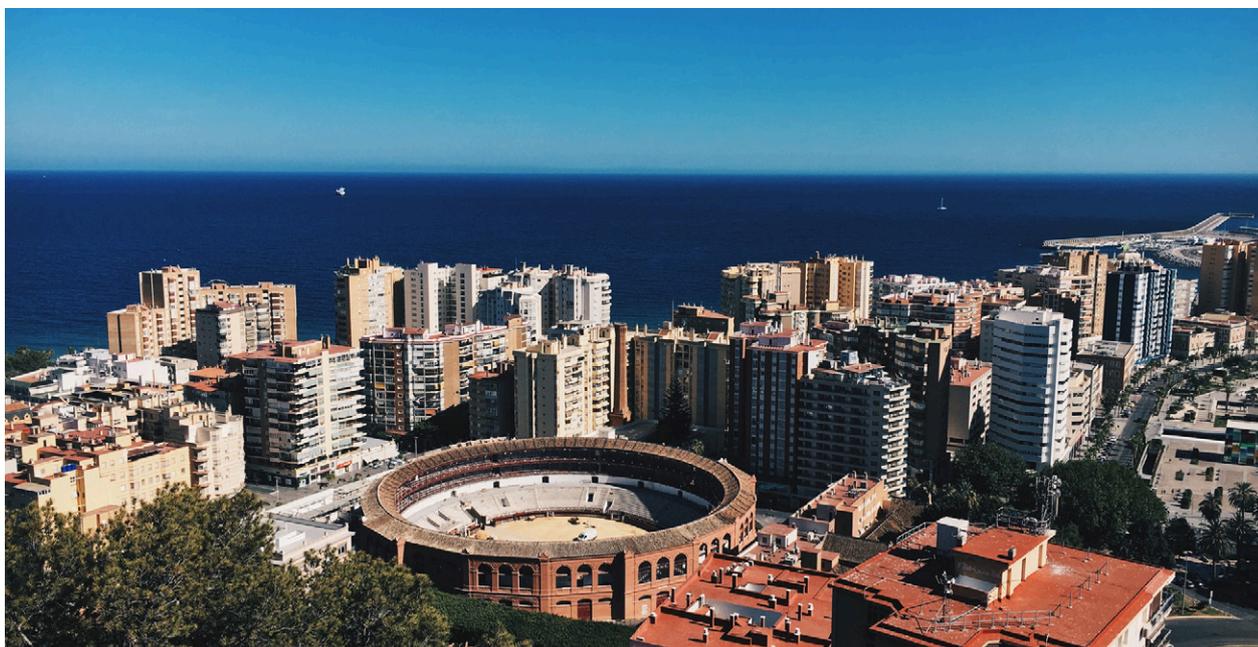


Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Fomento

Figura 16. Variación de la población en las comunidades autónomas (2021 - 2007)



Fuente: INE





Existió una correlación inversa entre los años 2020 y 2021. Así, las ciudades donde más disminuyeron las ventas en el primero, fueron las que más las aumentaron en el segundo, y viceversa.

ocupó el tercer puesto entre las autonomías con menor edad media de sus residentes.

Las principales causas del declive inmobiliario del archipiélago probablemente sean una reducida renta per cápita, un elevado nivel de desempleo, una tasa de conversión relativamente baja de los turistas en compradores de viviendas, unas insuficientes conexiones aéreas con el continente europeo y unas deficientes campañas publicitarias en los países que lo integran.

En su conjunto, en los dos últimos años, las ciudades medianas tuvieron un papel similar al desarrollado por las grandes. De las 28 urbes que componen el grupo, únicamente 10 superaron el incremento promedio de las transacciones (véase la figura 14). De ellas, 7 poseen entre 200.000 y 299.000 habitantes. Por tanto, las menos pobladas tuvieron más éxito que las más habitadas.

En general, existió una correlación inversa entre los años 2020 y 2021. Así, las ciudades donde más disminuyeron las ventas en el primero, fueron las que más las aumentaron en el segundo, y viceversa. Las principales excepciones las constituyeron Zaragoza, La Coruña y Cartagena. En las iniciales, la salvedad tiene un carácter negativo, pues en ambos ejercicios evolucionaron peor que la media nacional y, en la última, positivo.

### c) Las ciudades pequeñas: las estrellas del mercado

En los dos años de pandemia, entre los 30 municipios con mejor evolución de las ventas había 16 con una población entre los 50.000 y 199.000 habitantes y 14 cuya característica principal es una gran demanda residencial turística (véase el cuadro 2\*).

En la anterior clasificación, las autonomías con más municipios representados eran Catalunya (7), Madrid (6) y Comunidad Valenciana (5). En la primera, en todas las localidades, excepto en Mollet del Vallès, el turismo constituía su principal actividad económica y ninguna de ellas se situaba en la periferia de Barcelona. La mitad formaban parte de la provincia de Girona y la otra de Tarragona.

En dicha lista, Madrid debería figurar con dos ciudades adicionales, pues Seseña (Toledo) y Guadalajara se beneficiaron del efecto expulsión generado en la capital de España. Los principales motivos del éxito de las 8 fueron un cambio de preferencias de la demanda, la mayor disponibilidad de obra nueva y unos precios inferiores a los de la metrópoli.

Entre las de la Comunidad Valenciana, destacaron por su singularidad Alzira y Alcoy. Ninguna de las dos está próxima al mar y en ambas las actividades industriales y logísticas tienen una mayor participación en su PIB que en el nacional. Los adquirentes de viviendas fueron parejas y familias que residen en ellas desde hace años, pues en los dos últimos ejercicios no existió un significativo incremento de la inmigración. Tampoco de la procedente de Valencia y Alicante, respectivamente.

Su éxito inmobiliario viene explicado por el aumento de la ocupación, una superior estabilidad laboral de los trabajadores, una gran demanda embalsada de vivienda y unos precios comparativamente reducidos de los pisos. En agosto de 2022, en Alcoy y Alzira, el precio del 59,6% y 48,5% de los pisos ofertados no excedía de los 100.000 €. Debido a los anteriores motivos, pero especialmente al último, el gran impulsor de las transacciones fueron las compras efectuadas por los jóvenes (menores de 40 años).

\*Véanse los cuadros del Anexo (págs. 52 a 57)

En la clasificación, Extremadura constituye la sorpresa positiva. En la lista de las 200 principales ciudades inmobiliarias del país, solo posee 4 representantes. No obstante, en los dos últimos años, Don Benito, Badajoz y Mérida se situaron entre las 30 con mejor evolución de las ventas.

Los motivos eran muy similares a los observados en Alcoy y Alzira, pues en las tres la vivienda es relativamente barata y el turismo tiene una escasa importancia. Las principales diferencias con las dos anteriores consistieron en una mayor ponderación de la actividad agrícola y ganadera en Don Benito y la administrativa en Mérida.

**d) Los municipios turísticos: buenas y malas noticias**

En 2020, los municipios turísticos fueron los principales damnificados por la reducción de las ventas de inmuebles. Entre las 30 urbes con peor evolución, en 17 las segundas residencias tenían una elevada cuota de mercado. De ellas, 7 estaban entre las 10 donde más habían disminuido las transacciones (véase el cuadro 3\*).

Por el contrario, entre las 30 mejores solo 5 tenían las anteriores características. El éxito de la mayoría estuvo basado en el elevado número de viviendas nuevas escrituradas, pues la mayoría habían sido vendidas sobre plano en 2018 y 2019. Las restricciones a los desplazamientos, la gran incertidumbre sanitaria y su carácter complementario de las residencias principales lastraron las ventas de los apartamentos usados.

Sin embargo, en 2021 el efecto rebote las convirtió en las grandes protagonistas del mercado de la vivienda. Entre las 30 ciudades de más éxito, 22 tenían una gran demanda residencial turística. Por el contrario, de las tres decenas con peores resultados, solo 5 habitualmente la poseían, perteneciendo 3 de ellas a las Islas Canarias (Santa Lucía de Tirajana, Arrecife y San Cristóbal de la Laguna).

En los dos años de la pandemia, el balance es más equilibrado. Entre las 30 mejores y peores hay 13 y 10 urbes turísticas, respectivamente. Todas las primeras bañan el Mar Mediterráneo. En cambio, 4 de las 5 con mayor descenso de las ventas lo hace el Océano Atlántico, pues están situadas en el archipiélago canario. La otra es Viella, cuya principal actividad es el turismo de montaña y esquí.

**B) EL DILEMA EN LA FINANCIACIÓN DE LA VIVIENDA**

**1) La hipoteca: ¿a tipo fijo o variable?**

**a) El BCE incentiva la concesión de préstamos**

En la última década, el BCE ha efectuado una política monetaria muy expansiva y suministrado más liquidez que nunca a las entidades financieras. Sus objetivos han consistido en el aumento del PIB de la Zona Euro, la disminución de los intereses sufragados por los Tesoros nacionales, evitar la deflación y alcanzar un IPC próximo al 2%, siendo el último nivel el considerado óptimo por el banco central.

Sus actuaciones más destacadas han sido la adquisición de deuda en el mercado secundario y el establecimiento de los tipos de interés más bajos desde el nacimiento de la eurozona. El 9 de marzo de 2015, el BCE inició la compra de bonos públicos y el 16 del mismo mes de 2016 llevó su tipo principal al 0%. No obstante, éste ya era muy reducido desde el 11 de julio de 2012, pues en dicha fecha bajó por primera vez del 1%.

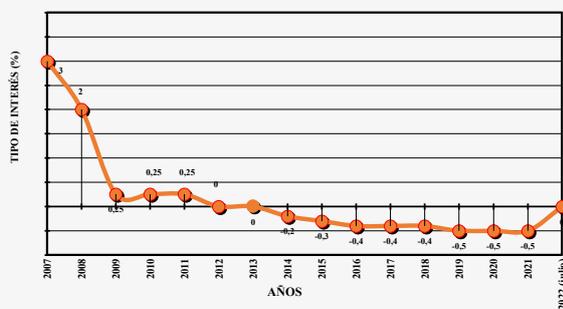
Para incentivar la concesión de préstamos, el 12 de septiembre de 2019 el BCE fijó el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito en un -0,5% (véase la figura 17). Por norma, la anterior variable establece la remuneración que los bancos reciben por el capital depositado en él. No obstante, de manera insólita, desde la anterior fecha hasta el 27 de julio de 2022, no cobraron nada por sus imposiciones, sino pagaron por realizarlas.

El anterior tipo explica por qué en enero de 2021 la media mensual del Euríbor a 1 año alcanzó su mínimo histórico y se situó en un -0,502% (véase la figura 18). A diferencia de los particulares, los bancos no pueden poner su dinero debajo del colchón. Las principales alternativas a las que destinan su liquidez son los préstamos a familias y empresas, la adquisición de deuda, la concesión de crédito a otros bancos y su depósito en el BCE.

En el reciente pasado, la escasa demanda de crédito de los particulares y los bajos tipos de interés de la deuda generaron un gran desequilibrio en el mercado interbancario. Un elevado número de entidades tenía exceso de liquidez y solo unas pocas la necesidad de obtenerla. Una situación de la que las últimas sacaron un buen rédito.

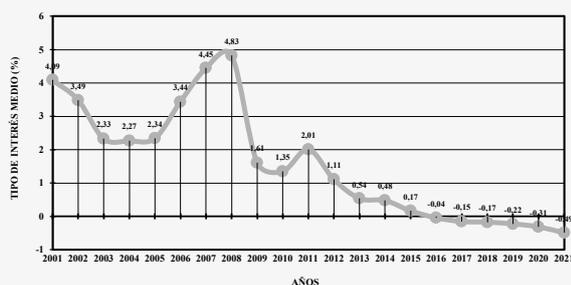
**En la última década, el BCE ha efectuado una política monetaria muy expansiva y suministrado más liquidez que nunca a las entidades financieras.**

Figura 17. Tipo de interés de la facilidad marginal de depósito del BCE (2007 - 2022)\*



Fuente: BCE  
\*diciembre

Figura 18. Euríbor a un año (media anual) (1999 - 2021)



Fuente: Banco de España

\*Véanse los cuadros del Anexo (págs. 52 a 57)

Los bancos prestatarios no les ofrecieron a los prestamistas pagarles ningún tipo de interés, sino simplemente cobrarles menos que el BCE. Entre septiembre de 2020 y enero del 2022, los primeros se conformaron con percibir por cada euro recibido más de un 0,4% y menos de un 0,51% anual, siendo ambos los valores entre los que se movió el Euríbor a un año. Una anomalía histórica que finalizó cuando unos y otros descontaron en mayo el cambio de signo de la política monetaria del banco central y la subida en julio de sus tipos de interés.

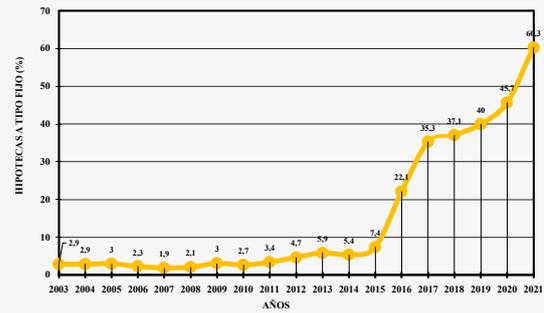
La anterior coyuntura financiera favoreció notablemente a las familias con una hipoteca a tipo de interés variable desde hace muchos años, pues unas pocas sufragaron uno nulo y la inmensa mayoría pagó menos del 1%. Por primera vez, apareció una oferta competitiva de préstamos a tipo fijo y el resultado fue un elevado crecimiento de su cuota de mercado. Entre 2015 y 2021, su porcentaje en los nuevos créditos pasó del 8,6% al 60,3% (véase la figura 19).

En el pasado ejercicio, el dominio del mercado hipotecario por parte de dichos préstamos tuvo su explicación en el mayor margen de beneficio por euro prestado proporcionado a los bancos, la extensión de su período de amortización hasta los 30 años y el escaso coste de la cobertura de los riesgos que suponía su concesión. En otras palabras, apareció el arco iris, pues la opción más beneficiosa para las entidades también lo era para las familias.

#### b) ¿Continúo con la actual hipoteca o me cambio a una a tipo fijo?

En el período de un año, la preocupación del BCE por una escasa inflación se ha transformado en otra por una excesiva subida de los precios de los bienes. Una rápida recuperación económica, un deficiente funcionamiento de la cadena logística mundial y el elevado aumento del precio de las materias primas por la guerra entre Rusia y Ucrania han llevado en julio al IPC de la Zona Euro al 8,9%, siendo dicho nivel su máximo histórico.

Figura 19. Hipotecas a tipo fijo (%) (2003 - 2021)



Fuente: INE

En dicho mes, ante la persistencia de la elevada inflación, el BCE finalizó su programa de compra de deuda y procedió a aumentar sus tres tipos de interés en un 0,5%. Ante el nuevo contexto financiero, las familias con una hipoteca a tipo fijo están muy tranquilas, pues la subida del Euríbor a 1 año no tendrá ninguna repercusión sobre sus finanzas. En cambio, las que están endeudadas a tipo variable, tienen un difícil dilema a resolver: ¿continúo con la actual o me cambio a una hipoteca a tipo fijo?

Los segundos hogares deben adoptar una rápida decisión, pues el tiempo corre en su contra. Las expectativas de subidas de tipos de interés por parte del BCE están encareciendo las hipotecas de cuota constante al aumentar el precio de sus coberturas. En la actualidad, un gran número de familias aún puede conseguir un tipo fijo del 2%. No obstante, si esperan al final del año para tramitar el cambio, muy probablemente hayan de conformarse con obtener una por la que paguen anualmente un mínimo del 2,5%.

Hagan lo que hagan, no tendrán la completa seguridad de haber adoptado una buena decisión, pues nadie es capaz de estimar con





Los tipos de interés de las hipotecas fijas han aumentado desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania y es muy probable que su ritmo de subida se acelere en los próximos meses.

precisión la evolución del Euríbor a 1 año en los próximos 20, 25 o 30 años. No obstante, lo acontecido en el pasado nos proporciona algunos importantes indicios de lo que puede suceder en el futuro, aunque difícilmente en el segundo período se suele repetir fielmente lo observado en el primero.

Entre 1999 y 2021, el promedio del anterior índice se situó en un 1,79%. No obstante, éste es un dato fácilmente malinterpretarle, pues entre enero de 2009 y el pasado año el Euríbor a 1 año alcanzó valores excepcionalmente reducidos. Los culpables fueron la crisis de las hipotecas *subprime* y la generada por la COVID - 19, así como el escaso aumento del PIB generado por la aplicación de las políticas de austeridad. En un período más estable, como el comprendido entre el nacimiento del euro y 2007, la media de dicho índice ascendió a un 3,38%.

En el primer caso, si las condiciones hipotecarias equivalieran a Euríbor a 1 año + 1%, el prestatario pagaría un tipo de interés promedio del 2,79%. En el segundo, bastante más probable que el anterior, abonaría un 3,88%. Ambos claramente más elevados que el 2% fijo al que numerosas familias aún pueden acceder en la actualidad.

Si a la hipoteca le restaran 20 años de vida y la deuda pendiente fuera de 100.000 €, las tres alternativas expuestas supondrían un desembolso en concepto de intereses de 30.544,57 €, 50.285,65 € y 21.412 €, respectivamente. Por tanto, la tercera generaría un ahorro equivalente a 9.132,57 y 28.873,6 € respecto a la primera y segunda. Unas cuantías que disminuirían escasamente, si el prestatario para lograr el tipo de interés deseado necesitara trasladar su préstamo a otra entidad, pues el coste de la subrogación es el de la tasación de la vivienda.

Indudablemente, el ahorro obtenido es inferior si a la hipoteca le quedan pocos años de vida y la deuda pendiente de amortizar es de escasa cuantía. Así, por ejemplo, si la primera variable se sitúa en 5 anualidades, la segunda alcanza los 30.000 €, el prestatario cambia de entidad financiera y la tasación tiene un coste de 400 €, el descuento en los intereses pagados alcanza los 225,97 € y 1.509,36 €, respectivamente.

### c) Conclusiones

En definitiva, en el próximo futuro el Euríbor a 1 año solo puede subir, pues un valor negativo del índice de manera ininterrumpida entre el 9 de febrero de 2016 y el 11 de abril de 2022 constituye una gran excepción a la regla. Por dicho motivo, la recomendación a casi todos los que tengan una hipoteca a tipo variable es que la sustituyan por una fija.

Dado que la mayoría de los bancos ofrece mejores condiciones a los nuevos clientes que a los antiguos, pues están más interesados en su captación que en su fidelización, es aconsejable que recurran a las plataformas digitales de hipotecas para conocer de forma gratuita las ofertas más interesantes del mercado. En muy pocos días, las tendrán sin estar obligados a realizar desplazamiento alguno.

Finalmente, sugerir que tomen rápido la decisión, pues los tipos de interés de las hipotecas fijas han aumentado desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania y es muy probable que su ritmo de subida se acelere en los próximos meses. Si así sucede, un tipo del 2%, aún factible en la actualidad, será para la mayoría imposible de obtener en diciembre. En dicha fecha, no sería de extrañar que casi ningún banco ofreciera uno inferior al 2,5%.

## C) LA INVERSIÓN EN EL MERCADO RESIDENCIAL: PRINCIPALES CLAVES

### 1) ¿Es la vivienda un activo refugio contra la inflación?

#### a) Una coyuntura normal

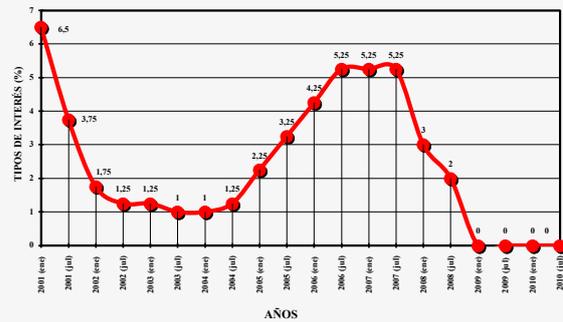
En una coyuntura normal de un país desarrollado, un elevado aumento de la inflación perjudica notablemente al mercado de compraventa de viviendas. Cuando así sucede, en el siguiente ejercicio generalmente las transacciones disminuyen, el precio se reduce o, en el mejor de los casos, aumenta en una cuantía sustancialmente inferior a la de los años anteriores.

No obstante, el culpable directo de las negativas noticias sobre el mercado residencial no es el incremento del IPC, sino un importante aumento del tipo de interés del banco central. Dicha variable hace el papel del malo de la película y acaba con la felicidad inmobiliaria, ya sea la generada por un *boom* (un largo período de expansión) o por la creación de una burbuja.

En numerosas ocasiones, el aumento del tipo de interés constituye una medida necesaria para impedir la conversión de una inflación temporal en permanente, una considerable depreciación de la moneda nacional o una larga recesión económica. Si las subidas se realizan en el momento oportuno, sus negativos efectos únicamente supondrán un mal menor.

No obstante, si aquéllas se efectúan demasiado tarde o se suceden rápidamente una tras otra, pueden tener graves consecuencias. En lugar de desinflar las burbujas, es posible que las hagan estallar. Es lo que ocurrió en EE. UU. y Japón en el tercer trimestre de 2006 y el cuarto de 1991, respectivamente (véanse las figuras 20 y 21). En el primer país, el tipo de interés subió entre junio de 2003 y 06 del 1% al 5,25%; en el segundo, entre mayo de 1989 y octubre de 1990, lo hizo del 2,5% al 6%.

Figura 20. Tipo de interés de la Reserva Federal (Enero 2001 - Diciembre 2010)



Fuente: Reserva Federal

Figura 21. Tipo de interés del banco de Japón (Enero 1986 - Diciembre 1995)



Fuente: Banco de Japón



minución de las transacciones. La primera porque disminuye la capacidad de endeudamiento de los hogares e impide a muchos de ellos pagar los precios establecidos por los promotores o propietarios de los inmuebles. La segunda hace más improbable dar el pase, pues dificulta encontrar un interesado que esté dispuesto a pagar por una vivienda un precio significativamente superior al recientemente abonado.

Así, por ejemplo, si el tipo de interés a sufragar para obtener un préstamo a 30 años aumenta del 2% al 5%, la reducción de la capacidad de endeudamiento del prestatario será de 88.840 €, si éste pretende dedicar 1.050 € mensuales (el 35% de sus ingresos) al pago de la cuota hipotecaria. Indudablemente, el resultado más probable es un exceso de oferta de carácter temporal y una disminución del precio de la vivienda.

No obstante, a dicha caída también contribuirá el traslado a la renta fija de una parte de la cartera inmobiliaria de los hogares y las empresas, pues la rentabilidad nominal y real ofrecida por aquella será superior a la media proporcionada por el alquiler de las viviendas en las grandes urbes. Una situación muy probable de observar si el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años iguala o excede el 5%.

Un elevado aumento de la inflación perjudica a los propietarios, pues el incremento del tipo de interés provoca una reducción del valor de mercado de sus viviendas o una subida inferior a la de los años precedentes. Sin embargo, en los pisos con contrato de arrendamiento en vigor, la rentabilidad real proporcionada por el alquiler permanece inalterada, si el casero repercute íntegramente sobre el arrendatario el incremento del IPC. Una cláusula que está presente en casi todos los contratos.

Si la vivienda está desocupada, por haberla abandonado el inquilino antes de la finalización del contrato o porque éste ha terminado, un gran aumento del nivel de precios conlleva una reducción de la rentabilidad real proporcionada por el arrendamiento. El motivo está en la disminución del número de interesados en el piso y en la reducción de su disponibilidad económica. Una combinación que hace muy difícil encontrar un inquilino dispuesto a abonar al propietario el alza completa del IPC.

El aumento del desempleo y una subida salarial inferior a la inflación reducen en términos reales la capacidad de pago de los inquilinos. El primer factor disminuye el número de jóvenes que se independiza de su familia, aumenta el de los que vuelven a la vivienda de sus padres y el de los que pasan de tener un piso para ellos y su pareja a compartirlo con otros.

El segundo obliga a los arrendatarios a ajustarse el cinturón, siendo una de las actuaciones más destacadas el traslado a una vivienda de alquiler más barata.

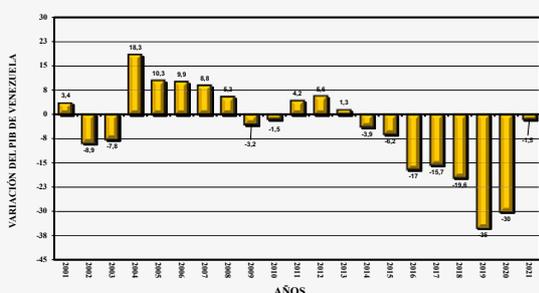
**b) Una coyuntura excepcional**

En algunos países emergentes, a diferencia de los avanzados, es frecuente la conversión de las viviendas de alto *standing* en un refugio contra la inflación. En cambio, las estándar difícilmente tendrán dicha característica. No obstante, no la poseerán ni unas ni otras, si un gran aumento del IPC conduce a la nación a una larga y profunda crisis, como la advertida en Venezuela entre 2014 y 2020 (véase la figura 22).

Los pisos de lujo probablemente tendrán la anterior función si su oferta es escasa, un elevado incremento de la inflación provoca una depreciación de la moneda nacional de mayor magnitud y esta reduce notablemente el valor de mercado en dólares de las acciones de las principales empresas del país, las letras del Tesoro y los bonos del Estado.

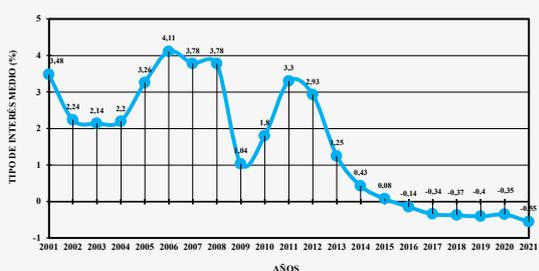
En el anterior caso, las expectativas de nuevas devaluaciones llevarán a las familias más pudientes a trasladar una sustancial parte de su riqueza desde el mercado financiero al inmobiliario y en este realizarán los pagos y cobros en una divisa mucho más prestigiosa que la nacional. Históricamente, es lo que ha sucedido en Argentina donde el peso es la moneda del país, los inmuebles de lujo se valoran en dólares y se pagan y cobran en la última divisa.

Figura 22. Variación del PIB en Venezuela (2001 - 2021)



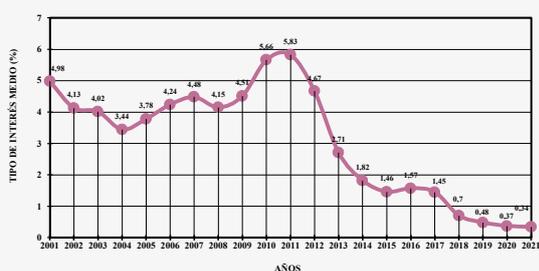
Fuente: FMI

Figura 23. Tipo de interés medio de las letras del tesoro a un año (%) (2002 - 2021)



Fuente: Tesoro público

Figura 24. Tipo de interés medio de los bonos a 10 años (%) (2002 - 2021)



Fuente: Tesoro público



En 2021, las viviendas en España constituyeron un buen refugio contra la inflación, pues el incremento anual promedio de su precio (3,7%) superó al del IPC (3,1%). Una inversión más rentable que las letras del Tesoro a un año y los bonos a 10, pues el tipo de interés medio de las nuevas emisiones ascendió a -0,547% y 0,343%, respectivamente (véanse las figuras 23 y 24).

No obstante, la anterior situación no puede considerarse la regla, sino la excepción. Los motivos fueron dos: la creencia del BCE del carácter temporal de la subida del nivel de precios y las consecuencias menos graves de ésta respecto a las generadas por un elevado aumento de su tipo de interés. Una evaluación inusual provocada por la continuidad de la pandemia y sus negativas repercusiones sobre la actividad económica.

A pesar de lo anterior, sería incorrecto concluir que actualmente la inversión en vivienda en cualquier país desarrollado constituye la panacea. No lo es porque en algunas naciones unos tipos tan bajos durante tanto tiempo han generado una burbuja inmobiliaria y, en otras, han hecho del reciente pasado un mejor momento para especular que el actual.

Desde mi perspectiva, entre los iniciales se encuentran Nueva Zelanda, Austria, Suecia y Canadá. Entre los segundos, EE. UU. y Reino Unido. Si estamos en lo cierto, y en el próximo futuro el tipo de interés en los primeros aumenta en gran medida y lo hace rápidamente, las burbujas explotarán y el precio de los pisos tendrá una elevada caída.

En definitiva, como norma, la vivienda no es un buen refugio contra la inflación, pues cuando sube esta lo hace el tipo de interés y origina una bajada del precio de los pisos o un menor aumento de su valor de mercado. La excepción a la regla la constituyen los inmuebles de alto *standing* en países emergentes en coyunturas muy específicas.

No obstante, de manera extraordinaria, en 2021 los pisos en España sí fueron un activo paraguas. La diferencia entre lo habitual y lo

excepcional la estableció la continuidad de la pandemia, el carácter inicialmente temporal de la subida del IPC y una recuperación económica parcial que aconsejó al BCE demorar la subida de los tipos de interés. Sin embargo, estas llegarán en los próximos ejercicios y, si la inflación continúa siendo elevada, provocarán en un escaso período de tiempo el tránsito del mercado residencial de la expansión al estancamiento o la recesión.

## 2) El nuevo boom inmobiliario: oportunidades y riesgos

### a) Introducción

Desde una perspectiva macroeconómica, la principal oportunidad creada por un boom inmobiliario es un incremento del PIB derivado esencialmente del aumento de la inversión en construcción y la ocupación. El primordial riesgo lo constituye la creación de una burbuja, cuya explosión comporte una disminución de la producción de mayor cuantía que la anterior.

Si la valoración final es positiva o negativa dependerá de las repercusiones generadas por su desaparición. La primera calificación será la correcta si en el mercado residencial el boom es sustituido por un período de estancamiento, caracterizado por una moderada disminución de las ventas y una pequeña reducción en términos reales del precio de la vivienda. En España, un período con características similares a las descritas tuvo lugar entre 1992 y 97.

La segunda nota será la adecuada si se transforma en una colosal burbuja y su estallido genera una elevada reducción de las transacciones y del precio nominal de la vivienda, un gran stock de pisos pendientes de venta y una crisis de solvencia en numerosas entidades financieras. Dos ejemplos de ello fueron las etapas 2008 – 2013 y 1992 – 2005 en España y Japón, respectivamente.

La burbuja “hard” no es la única posible, pues existe otra de carácter “light”. La última surge por una escasa disponibilidad de vivienda nueva durante varios años, pero jamás por una excesiva generosi-

dad de los bancos en la financiación de las compras de inmuebles. En concreto, el elevado incremento del precio de los pisos viene provocado por un considerable aumento de la demanda no correspondido por uno equivalente de la oferta.

En las etapas de formación y dilución, al crecer y menguar moderadamente el número de inmuebles construidos, las consecuencias de la burbuja "light" casi únicamente afectan al mercado residencial. En la primera fase, la actividad económica es ligeramente estimulada y en la segunda levemente afectada, siendo prácticamente equivalentes los beneficios y perjuicios. Por tanto, su efecto sobre el PIB tiene poca relevancia, tanto si es positivo como negativo.

## b) Oportunidades

Para los participantes en el mercado residencial, las principales oportunidades generadas por el nuevo *boom* inmobiliario son las siguientes:

**1) La disminución del riesgo de la actividad promotora.** En pocas ocasiones, la promoción de un edificio ha supuesto tan poco riesgo como en la actualidad, pues casi todas las viviendas iniciadas serán fácilmente vendidas sobre plano. Evidentemente, si el suelo adquirido tiene una aceptable ubicación y el precio de los inmuebles se ajusta a las condiciones de mercado. El terreno edificable no hará falta que esté en una magnífica localización de una gran ciudad, pues será suficiente que su ubicación sea un barrio de clase media – baja de una pequeña.

A diferencia de una década atrás, ahora los promotores disponen de un comodín: el gran número de fondos de inversión que desean adquirir edificios enteros para destinarlos al alquiler (*build to rent*). Dicha disponibilidad permitirá rentabilizar rápidamente la adquisición

de solares urbanos de gran superficie (más de 100 viviendas), pues las ventas realizadas al por mayor no influirán negativamente en la capacidad de absorción del resto de la oferta por la población local.

No obstante, la entrega de una parte o la totalidad de la promoción a un fondo supone el pago de un peaje: un descuento en el importe a abonar. No es fijo, sino variable y depende de la coyuntura económica e inmobiliaria. En tiempos de bonanza, especialmente cuando los tipos de interés de los principales bancos centrales tienen un nivel muy reducido, la oferta de vivienda nueva es escasa y el incremento del precio del alquiler elevado, la rebaja oscila entre un 5% y 10%.

Un importe que incluso puede superar el 35%, si el país está en crisis, los tipos de interés son altos, existe un gran *stock* de pisos sin vender recientemente construidos y la capacidad de pago de los inquilinos es cada vez menor. Una sustancial diferencia en el descuento basada en tres variables: el menor número de competidores en la compra, el mayor riesgo incurrido y el superior coste de financiación de la adquisición.

En el primer caso, el producto recibe la calificación de seguro. Existen muchos fondos, tanto oportunistas como patrimonialistas, cuyo objetivo es la adquisición de inmuebles y casi todos disponen de una gran liquidez, pues poseen una elevada capacidad de endeudamiento. Por tanto, el promotor tiene un considerable poder de negociación y una notoria influencia en el precio acordado. El descuento obtenido equivale al logrado por el típico mayorista.

En el segundo, el activo posee la consideración de alto riesgo. Unos pocos fondos están dispuestos a comprar edificios y muchos de ellos tienen una moderada o escasa capacidad inversora. El carácter de la mayoría es especulativo, pues la elevada incertidumbre aleja del





El pase vuelve a estar de moda. Constituye una actividad inmobiliaria consistente en comprar una vivienda y venderla bastante más cara uno o dos años después.

mercado a los patrimonialistas. Su plan consiste en arrendar los pisos durante unos pocos años, esperar el cambio de coyuntura económica e inmobiliaria y lograr una gran plusvalía por su venta.

Por el contrario, el número de promotores y bancos dispuestos a vendérselos es muy elevado. No obstante, el descuento realizado por estos tiene un límite. Los primeros nunca consentirán poner dinero de su bolsillo y los segundos apuntarse una pérdida. Por tanto, el precio mínimo para unos será el importe de la deuda pendiente con las entidades financieras y, para los otros, su valoración en el activo del balance.

El gran incremento del precio de los materiales de construcción constituye un riesgo bastante limitado, pues puede ser absorbido con facilidad por un aumento del importe de los inmuebles. Una posibilidad derivada del gran exceso actual de demanda de viviendas nuevas, derivado de una escasa oferta y un elevado número de interesados en su adquisición.

En la mayoría de las promociones, el coste de los materiales de construcción supone como máximo un 25% de los ingresos previstos por ventas. Por tanto, si aquellos suben un 40%, su impacto es completamente absorbido por un incremento del 10% del precio de los pisos. Un porcentaje muy probablemente inferior al aumento de 2022.

**2) La compraventa del suelo.** El *boom* inmobiliario atraerá a la promoción de viviendas a emprendedores y empresas de otros sectores. Dicha situación hará que los buenos terrenos edificables tengan muchos pretendientes y los regulares más de uno. Una combinación fruto de una elevada demanda y una escasa oferta, pues en la última década la inmensa mayoría de los ayuntamientos ha recalificado a urbano muy poco suelo agrícola o industrial.

En el mercado residencial, el precio de los terrenos edificables es mucho más volátil que el de las viviendas. En las expansiones aumenta mucho más, pues los promotores están dispuestos a destinar a su compra una parte más elevada del precio obtenido por la venta de sus pisos.

En cambio, en las crisis su importe se desploma por el aumento de riesgo que supone la construcción de los inmuebles y la disminución de la capacidad de pago de los compradores. Incluso es posible que muchos solares se conviertan en un activo ilíquido, pues no haya nadie dispuesto a adquirirlos, aunque el nuevo precio incorpore un descuento superior al 50%.

En el período 2022 - 2025, si el importe de la vivienda aumenta en un 35%, en algunos barrios de ciudades medianas o de la periferia de las grandes es posible que el suelo lo haga en más de un 100%. En términos porcentuales, el incremento será mayor en las ubicaciones donde vive la clase media - baja que en las preferidas por las familias más pudientes. En las primeras, aún hay terrenos baratos, pues su precio por m<sup>2</sup> es inferior al 25% del previsto para la vivienda. En cambio, en las segundas, ya hay muchos cuyo porcentaje alcanza el 35%.

**3) El pase.** En 2021, una parte de la culpa de la magnífica evolución del mercado residencial la tuvo el regreso de los inversores, siendo especialmente patente el aumento de los especuladores en las ciudades más pobladas del país. En la actualidad, los últimos tienen una mayor presencia en Madrid, Barcelona, Palma, Málaga y Valencia, esencialmente en los distritos más céntricos o de alto *standing*.

Por eso, el pase vuelve a estar de moda. Constituye una actividad inmobiliaria consistente en comprar una vivienda y venderla bastante más cara uno o dos años después. Tiene dos principales modalidades: adquisición y reforma del piso o dejarlo en el mismo estado en que fue adquirido. La primera es la más popular, pero también la que exige una mayor capacidad de gestión al nuevo propietario. La segunda únicamente consiste en esperar la revalorización del inmueble por el mero transcurso del tiempo.

La mayoría de los especuladores opta por la reforma del piso porque le otorga un valor suplementario y atrae a más compradores. Un tirón basado en un estado que colma los deseos de un mayor número de interesados y permite financiar a través de la hipoteca una gran parte del coste de las obras realizadas. No obstante, dado el gran auge de la demanda, las viviendas sin reformar también poseen una fácil salida si



su precio está acorde con el de mercado, pues la escasez de producto es el principal problema actual de las agencias inmobiliarias.

### 3) Riesgos

El principal riesgo de un *boom* es su conversión en burbuja. La anterior posibilidad es factible si:

**1) La banca financia generosamente a una demanda escasamente solvente.** En la última década, los departamentos de riesgos de las entidades financieras han tenido un gran poder de decisión. Lo han utilizado para negar una hipoteca a personas con ingresos anuales muy irregulares, a familias que necesitan un importe equivalente al 100% del precio de la vivienda o tiene previsto destinar al pago de la cuota hipotecaria más del 35% de la suma de sus salarios.

No obstante, la actual guerra hipotecaria puede inducir a la dirección de los bancos a anteponer el volumen a la calidad del crédito. Si así lo hace, ofrecerá a los directores de oficina una retribución variable más generosa por cumplir un exigente objetivo de generación de nuevos préstamos, les concederá mayor capacidad de decisión para otorgarlos o denegarlos y hará mucho menos caso a los empleados de los departamentos de riesgos.

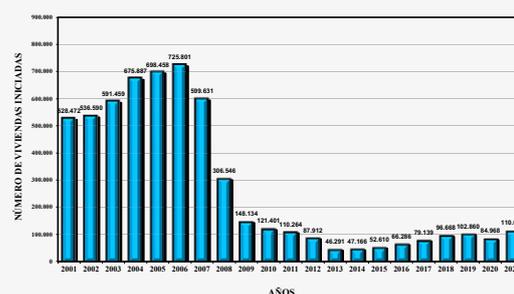
A pesar de ello, las entidades financieras tendrán bastante más difícil crear una burbuja inmobiliaria que quince años atrás. La nueva regulación bancaria reduce el grado de apalancamiento de los bancos y la supervisión del BCE es más estricta de lo que lo fue la del Banco de España entre 2001 y 2007. Por tanto, dado un mismo volumen de fondos propios, ahora su capacidad crediticia es sustancialmente inferior a la de antes.

Más difícil no es sinónimo de imposible. La capacidad de los banqueros para saltarse cualquier regulación es mítica, como también lo es en los últimos años la realización de una gestión enfocada casi exclusivamente en la maximización de los beneficios en el corto plazo. Por tanto, no descarten que la banca pueda volver a generar una burbuja, si durante los próximos años existe un elevado crecimiento económico y los tipos de interés son bajos. En la actualidad, no hay ningún indicio.

**2) Existe una oferta de vivienda nueva escasa.** En 2021, el número de viviendas iniciadas fue de 110.071, el más elevado de la última década (véase la figura 25). No obstante, solo representaron un 15,2% de las empezadas en 2006, siendo las 725.801 de dicho año el máximo histórico. La última cifra constituyó una barbaridad, pues en España nunca se han vendido más de 412.339 pisos nuevos (véase la figura 26), siendo este un récord vigente desde 2006. A pesar de ello, el dato del último ejercicio es preocupante.

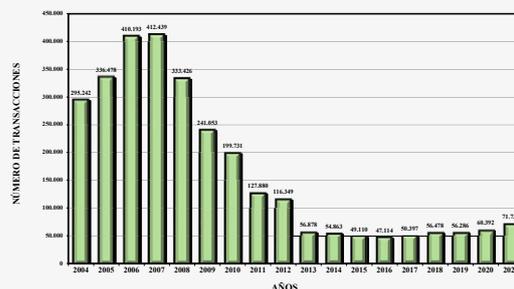
En los dos últimos años ha aumentado el número de empresas y emprendedores dedicados a la promoción. No obstante, en 2022 solo se iniciarán alrededor de 135.000 unidades. Un número insuficiente.

Figura 25. Número de viviendas iniciadas (2001 - 2021)



Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 26. Número de transacciones de viviendas nuevas (2004 - 2021)



Fuente: Ministerio de Fomento

ciente, pues si la demanda de inmuebles sigue siendo muy elevada, en 2023 se necesitará empezar a edificar como mínimo 200.000 pisos para evitar que la escasez de vivienda nueva caliente excesivamente el mercado de segundo mano.

Dicha insuficiencia impedirá a una parte de los interesados encontrar un piso nuevo que cumpla sus expectativas y desplazará una parte de la demanda natural de pisos de reciente construcción al mercado de vivienda usada. En el último, el resultado será una abundancia de compradores potenciales y una excesiva alza de precios.

Si sucede lo indicado en las líneas anteriores, en 2024 o 2025 pueden existir importantes señales de la nueva formación de una burbuja especulativa. En esta ocasión, sus características no serán equivalentes a una del tipo "hard", tal y como lo fue la advertida en 2007, sino similares a una "light". Por tanto, sus repercusiones casi únicamente afectarán al mercado residencial.

## D) EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN 2022

### 1) Dos distintos períodos

#### a) El primer semestre: el boom inmobiliario se vuelve peligroso

El ejercicio de 2022 tuvo un inicio impresionante. No fue un motivo de satisfacción, sino de preocupación. El automóvil iba con la sexta marcha, a 150 km/hora y saltándose todos los límites de velocidad. En pocos meses, un escaso riesgo de accidente (creación de una burbuja inmobiliaria) se transformó en uno moderado.

La demanda extranjera volvió a ser elevada, aumentó el número de especuladores que pretendían dar el pase, los promotores se arrepentían de haber vendido tan rápido y barato y era más fácil, aunque no usual, encontrar financiación por un 90%, 95% o 100% del importe de la vivienda.

Una coyuntura que complicó la captación de pisos por parte de las agencias inmobiliarias. Las principales causas fueron un menor volumen de pisos heredados y la comercialización directa de los inmuebles por un mayor número de propietarios. La demanda absorbía con celeridad la oferta disponible, incluso algunas unidades cuya sobrevaloración superaba el 10%.

En el primer semestre, los anteriores factores condujeron a un aumento de las transacciones del 23,5% y del precio probablemente en un 10%. Ambos incrementos remarcables en un contexto caracterizado por un deterioro de la coyuntura macroeconómica. En los últimos meses, una gran parte de la demanda ya era plenamente consciente de una desaceleración económica en otoño y la posible entrada del país en recesión en invierno.

A pesar de ello, las compras de las familias no disminuyeron, sino aumentaron. El mayor volumen de operaciones se alcanzó en mayo (60.059 unidades) y en junio se mantuvo muy próximo a él (58.010 ventas). Para la mayoría de los analistas, una paradoja sustentada en el efecto anticipación. Según ellos, ante la expectativa del incremento de los tipos de interés hipotecarios, los hogares decidieron adelantar sus compras.

Una actuación probablemente adoptada por una pequeña parte de la demanda de inversión, especialmente la que prioriza la rentabilidad neta lograda a través del arrendamiento a cualquier otra variable o consideración. En este caso, el inversionista no tiene predilección alguna por uno u otro barrio de una gran ciudad, ni tampoco por esta en relación con la mayoría de los municipios de su periferia.

No obstante, la anterior decisión no será tomada por los que aspiran a dar el pase, los inversores patrimonialistas conservadores o la demanda por motivo uso. Para los primeros, la prioridad es encontrar un "chollo", entendiendo por este un piso ubicado en un magnífico barrio de una gran o mediana ciudad a un precio significativamente por debajo del de mercado.



El ejercicio de 2022 tuvo un inicio impresionante. De hecho, la demanda extranjera volvió a ser elevada y aumentó el número de especuladores que pretendían dar el pase.

Los segundos priorizan la ubicación a cualquier otra variable y en numerosas ocasiones deciden no financiar la adquisición. Los terceros la adquieren para residir muchos años en ella. Por eso, primero buscan una vivienda que les guste, satisfaga sus necesidades y entre dentro de sus posibilidades económicas. Posteriormente, negocian la hipoteca y hacen cuentas sobre si la mejor oferta disponible les permite o no pagarla. Si no salen, bajan sus pretensiones y continúan con la búsqueda.

En definitiva, por regla general, un demandante se transforma en un comprador de vivienda cuando se cumplen dos condiciones: encuentra el piso deseado, o uno similar a él, y puede pagarlo. Unos bajos tipos de interés ayudan a convertir los deseos en realidad, pero no inducen a adquirir una vivienda para residir en ella a quién está muy contento con la suya. Tampoco a comprar una que no le haga "tilín", aunque el coste de la financiación sea casi nulo.

Debido a ello, da la impresión de que numerosos analistas infravaloran la fortaleza de la demanda de vivienda. Si estamos en lo cierto, la moderación inmobiliaria llegará en el segundo semestre, pero no asistiremos ni a una considerable caída de las ventas ni del precio. Una estabilización del mercado a la que contribuirá decisivamente la demanda por motivo uso, siendo ésta la predominante en el ejercicio actual con una cuota de mercado sustancialmente superior a la observada entre 2015 y 2019.

Dicha demanda posee un carácter más estable que la de inversión, pues cubre unas necesidades familiares que la segunda no tiene la posibilidad de colmar. Además, la inicial no puede recurrir a ningún activo sustitutivo, mientras que la última posee múltiples. Entre ellos, están numerosos bonos y obligaciones, los locales, las oficinas y las naves.

El auge relativo de la demanda por motivo uso está sustentado en el aumento de los deseos de cambio de piso generados indirectamente por la COVID - 19 y en el incremento de la búsqueda de una vivienda de propiedad por parte de muchos jóvenes (menores de 40 años). El segundo motivo es especialmente importante en aquellos municipios donde más del 30% de la oferta tiene un precio que no llega a los 150.000 €.

### b) El segundo semestre: ralentización no es sinónimo de recesión

Las reiteradas declaraciones de gobierno y oposición sobre la llegada de un "complicado otoño" llevarán a algunos demandantes a retrasar la adquisición de una vivienda y a otros a reducir su disposición a pagar por ella. A ambas actuaciones, también contribuirá el aumento del tipo de interés principal del BCE desde un 0% en junio al 1% o 1,25% en septiembre.

Por tanto, a partir de octubre, el mercado residencial sufrirá una paulatina transformación y gradualmente un *boom* inmobiliario peligroso dejará de serlo. El motivo será la llegada de la ralentización, cuyas principales repercusiones serán una disminución de las transacciones y una subida del precio notablemente inferior a la del primer semestre.

A la nueva coyuntura, los demandantes se adaptarán con rapidez. En el mercado de vivienda usada, la mayoría de los interesados no aceptará el precio establecido e iniciará una negociación con el correspondiente propietario. No tendrán prisa por llegar a un acuerdo, pues están convencidos que el tiempo corre a su favor, al disminuir significativamente la presión compradora. A diferencia del reciente pasado, considerarán muy difícil que durante el período de tanteo otro interesado les arrebatase el piso deseado.

**Cercador d'immobles**

Venda  Lloguer

Referència

-- Tots els tipus --

Barcelona

Barcelona

-- Tots els districtes --

**Ordenació**

-- Selecciona --

-- Selecciona --

**Filtres**

Preu màxim

Sense límit

Habitacions mínimes

Sense límit

Superfície mínima

Sense límit

**Cercar**

Forcadell
Seveis
Àrea Clients
Trobi el seu immoble
Blog
Contacte



**Pis en venda amb terrassa a Les Tres Torres**

Ref: V32466

320 m<sup>2</sup>
2.300.000 €

Pis en venda en una 2<sup>a</sup> planta real d'una finca de 1979 amb ascensor i porter. Pis de 350m<sup>2</sup> distribuïts en un saló de 85m<sup>2</sup> ar ...



**Àtic en venda en primera línia de mar amb vista panoràmiques, a Poblenou**

Ref: EIXÀTL\_589

184 m<sup>2</sup>
1.900.000 €

Consta de 184m2 superfície construïda + 30m2 de terrassa en un dels edificis més representatius del Poblenou. Es distribuït ...



**Propietat de 456m<sup>2</sup> al emblemàtic i carismàtic barri Gòtic**

Ref: SGEROFL\_200

485 m<sup>2</sup>
1.775.000 €

Immoble en C/Portaferrisa de 456 m<sup>2</sup> construïts d'habitatge més 66 m<sup>2</sup> d'elements comuns segons cadastre. S ...



**Propietat de 456m<sup>2</sup> al emblemàtic i carismàtic barri Gòtic**

Ref: SGERPIS\_92



**Exclusiu àtic amb terrassa a C/ Diputació, Eixample**

Ref: 31606



**Pis totalment reformat amb terrassa de 42m<sup>2</sup> al C/ Diputació**

Ref: 31657



En los inmuebles nuevos, el ritmo de ventas se ralentizará. No obstante, dada la escasa oferta, la demanda continuará siendo superior a esta.

En cambio, numerosos vendedores actuarán como si nada hubiera sucedido y pretenderán obtener por su vivienda más de lo que en el primer semestre consiguió su hermano, vecino o compañero de trabajo. De manera paradójica, no harán ningún caso de los negativos augurios de la economía española reproducidos por los medios de comunicación, pero si les darán mucha importancia a las noticias aparecidas en ellos en los meses anteriores sobre la magnífica evolución del mercado residencial.

En concreto, las elevadas expectativas de los propietarios estarán sustentadas en las continuas referencias a una burbuja inmobiliaria aparecidas en periódicos, radios y televisiones, la elevada inflación y la creencia de que su piso, sea cual sea su estado, es más bonito que el recientemente enajenado por alguno de sus amigos o familiares.

En el último trimestre, en relación con el pasado diciembre, los vendedores inicialmente pretenderán lograr entre un 15% y 20% más y los compradores pagar como máximo un 10% adicional (el aumento del primer semestre). Unos y otros no se encontrarán y crearán un desajuste entre la oferta y la demanda. La principal consecuencia será una disminución de las transacciones, siendo estas inferiores a las observadas en el mismo período del año anterior.

El desacople entre ambas variables durará al menos tres meses. Es el período mínimo que necesitan los propietarios para descartar la aparición de un mirlo blanco, una figura caracterizada por pagar, sin efectuar ningún tipo de negociación, el precio deseado por el vendedor en una etapa de desaceleración o crisis del mercado residencial. Por tanto, la repercusión del anterior desajuste sobre el importe de venta principalmente se observará en el primer trimestre del próximo año.

En otoño, para acordar una transacción en el mercado de vivienda usada, el propietario deberá hacer más concesiones que el intere-

sado, pues el segundo tendrá una mayor capacidad de presión que el primero. Así, si este pedía un 20% más que en diciembre y aquel solo quería pagarle un 10% adicional, es probable que uno rebaje su pretensión entre un 6% y 10% y otro eleve su disposición entre un 2% y 4%.

En los inmuebles nuevos, el ritmo de ventas se ralentizará. No obstante, dada la escasa oferta, la demanda continuará siendo superior a esta. Además, la mayoría de los promotores ya tienen comprometidos más del 95% de los pisos a entregar en el último trimestre y alrededor del 60% de los previstos finalizar durante el próximo año. Por dichos motivos, ningún promotor bajará sus precios e incluso algunos los subirán.

Los compradores de los anteriores activos, especialmente en las grandes ciudades, suelen pertenecer a la clase media – alta. Una fracción de ellos será inmune a la futura ralentización económica y los ingresos de la mayor parte de la otra solo quedarán ligeramente afectados por ella. Una reducción que no disuadirá a la mayoría de adquirir un piso, si encuentra uno que cumple con sus expectativas.

### c) Conclusiones

Las crisis inmobiliarias vienen generadas principalmente por tres factores: una considerable reducción del crédito por la disminución de la solvencia de la banca, una gran y rápida subida de los tipos de interés del banco central y una prolongada recesión económica en el país.

En la actualidad, las entidades financieras españolas tienen una elevada solvencia y uno de sus principales objetivos anuales es la concesión de muchas más hipotecas que en el pasado año. Por tan-



to, en el segundo semestre, a pesar del deterioro de la economía, continuarán financiando generosamente a los compradores.

No obstante, en los próximos meses, los bancos más precavidos serán menos espléndidos con los jóvenes. A un mayor número les pedirán un aval del préstamo por parte de uno de sus progenitores y a otros les recortarán la financiación ofrecida. En lugar del típico 80% del importe del piso, solo les concederán un 65% o 70%, si no proporcionan una garantía adicional. A pesar de ello, seguirán teniendo más facilidades para conseguir un crédito que en cualquier otro período de la última década. El BCE se equivocará si sube excesivamente los tipos de interés y a final del año el principal supera el 1%. En los próximos meses, la caída del precio de la mayoría de las materias primas hará que el primordial problema de la Zona Euro no sea una elevada inflación, sino la aparición de una recesión en numerosos países del área.

Sin embargo, si el banco central erra en sus decisiones una o dos veces y sube los tipos de interés cuando debía dejarlos inalterados, en 2023 las ventas de viviendas en España disminuirán más de lo previsto, pero no sonará ninguna alarma en el mercado residencial. Esta solo se oír si el BCE es contumaz en sus errores. En este caso, el *boom* será sustituido por una recesión inmobiliaria.

En concreto, esta llegaría si la subida de tipos de interés es rápida y elevada y a mediados de 2023 el principal se sitúa en un 3%. Una cuantía que impediría ser competitivas a las hipotecas fijas y llevaría a pagar a los tenedores de las variables un porcentaje próximo al 4,5%. Un contexto muy improbable, dada la horrorosa coyuntura económica del país teutón y la gran influencia de los políticos alemanes en las decisiones del BCE.

En el ejercicio actual, la magnífica evolución del turismo, la aportación de los fondos europeos al PIB y el gasto de una parte del elevado ahorro acumulado por las familias harán que el crecimiento económico del país supere el 4%. Una previsión que ni tan solo empañaría un último trimestre caracterizado por un escaso crecimiento del PIB o incluso una pequeña disminución de la actividad económica.

En definitiva, la ralentización ha llegado al mercado residencial y sus efectos se notarán más en el próximo ejercicio que en el actual. En diciembre, aquel ya no irá con la sexta marcha puesta y a 150 km/hora como en el primer semestre, sino solo a 110. No obstante, como el conductor va frenando poco a poco, es probable que en el segundo período de 2023 la velocidad se haya estabilizado en 90 km/hora. Por tanto, ya no existirá riesgo de generación de una burbuja especulativa.

En los próximos meses, el mercado residencial irá un poco peor de lo que iba. No obstante, el análisis de sangre del último semestre del año le saldrá mejor que el del primero, pues en éste cometió numerosos excesos. Ante la pregunta: "doctor, ¿cómo estoy?". La respuesta será: "usted tiene buena salud. No obstante, cuídese y sea prudente".

Lo primero quedará refrendado en 2022 por un crecimiento del precio del 12% y de las transacciones del 15%. Lo segundo por una coyuntura donde el mercado pasará del riesgo de generar una burbuja en el primer semestre del actual ejercicio al peligro de caer en recesión en el mismo período de 2023. No obstante, en este la alternativa más probable será una desaceleración más acusada que la observada en el segundo semestre del actual año.

## ANEXO

Cuadro 1: Variación de las transacciones por municipios (2021)

Nº	España	2020	2021	Variación	Nº	España	2020	2021	Variación
1	Calvià	897	2092	133,2	52	Oropesa del Mar	765	1143	49,4
2	Mollet del Vallès	311	636	104,5	53	Palafrugell	362	539	48,9
3	Peníscola	327	635	94,2	54	Colmenar Viejo	583	866	48,5
4	Altea	395	752	90,4	55	Palencia	628	931	48,2
5	Canet d'En Berenguer	156	295	89,1	56	Puerto de la Cruz	450	667	48,2
6	Fuengirola	1265	2300	81,8	57	Aranjuez	589	871	47,9
7	Marbella	2565	4628	80,4	58	Granada	2430	3590	47,7
8	Torremolinos	1059	1901	79,5	59	Utrera	534	786	47,2
9	Coslada	448	778	73,7	60	Vera	685	1008	47,2
10	Mont-roig del Camp	445	756	69,9	61	Barcelona	11253	16526	46,9
11	Cullera	536	899	67,7	62	Torreveja	3424	5013	46,4
12	Figueres	313	523	67,1	63	Vinaroz	398	581	46
13	Arganda del Rey	648	1080	66,7	64	Rivas-Vaciamadrid	1334	1942	45,6
14	Jávea/	682	1135	66,4	65	Vilanova i la Geltrú	715	1040	45,5
15	Seseña	343	566	65	66	San Javier	1016	1477	45,4
16	Gandia	1059	1746	64,9	67	Santa Cruz de Tenerife	1303	1892	45,2
17	San Bartolomé de Tirajana	886	1458	64,6	68	Majadahonda	527	764	45
18	Motril	674	1109	64,5	69	Benicarló	310	449	44,8
19	Granadilla de Abona	382	626	63,9	70	Torrejón de Ardoz	1370	1984	44,8
20	Almería	2218	3624	63,4	71	Viladecans	541	782	44,5
21	Benicasim	371	601	62	72	Santander	1712	2471	44,3
22	Adeje	708	1140	61	73	Mijas	2291	3306	44,3
23	Roquetas de Mar	1661	2659	60,1	74	Alcorcón	1292	1864	44,3
24	Benidorm	1093	1749	60	75	Elche	2356	3394	44,1
25	Escala (L)	338	539	59,5	76	Dos Hermanas	1685	2424	43,9
26	Ejido (El)	1142	1815	58,9	77	Fuenlabrada	1045	1502	43,7
27	San Sebastián de los Reyes	808	1283	58,8	78	Talavera de la Reina	805	1154	43,4
28	Cuenca	458	726	58,5	79	Madrid	31395	44826	42,8
29	Salou	594	938	57,9	80	Don Benito	337	481	42,7
30	Castell-Platja d'Aro	376	593	57,7	81	Castellón de la Plana	1784	2546	42,7
31	Castro-Urdiales	537	842	56,8	82	Algeciras	1157	1649	42,5
32	Eivissa	348	545	56,6	83	Valdemoro	1002	1426	42,3
33	Terrassa	2026	3134	54,7	84	Alzira	505	718	42,2
34	Tarragona	1303	2006	54	85	Línea de la Concepción (La)	557	791	42
35	Hospitalet de Llobregat (L)	2168	3335	53,8	86	Zamora	522	740	41,8
36	Rozas de Madrid (Las)	1036	1592	53,7	87	Sitges	467	662	41,8
37	Santa Pola	1088	1661	52,7	88	Mataró	1102	1559	41,5
38	Puerto de Santamaría (El)	951	1450	52,5	89	Torrox	587	830	41,4
39	Vélez-Málaga	1130	1722	52,4	90	Lorca	613	866	41,3
40	Cádiz	949	1446	52,4	91	León	1207	1704	41,2
41	Sant Feliu de Guíxols	335	509	51,9	92	Cartagena	2516	3552	41,2
42	Huelva	1465	2225	51,9	93	Torrelavega	413	582	40,9
43	Collado Villalba	724	1099	51,8	94	Alcobendas	993	1398	40,8
44	Valencia	7961	12084	51,8	95	Sevilla	6668	9387	40,8
45	Barakaldo	903	1370	51,7	96	Dénia	1334	1874	40,5
46	Blanes	504	760	50,8	97	Murcia	4461	6263	40,4
47	Rubí	680	1018	49,7	98	Torredembarra	359	504	40,4
48	Málaga	5877	8796	49,7	99	Alicante	4720	6616	40,2
49	Benalmádena	1542	2307	49,6	100	Cambrils	742	1038	39,9
50	Chiclana de la Frontera	1113	1664	49,5	101	Mazarrón	824	1152	39,8
51	Cáceres	1085	1622	49,5	102	Leganés	1091	1524	39,7

Nº	España	2020	2021	Variación	Nº	España	2020	2021	Variación
103	Reus	1098	1530	39,3	153	Cerdanyola del Vallès	387	492	27,1
104	Torrent	985	1363	38,4	154	Teruel	338	429	26,9
105	Isla Cristina	394	545	38,3	155	Segovia	483	613	26,9
106	Logroño	1506	2083	38,3	156	Sabadell	2213	2800	26,5
107	Palma de Mallorca	3674	5081	38,3	157	Sant Boi de Llobregat	643	813	26,4
	ESPAÑA	487.354	674.014	38,3	158	Zaragoza	6360	8027	26,2
108	Calp	719	992	38	159	Sanlúcar de Barrameda	687	865	25,9
109	Granollers	550	757	37,6	160	Melilla	559	702	25,6
110	Ciudad Real	764	1051	37,6	161	Manresa	665	834	25,4
111	Calafell	695	953	37,1	162	Siero	487	610	25,3
112	Vielha e Mijaran	130	178	36,9	163	Avilés	636	795	25
113	Pontevedra	544	744	36,8	164	Lloret de Mar	576	720	25
114	Girona	931	1271	36,5	165	Estepona	2522	3146	24,7
115	Mérida	671	914	36,2	166	Oviedo	2306	2865	24,2
116	Esplugues de Llobregat	285	387	35,8	167	San Fernando	798	991	24,2
117	Toledo	851	1154	35,6	168	Linares	447	555	24,2
118	Jaén	1104	1497	35,6	169	Castelló d'Empúries	526	652	24
119	Orihuela	2838	3829	34,9	170	Parla	1019	1253	23
120	Lugo	810	1092	34,8	171	Bilbao	3387	4160	22,8
121	Castelldefels	558	752	34,8	172	Vic	400	485	21,3
122	Huesca	485	653	34,6	173	Gijón	2744	3320	21
123	Tres Cantos	483	650	34,6	174	San Cristóbal de La Laguna	1021	1235	21
124	Ávila	624	839	34,5	175	Lleida	1640	1976	20,5
125	Sta Coloma de Gramenet	825	1109	34,4	176	Arrecife	387	466	20,4
126	Salamanca	1438	1927	34	177	San Vicent del Raspeig	608	727	19,6
127	Valladolid	2824	3778	33,8	178	Pozuelo de Alarcón	840	1003	19,4
128	Albacete	1588	2123	33,7	179	Coruña (La)	2115	2523	19,3
129	Cunit	359	479	33,4	180	Rojales	638	760	19,1
130	Arona	1154	1538	33,3	181	Santiago de Compostela	694	823	18,6
131	Ferrol	597	795	33,2	182	Alcarràs	108	128	18,5
132	Cornellà de Llobregat	746	993	33,1	183	Alcalá de Henares	2225	2569	15,5
133	Villajoyosa (La)	597	794	33	184	Sant Cugat del Vallès	976	1115	14,2
134	Córdoba	3534	4689	32,7	185	Vitoria	2351	2671	13,6
135	Almuñécar	689	910	32,1	186	Palamós	352	397	12,8
136	Burgos	1853	2441	31,7	187	San Sebastián	2044	2297	12,4
137	Palmas de Gran Canaria (Las)	2653	3494	31,7	188	Móstoles	1871	2092	11,8
138	Paterna	744	978	31,5	189	Irun	668	739	10,6
139	Badajoz	1860	2439	31,1	190	Getafe	2178	2372	8,9
140	Telde	517	676	30,8	191	Tárrega	221	239	8,1
141	Sagunto	975	1271	30,4	192	Ceuta	613	656	7
142	Villareal	515	671	30,3	193	Getxo	768	812	5,7
143	Vigo	1965	2555	30	194	Jaca	388	408	5,2
144	Pamplona	2044	2657	30	195	Boadilla del Monte	1387	1453	4,8
145	Roses	637	828	30	196	Ourense	820	857	4,5
146	Alcoy	782	1015	29,8	197	Santa Lucía de Tirajana	574	598	4,2
147	Alcalá de Guadaíra	743	960	29,2	198	Badalona	2341	2292	-2,1
148	Rincón de la Victoria	694	894	28,8	199	Pinto	778	720	-7,5
149	Soria	435	558	28,3	200	Prat de Llobregat (El)	610	551	-9,7
150	Guadalajara	1027	1316	28,1					
151	Molina de Segura	825	1053	27,6					
152	Jerez de la Frontera	2214	2820	27,4					

## ANEXO

Cuadro 2: Variación del número de transacciones (2020 y 2021)

Nº	España	2019	2021	Variación	Nº	España	2019	2021	Variación
1	Boadilla del Monte	830	1453	75,1	52	Chiclana de la Frontera	1318	1664	26,3
2	Peníscola	387	635	64,1	53	Avilés	630	795	26,2
3	Calvià	1286	2092	62,7	54	Cartagena	2817	3552	26,1
4	Seseña	359	566	57,7	55	Colmenar Viejo	688	866	25,9
5	Valdemoro	906	1426	57,4	56	Marbella	3681	4628	25,7
6	Mont-roig del Camp	495	756	52,7	57	Burgos	1947	2441	25,4
7	Cambrils	687	1038	51,1	58	Cornellà de Llobregat	793	993	25,2
8	Sant Feliu de Guíxols	337	509	51,0	59	Roquetas de Mar	2127	2659	25,0
9	Rozas de Madrid (Las)	1060	1592	50,2	60	Isla Cristina	437	545	24,7
10	Coslada	521	778	49,3	61	Pozuelo de Alarcón	807	1003	24,3
11	Oropesa del Mar	773	1143	47,9	62	Ferrol	641	795	24,0
12	Dos Hermanas	1669	2424	45,2	63	Rubí	822	1018	23,8
13	Don Benito	333	481	44,4	64	Vélez-Málaga	1391	1722	23,8
14	Badajoz	1691	2439	44,2	65	Benicarló	363	449	23,7
15	Alcorcón	1319	1864	41,3	66	Paterna	793	978	23,3
16	Benicasim	429	601	40,1	67	Córdoba	3805	4689	23,2
17	Alcoy	730	1015	39,0	68	Lorca	705	866	22,8
18	Blanes	550	760	38,2	69	Oviedo	2334	2865	22,8
19	Escala (L)	391	539	37,9	70	Lleida	1611	1976	22,7
20	Fuengirola	1672	2300	37,6	71	Jávea/	926	1135	22,6
21	Torrejón de Ardoz	1451	1984	36,7	72	Santander	2016	2471	22,6
22	Mérida	669	914	36,6	73	Castellón de la Plana	2082	2546	22,3
23	Puerto de Santamaría (El)	1063	1450	36,4	74	Dénia	1536	1874	22,0
24	Guadalajara	965	1316	36,4	75	Sagunto	1044	1271	21,7
25	San Javier	1092	1477	35,3	76	Alcalá de Guadaíra	792	960	21,2
26	Alzira	532	718	35,0	77	Ejido (El)	1499	1815	21,1
27	Torredembarra	374	504	34,8	78	Melilla	580	702	21,0
28	Mollet del Vallès	473	636	34,5	79	Torrelavega	483	582	20,5
29	Estepona	2344	3146	34,2	80	Castro-Urdiales	699	842	20,5
30	Barakaldo	1024	1370	33,8	81	Elche	2819	3394	20,4
31	Molina de Segura	796	1053	32,3	82	Villareal	558	671	20,3
32	Cullera	687	899	30,9	83	Tarragona	1676	2006	19,7
33	Alcarràs	98	128	30,6	84	Gandia	1459	1746	19,7
34	Málaga	6752	8796	30,3	85	Ciudad Real	881	1051	19,3
35	Vera	775	1008	30,1	86	Alcobendas	1172	1398	19,3
36	Viladecans	604	782	29,5	87	Cáceres	1361	1622	19,2
37	Calafell	737	953	29,3	88	Getafe	1991	2372	19,1
38	Jaca	316	408	29,1	89	Jerez de la Frontera	2369	2820	19,0
39	Cunit	371	479	29,1	90	Valladolid	3174	3778	19,0
40	Aranjuez	675	871	29,0	91	San Bartolomé de Tirajana	1227	1458	18,8
41	Rivas-Vaciamadrid	1507	1942	28,9	92	Pamplona	2237	2657	18,8
42	San Sebastián de los Reyes	998	1283	28,6	93	Valencia	10216	12084	18,3
43	Huelva	1732	2225	28,5		España	569.993	674.014	18,2
44	Pinto	562	720	28,1	94	Murcia	5305	6263	18,1
45	Cuenca	570	726	27,4	95	Leganés	1291	1524	18,0
46	Torrox	654	830	26,9	96	Sabadell	2375	2800	17,9
47	Almería	2859	3624	26,8	97	Jaén	1273	1497	17,6
48	Siero	482	610	26,6	98	Zamora	631	740	17,3
49	Altea	595	752	26,4	99	Lugo	932	1092	17,2
50	Collado Villalba	870	1099	26,3	100	Móstoles	1790	2092	16,9
51	Torrent	1079	1363	26,3	101	San Fernando	848	991	16,9

Nº	España	2019	2021	Variación	Nº	España	2019	2021	Variación
102	Mijas	2832	3306	16,7	153	Toledo	1104	1154	4,5
103	Benalmádena	1988	2307	16,0	154	Zaragoza	7701	8027	4,2
104	Arganda del Rey	931	1080	16,0	155	Puerto de la Cruz	646	667	3,3
105	Figueres	452	523	15,7	156	Linares	539	555	3,0
106	Salamanca	1667	1927	15,6	157	Ceuta	638	656	2,8
107	Castell-Platja d'Aro	513	593	15,6	158	Orihuela	3767	3829	1,6
108	Palencia	806	931	15,5	159	Sitges	654	662	1,2
109	Tàrrega	207	239	15,5	160	Mazarrón	1139	1152	1,1
110	Hospitalet de Llobregat (L')	2911	3335	14,6	161	Parla	1239	1253	1,1
111	Talavera de la Reina	1010	1154	14,3	162	Alicante	6561	6616	0,8
112	Girona	1114	1271	14,1	163	Salou	933	938	0,5
113	Motril	981	1109	13,0	164	Benidorm	1744	1749	0,3
114	Vilanova i la Geltrú	922	1040	12,8	165	Alcalá de Henares	2569	2569	0,0
115	Gijón	2953	3320	12,4	166	Palmas de Gran Canaria (Las)	3508	3494	-0,4
116	Utrera	700	786	12,3	167	Huesca	658	653	-0,8
117	Segovia	546	613	12,3	168	Arrecife	470	466	-0,9
118	Eivissa	487	545	11,9	169	Coruña (La)	2548	2523	-1,0
119	Santa Pola	1485	1661	11,9	170	Almuñécar	920	910	-1,1
120	Fuenlabrada	1344	1502	11,8	171	Roses	839	828	-1,3
121	Mataró	1398	1559	11,5	172	Sant Boi de Llobregat	824	813	-1,3
122	Bilbao	3732	4160	11,5	173	Soria	568	558	-1,8
123	Logroño	1871	2083	11,3	174	Ourense	873	857	-1,8
124	Barcelona	14880	16526	11,1	175	Vinaroz	595	581	-2,4
125	Reus	1380	1530	10,9	176	Castelló d'Empúries	669	652	-2,5
126	Palafrugell	487	539	10,7	177	Castelldefels	775	752	-3,0
127	Madrid	40572	44826	10,5	178	Vic	502	485	-3,4
128	Esplugues de Llobregat	352	387	9,9	179	Calp	1030	992	-3,7
129	Sevilla	8558	9387	9,7	180	Santa Coloma de Gramenet	1158	1109	-4,2
130	San Cristóbal de La Laguna	1127	1235	9,6	181	Arona	1607	1538	-4,3
131	Terrassa	2860	3134	9,6	182	Vitoria	2809	2671	-4,9
132	Irun	675	739	9,5	183	Cerdanyola del Vallès	518	492	-5,0
133	Palamós	363	397	9,4	184	Torre Vieja	5282	5013	-5,1
134	Rincón de la Victoria	819	894	9,2	185	Getxo	856	812	-5,1
135	Torremolinos	1747	1901	8,8	186	Algeciras	1749	1649	-5,7
136	Albacete	1960	2123	8,3	187	Rojales	807	760	-5,8
137	León	1574	1704	8,3	188	Sant Cugat del Vallès	1196	1115	-6,8
138	Canet d'En Berenguer	273	295	8,1	189	Badalona	2478	2292	-7,5
139	Sanlúcar de Barrameda	802	865	7,9	190	Granadilla de Abona	677	626	-7,5
140	Vigo	2373	2555	7,7	191	Telde	733	676	-7,8
141	Ávila	781	839	7,4	192	Teruel	475	429	-9,7
142	San Vicent del Raspeig	677	727	7,4	193	San Sebastián	2560	2297	-10,3
143	Pontevedra	695	744	7,1	194	Vielha e Mijaran	199	178	-10,6
144	Santiago de Compostela	771	823	6,7	195	Santa Cruz de Tenerife	2129	1892	-11,1
145	Cádiz	1359	1446	6,4	196	Manresa	999	834	-16,5
146	Línea de la Concepción (La)	744	791	6,3	197	Tres Cantos	819	650	-20,6
147	Villajoyosa (La)	747	794	6,3	198	Majadahonda	998	764	-23,4
148	Palma de Mallorca	4786	5081	6,2	199	Santa Lucía de Tirajana	798	598	-25,1
149	Granollers	717	757	5,6	200	Adeje	1741	1140	-34,5
150	Granada	3407	3590	5,4					
151	Lloret de Mar	686	720	5,0					
152	Prat de Llobregat (El)	527	551	4,6					

## ANEXO

Cuadro 3: Variación de las transacciones por municipios (2020)

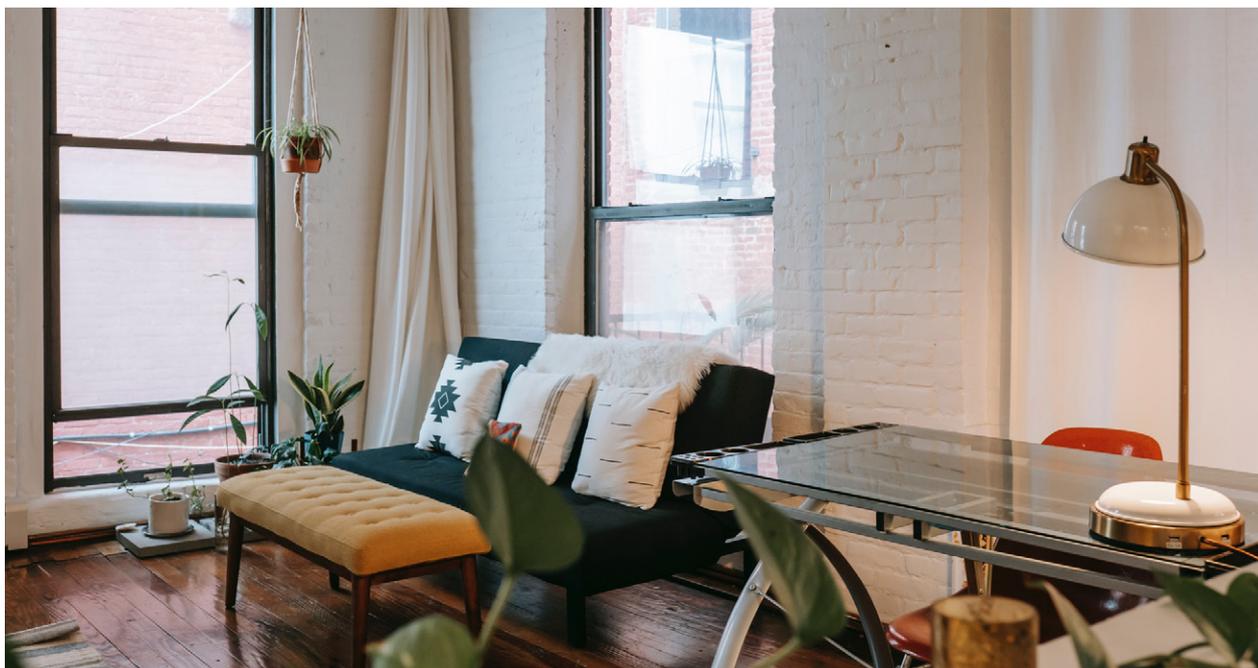
Nº	España	2019	2020	Variación	Nº	España	2019	2020	Variación
1	Boadilla del Monte	830	1387	67,1	52	Villareal	558	515	-7,7
2	Pinto	562	778	38,4	53	Blanes	550	504	-8,4
3	Jaca	316	388	22,8	54	Pamplona	2237	2044	-8,6
4	Prat de Llobregat (El)	527	610	15,7	55	Torrent	1079	985	-8,7
5	Valdemoro	906	1002	10,6	56	Bilbao	3732	3387	-9,2
6	Alcarràs	98	108	10,2	57	San Cristóbal de La Laguna	1127	1021	-9,4
7	Badajoz	1691	1860	10	58	Isla Cristina	437	394	-9,8
8	Getafe	1991	2178	9,4	59	Santiago de Compostela	771	694	-10
9	Cambrils	687	742	8	60	Mont-roig del Camp	495	445	-10,1
10	Estepona	2344	2522	7,6	61	San Vicent del Raspeig	677	608	-10,2
11	Alcoy	730	782	7,1	62	Torrox	654	587	-10,2
12	Tàrrega	207	221	6,8	63	Getxo	856	768	-10,3
13	Guadalajara	965	1027	6,4	64	Viladecans	604	541	-10,4
14	Móstoles	1790	1871	4,5	65	Puerto de Santamaría (El)	1063	951	-10,5
15	Pozuelo de Alarcón	807	840	4,1	66	Cartagena	2817	2516	-10,7
16	Molina de Segura	796	825	3,6	67	Valladolid	3174	2824	-11
17	Lleida	1611	1640	1,8	68	Rivas-Vaciamadrid	1507	1334	-11,5
18	Don Benito	333	337	1,2	69	Segovia	546	483	-11,5
19	Siero	482	487	1	70	Vera	775	685	-11,6
20	Dos Hermanas	1669	1685	1	71	Barakaldo	1024	903	-11,8
21	Avilés	630	636	1	72	Aranjuez	675	589	-12,7
22	Mérida	669	671	0,3	73	Málaga	6752	5877	-13
23	Sant Feliu de Guíxols	337	335	-0,6	74	Lorca	705	613	-13
24	Oropesa del Mar	773	765	-1	75	Lugo	932	810	-13,1
25	Irun	675	668	-1	76	Dénia	1536	1334	-13,2
26	Oviedo	2334	2306	-1,2	77	Jaén	1273	1104	-13,3
27	Alcorcón	1319	1292	-2	78	Ciudad Real	881	764	-13,3
28	Rozas de Madrid (Las)	1060	1036	-2,3	79	Alcalá de Henares	2569	2225	-13,4
29	Palamós	363	352	-3	80	Benicasim	429	371	-13,5
30	Cunit	371	359	-3,2	81	Escala (L')	391	338	-13,6
31	Meiella	580	559	-3,6	82	Salamanca	1667	1438	-13,7
32	Ceuta	638	613	-3,9	83	Coslada	521	448	-14
33	Torredembarra	374	359	-4	84	Castellón de la Plana	2082	1784	-14,3
34	Seseña	359	343	-4,5	85	Sanlúcar de Barrameda	802	687	-14,3
35	Burgos	1947	1853	-4,8	86	Torrelavega	483	413	-14,5
36	Alzira	532	505	-5,1		<b>ESPAÑA</b>	<b>567.993</b>	<b>487.354</b>	<b>-14,5</b>
37	Badalona	2478	2341	-5,5	87	Benicarló	363	310	-14,6
38	Torrejón de Ardoz	1451	1370	-5,6	88	Santander	2016	1712	-15,1
39	Calafell	737	695	-5,7	89	Colmenar Viejo	688	583	-15,3
40	San Fernando	848	798	-5,9	90	Rincón de la Victoria	819	694	-15,3
41	Cornellà de Llobregat	793	746	-5,9	91	Alcobendas	1172	993	-15,3
42	Ourense	873	820	-6,1	92	Huelva	1732	1465	-15,4
43	Paterna	793	744	-6,2	93	Leganés	1291	1091	-15,5
44	Alcalá de Guadaíra	792	743	-6,2	94	Peníscola	387	327	-15,5
45	Jerez de la Frontera	2369	2214	-6,5	95	Chiclana de la Frontera	1318	1113	-15,6
46	Sagunto	1044	975	-6,6	96	Murcia	5305	4461	-15,9
47	Sabadell	2375	2213	-6,8	97	Lloret de Mar	686	576	-16
48	Ferrol	641	597	-6,9	98	Vitoria	2809	2351	-16,3
49	San Javier	1092	1016	-7	99	Elche	2819	2356	-16,4
50	Gijón	2953	2744	-7,1	100	Girona	1114	931	-16,4
51	Córdoba	3805	3534	-7,1	101	Collado Villalba	870	724	-16,8

Nº	España	2019	2020	Variación	Nº	España	2019	2020	Variación
102	Coruña (La)	2548	2115	-17	153	Orihuela	3767	2838	-24,7
103	Linares	539	447	-17,1	154	Almuñécar	920	689	-25,1
104	Vigo	2373	1965	-17,2	155	Línea de la Concepción (La)	744	557	-25,1
105	Zamora	631	522	-17,3	156	Cerdanyola del Vallès	518	387	-25,3
106	Rubí	822	680	-17,3	157	Hospitalet de Llobregat (L)	2911	2168	-25,5
107	Zaragoza	7701	6360	-17,4	158	Palafrugell	487	362	-25,7
108	Arrecife	470	387	-17,7	159	Huesca	658	485	-26,3
109	Parla	1239	1019	-17,8	160	Jávea/	926	682	-26,3
110	Sant Cugat del Vallès	1196	976	-18,4	161	Castell-Platja d'Aro	513	376	-26,7
111	Vélez-Málaga	1391	1130	-18,8	162	Santa Pola	1485	1088	-26,7
112	Albacete	1960	1588	-19	163	Gandia	1459	1059	-27,4
113	Esplugues de Llobregat	352	285	-19	164	Mazarrón	1139	824	-27,7
114	San Sebastián de los Reyes	998	808	-19	165	San Bartolomé de Tirajana	1227	886	-27,8
115	Mijas	2832	2291	-19,1	166	Castelldefels	775	558	-28
116	Logroño	1871	1506	-19,5	167	Alicante	6561	4720	-28,1
117	Cuenca	570	458	-19,6	168	Santa Lucía de Tirajana	798	574	-28,1
118	Villajoyosa (La)	747	597	-20,1	169	Arona	1607	1154	-28,2
119	Ávila	781	624	-20,1	170	Eivissa	487	348	-28,5
120	San Sebastián	2560	2044	-20,2	171	Sitges	654	467	-28,6
121	Cáceres	1361	1085	-20,3	172	Granada	3407	2430	-28,7
122	Talavera de la Reina	1010	805	-20,3	173	Santa Coloma de Gramenet	1158	825	-28,8
123	Vic	502	400	-20,3	174	Teruel	475	338	-28,8
124	Reus	1380	1098	-20,4	175	Terrassa	2860	2026	-29,2
125	Rojales	807	638	-20,9	176	Telde	733	517	-29,5
126	Mataró	1398	1102	-21,2	177	Cádiz	1359	949	-30,2
127	Castelló d'Empúries	669	526	-21,4	178	Calp	1030	719	-30,2
128	Pontevedra	695	544	-21,7	179	Calvià	1286	897	-30,2
129	Roquetas de Mar	2127	1661	-21,9	180	Marbella	3681	2565	-30,3
130	Sant Boi de Llobregat	824	643	-22	181	Puerto de la Cruz	646	450	-30,3
131	Cullera	687	536	-22	182	Arganda del Rey	931	648	-30,4
132	Valencia	10216	7961	-22,1	183	Figueres	452	313	-30,8
133	Palencia	806	628	-22,1	184	Motril	981	674	-31,3
134	Sevilla	8558	6668	-22,1	185	Vinaroz	595	398	-33,1
135	Fuenlabrada	1344	1045	-22,2	186	Manresa	999	665	-33,4
136	Tarragona	1676	1303	-22,3	187	Altea	595	395	-33,6
137	Almería	2859	2218	-22,4	188	Algeciras	1749	1157	-33,8
138	Benalmádena	1988	1542	-22,4	189	Mollet del Vallès	473	311	-34,2
139	Vilanova i la Geltrú	922	715	-22,5	190	Vielha e Mijaran	199	130	-34,7
140	Madrid	40572	31395	-22,6	191	Torre Vieja	5282	3424	-35,2
141	Toledo	1104	851	-22,9	192	Salou	933	594	-36,3
142	Castro-Urdiales	699	537	-23,2	193	Benidorm	1744	1093	-37,3
143	Palma de Mallorca	4786	3674	-23,2	194	Santa Cruz de Tenerife	2129	1303	-38,8
144	Granollers	717	550	-23,3	195	Torremolinos	1747	1059	-39,4
145	León	1574	1207	-23,3	196	Tres Cantos	819	483	-41
146	Soria	568	435	-23,4	197	Canet d'En Berenguer	273	156	-42,9
147	Utrera	700	534	-23,7	198	Granadilla de Abona	677	382	-43,6
148	Ejido (El)	1499	1142	-23,8	199	Majadahonda	998	527	-47,2
149	Roses	839	637	-24,1	200	Adeje	1741	708	-59,3
150	Fuengirola	1672	1265	-24,3					
151	Palmas de Gran Canaria (Las)	3508	2653	-24,4					
152	Barcelona	14880	11253	-24,4					

The image features two horizontal red bars at the top. The top bar is a thin line, and the bar below it is a thicker, solid red rectangle.

# El mercado de alquiler

Por Gonzalo Bernardos



## LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE ALQUILER

### a) Las principales consecuencias de la nueva ley de vivienda

#### 1) La generación de la ley estatal

##### a) El precedente

En nuestro país, los principales *lobbies* suelen ser asociaciones empresariales. Algunos de los más importantes son la AEB (los bancos), UNESA (las eléctricas) o UNESPA (las aseguradoras). No obstante, respecto a los temas relacionados con la vivienda, en la actualidad el más influyente grupo de presión no es la APCE (los promotores), sino un conjunto de inquilinos denominado Sindicat de Llogaters de Catalunya.

En el primer semestre de 2020, la última organización presentó a Ada Colau un proyecto legislativo cuyo principal objetivo era el establecimiento de un control de alquileres en la comunidad autónoma. A los socios de Unidas Podemos en Catalunya, la propuesta les gustó y la hicieron suya. Una actuación previsible, pues consideran a la política de vivienda un magnífico instrumento para conseguir votos, especialmente entre el electorado más joven.

Posteriormente, el Sindicat de Llogaters logró el apoyo de las dos principales formaciones independentistas: Esquerra Republicana y Junts per Catalunya. Por tanto, una mayoría absoluta de escaños respaldó La Ley de Contención de Alquileres y el 18 de septiembre de 2020 salió publicada en el Diario Oficial de la Generalitat.

No obstante, las perspectivas eran que la norma tuviera una corta vigencia, pues el Consell de Garanties Estatutaries avisó a los parlamentarios de que invadía competencias estatales. Por tanto, existía la posibilidad de que fuera recurrida ante el Tribunal Constitucional por el Ministerio de Administraciones Públicas, tal y como finalmente ocurrió, y declarada no válida por el primero.

Para blindar el control de alquileres en Catalunya, el Sindicat de Llogaters y Unidas Podemos planificaron la redacción de una ley

estatal de vivienda. Desde 1978, ningún gobierno había elaborado una. No era por falta de ganas, sino de viabilidad, pues las principales competencias sobre la materia las tenían las comunidades autónomas y los ayuntamientos.

Los temas importantes, reservados para normas de carácter estatal, ya estaban reflejados en las disposiciones que tratan sobre suelo, valoraciones inmobiliarias o arrendamientos urbanos. Por tanto, la utilidad de la nueva legislación sería reducida o nula. A pesar de las evidencias disponibles, ninguna de las dos anteriores organizaciones renunció a su creación.

##### b) La posible inconstitucionalidad de la ley

Los ideólogos de la Ley de Vivienda plantearon la creación de una norma paraguas. Su contenido estaría formado principalmente por disposiciones de carácter general y las comunidades tendrían la posibilidad de utilizar todas o algunas de sus distintas partes. También de complementarla con una legislación propia.

El punto clave de la nueva ley sería la aplicación de una limitación al precio del alquiler en las zonas tensionadas. Una calificación que recibirían los barrios de los municipios donde el anterior importe ha aumentado cinco puntos más que el IPC de la comunidad en el último lustro y las áreas donde los gastos destinados a la vivienda superan el 30% de los ingresos netos medios de las familias residentes en ellas.

La adopción de un control de precios comportaría el cumplimiento de tres requisitos: una parte o la totalidad de la ciudad es un zona tensionada, la autonomía lo acepta y el consistorio acuerda su uso. No obstante, el tope no entraría en funcionamiento, si el segundo quiere establecerlo, pero a la primera no le parece oportuno.

El número de comunidades que aplicarían el control de precios sería incierto, pues dependería de la ideología del partido o coalición gobernante. No obstante, el Sindicat de Llogaters y Unidas Podemos no tienen ninguna duda que una de las que lo adoptaría

sería Catalunya. Por tanto, con la Ley de Vivienda, la limitación al importe de los alquileres regresaría al territorio catalán, pues la original fue derogada el 24 de febrero de 2022 por una sentencia del Tribunal Constitucional.

A pesar de lo indicado en las líneas anteriores, el proyecto de ley aprobado por el Consejo de Ministros difiere de la idea original, pues el nivel de detalle de algunos artículos y disposiciones finales no es el usual en una norma generalista. Por tanto, la nueva también corre el peligro de ser declarada inconstitucional, siendo este especialmente elevado después del informe negativo sobre el mencionado proyecto realizado por el Consejo General del Poder Judicial. El motivo vuelve a ser la invasión de las competencias propias de las comunidades autónomas.

Dentro del gobierno, el gran impulsor de la nueva ley ha sido Unidas Podemos, limitándose el PSOE a descafeinar todo lo posible su carácter intervencionista. Al ser una línea roja para la formación de Yolanda Díaz, una negativa del partido socialista podía haber provocado el naufragio de la coalición gubernamental y la finalización de la legislatura durante el pasado invierno.

A pesar de haberla pactado con el PSOE, la actual redacción no satisface a Unidas Podemos. Por eso, en su tramitación parlamentaria quiere añadir dos temas más: la prohibición de los desahucios, si no existe una alternativa habitacional, y la incorporación de las viviendas propiedad de la Sareb al parque público de alquiler social. Dos materias que el partido socialista prefiere legislar mediante otras normas.

Por tanto, en septiembre de 2022, un gran interrogante pende sobre la Ley de Vivienda, pues ni mucho menos es segura su aprobación durante la actual legislatura. El proyecto puede convertirse en realidad, pero también ser enviado al baúl de los recuerdos.

Si el Congreso la valida, muy probablemente incorporará un control de precios. No obstante, se generan muchas dudas que entren en ella los dos temas adicionales promovidos por la coalición de Yolanda Díaz.

Si es aprobada, su duración probablemente será limitada, pues existe una elevada posibilidad de ser declarada inconstitucional, especialmente si refleja con bastante exactitud las actuales propuestas de Unidas Podemos. No obstante, está claro que, sea cual sea su redacción final, será menos lesiva para los propietarios y los futuros inquilinos que la norma catalana parcialmente derogada. Un objetivo sumamente fácil de conseguir.

## 2) Las principales consecuencias

En este apartado, se analizarán las principales consecuencias de la nueva ley. No obstante, se llevará a cabo bajo el supuesto de que el texto aprobado por el Congreso será bastante similar al actual y mantendrá el control de alquileres, tal y como queda formulado en el proyecto de ley aprobado por el Consejo de Ministros.

### a) El desplazamiento de inversores

La nueva norma provocará un traslado de los inversores hacia otra autonomía, al mercado comercial de la misma comunidad o a una ciudad de esta distinta a la que habitualmente operan. En el primer caso, los compradores se desplazarán a capitales de provincia donde tengan la casi completa seguridad de que en los próximos años no se aplicará un control de precios.

Si los actuales partidos políticos continúan en el poder en los próximos años, las principales beneficiadas serán Madrid, Málaga y Sevilla y las más perjudicadas Barcelona, Valencia y Palma. La inexistencia de la limitación de precios estimulará la construcción de viviendas en la primeras y la desincentivará en las segundas, pues los fondos de inversión que apliquen la fórmula buy to rent desistirán de realizar operaciones en las últimas.

En la misma comunidad, numerosos inversores dejarán de adquirir viviendas y las sustituirán por naves logísticas e industriales, oficinas, hoteles o locales. Una decisión que impulsará el precio de los últimos activos y reducirá la rentabilidad obtenida por su arrendamiento. No obstante, esta seguirá siendo superior a la proporcionada por el alquiler de pisos.

Dentro del mercado residencial, los compradores patrimonialistas se desplazarán desde las grandes ciudades con control de precios a municipios de su periferia cercana donde aquel no se aplique. Una actuación que conllevará un aumento del riesgo soportado por el inversor, pues la probabilidad de encontrar un inquilino solvente en el distrito de Gracia de Barcelona es significativamente superior a la de hallarlo en el barrio de Santa Rosa de Mollet.

No obstante, si el adquirente logra mantener al arrendatario o consigue rápidamente uno nuevo, la rentabilidad anual obtenida en la segunda ubicación superará en casi dos puntos la conseguida en la primera. El plus será la prima obtenida por el mayor riesgo incurrido.



### b) Una reducción de la oferta de alquiler

La disminución de la rentabilidad llevará a numerosos propietarios a abandonar el mercado de alquiler convencional. Si el inmueble arrendado es un piso, las dos principales alternativas serán la venta o el traslado al arrendamiento de temporada. En cambio, si se trata de un edificio, el propietario puede reformar el espacio para destinarlo a *coliving*, *coworking* o una combinación de ambos.

Las anteriores actuaciones provocarán una considerable reducción de la oferta de alquiler. Es el resultado observado en todas las ciudades donde ha existido un control de precios durante un largo período tiempo, excepto si en ellas existe una gran parque público de vivienda y el número de inmuebles que lo integran crece anualmente.

Un ejemplo claro nos lo proporciona el mercado español entre 1950 y 1990. Durante la dictadura, los propietarios no pudieron incrementar a los antiguos arrendatarios el importe del alquiler según la inflación del período. Por tanto, la rentabilidad real obtenida en sus inmuebles disminuyó año tras año. Una situación que se prolongó en la democracia hasta la publicación en 1985 del decreto Boyer, siendo esta una norma que liberalizó completamente la duración de los nuevos contratos de arrendamiento.

Según el Censo de Edificación y Viviendas, en 1950 el 50,8% de la población vivía de alquiler; en cambio, en 1990 solo llegaba al 13,9%. En la primera fecha, en las provincias de Madrid y Barcelona residían en régimen de arrendamiento un 82% y 81% de los ciudadanos, respectivamente. En la segunda únicamente un 16% y 23,2%.

### c) Una gran escasez de viviendas

La reducción de la oferta de los propietarios combinada con la disminución de la movilidad de los inquilinos generará una gran escasez de viviendas en el mercado de alquiler. Si al arrendatario le gusta el piso y la zona donde reside, no tendrá ningún incentivo para abandonar el inmueble y trasladarse a otro, pues el control de alquileres impedirá que su precio se sitúe por encima de sus posibilidades económicas.

En un mercado libre, la oferta está integrada por los pisos que se incorporan a él y los abandonados por los inquilinos, ya sea por su

propia voluntad o la imposibilidad de pagar el nuevo precio fijado por la propiedad. Los primeros generalmente proceden de adquisiciones o herencias y constituyen un pequeño porcentaje de los segundos.

En un mercado regulado, la entrada de nuevas viviendas es muy reducida y el número de las que quedan vacantes únicamente un poco mayor. La disminución de las primeras proviene de la reducción de su rentabilidad y la de las segundas del hundimiento de la movilidad de los arrendatarios.

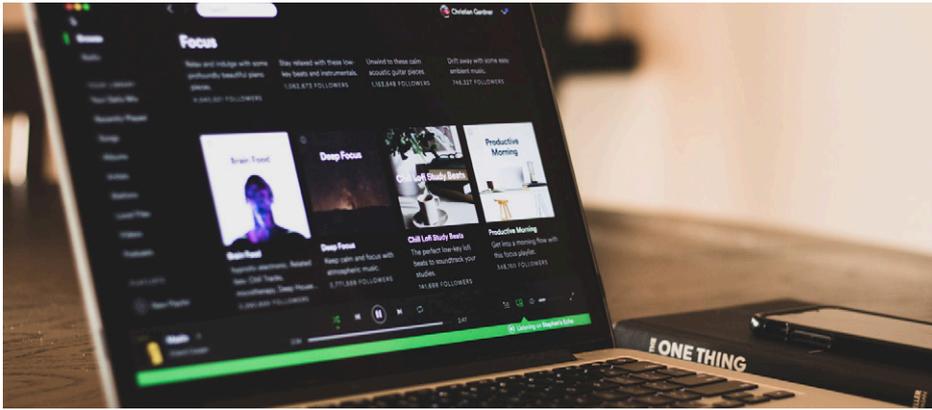
Los principales perjudicados son los propietarios y los jóvenes, tanto los que se quieren independizar de su familia como los que se desplazan a una gran ciudad para trabajar o estudiar. En numerosas ocasiones, deben trasladarse a un municipio situado en la periferia cercana, o incluso lejana, si aquel es una de las principales metrópolis del mundo. Si su prioridad es residir cerca de su trabajo o universidad, las principales alternativas son el alquiler de una habitación o su integración en un *coliving*.

En la actualidad, la escasez de viviendas de alquiler es perfectamente visible en Barcelona. El regreso de los estudiantes extranjeros, el retorno de los universitarios residentes en otras provincias, una mayor actividad empresarial y un aumento del empleo han provocado una recuperación de la demanda que prácticamente ha eliminado el stock de las principales agencias inmobiliarias de la ciudad.

Entre 2015 y 2019, una de ellas tenía una disponibilidad media de 40 viviendas. Cada mes aproximadamente le entraban y salían treinta unidades. En febrero de 2022, después de la aplicación del control de precios durante catorce meses, solo disponía de cuatro y ninguna de ellas se caracterizaba por su excelente estado de conservación. En dicha fecha, los nuevos pisos disponibles eran alquilados en menos de una semana y en bastantes ocasiones cada uno de ellos tenía cinco o más interesados.

En Suecia, un país que posee una limitación de precios desde 1942, el 93% de las ciudades tiene déficit de viviendas en régimen de arrendamiento. Entre 1990 y 2018, el porcentaje de pisos de alquiler en Estocolmo disminuyó aproximadamente en un tercio y en la última fecha el tiempo de espera para obtener un apartamento ascendía a 11,3 años.





Spotify amenazó con trasladarse al extranjero si sus trabajadores foráneos seguían teniendo tantos problemas para alquilar una vivienda.

En el país escandinavo, la gran escasez de viviendas de alquiler ha dificultado la importación de informáticos, ingenieros y otras profesiones altamente cualificadas por parte de las empresas tecnológicas. Spotify, una de sus compañías valoradas en más de mil millones de dólares, amenazó con trasladarse al extranjero si sus trabajadores foráneos seguían teniendo tantos problemas para alquilar una vivienda.

#### d) Las familias humildes serán desplazadas a la periferia de la gran ciudad

Después de la aplicación del control de precios, la demanda superará holgadamente a la oferta. Una coyuntura que permitirá al propietario escoger al arrendatario y, entre las familias interesadas, la elegida será una de las que posee mayores ingresos. Una opción que le proporcionará una gran seguridad y le compensará un poco la rentabilidad anual perdida, al ser innecesario ahora la contratación de un seguro de impago del alquiler.

Desgraciadamente, las familias menos solventes serán rechazadas una y otra vez por los propietarios y les será casi imposible vivir en la gran ciudad en una vivienda confortable. Si tienen suerte, lograrán una de las anteriores características en una de las urbes más populares de la periferia cercana de la capital. Si carecen de ella, no les quedará más remedio que residir en un pequeño municipio de la lejana.

Por tanto, en el próximo futuro, el control de alquileres no beneficiará a las familias humildes que pretenden alquilar una vivienda, sino perjudicará a la mayoría. Si el mercado fuera libre, una mayor oferta les permitiría arrendar un piso en un barrio obrero de una gran ciudad. En cambio, el regulado se lo impide y le obliga a trasladarse a una urbe bastante alejada de aquella.

#### e) Los propietarios harán trampas

Una pareja desea residir en un determinado barrio de una gran ciudad. No obstante, una y otra vez, los propietarios prefieren a otro arrendatario, pues existe un elevado exceso de demanda. La frustración le hará mella y si dispone de una situación económica holgada, sin que le diga nada el dueño, no sería extraño que le ofreciera un pago complementario al importe oficial del alquiler.

En los próximos años, si el control de precios sigue vigente, el anterior efecto será detectado por numerosos caseros. El resultado consistirá en la exigencia de una compensación extraordinaria a la

oficial por el alquiler de una vivienda en uno de los mejores barrios de las metrópolis más pobladas del país.

El suplemento puede ser un desembolso único en el momento de la firma del contrato en concepto de traspaso del alquiler (3.000 €), un plus periódico en negro, un pago excesivo por el arrendamiento de una plaza de aparcamiento (150 € mensuales extra) o una cuota cada mes por el acceso al terrado.

Las dos partes están de acuerdo con las nuevas condiciones y ambas están contentas. El inquilino logra vivir en la zona y en el piso deseado y el propietario consigue una retribución igual o superior a la que obtenía en el mercado libre. El primero difícilmente tendrá la tentación de denunciar al segundo o no cumplir con el acuerdo, pues la represalia del casero comportaría la desestimación de la renovación del contrato a su vencimiento.

Una opción que le obligaría a volver a vivir el suplicio de encontrar una nueva vivienda que se ajusta a sus preferencias y necesidades. No fue nada fácil conseguirla en el pasado y en el futuro probablemente será más difícil, pues la implantación del precio máximo reduce progresivamente la oferta de pisos en régimen de arrendamiento.

#### f) Conclusiones

En definitiva, el control de los alquileres beneficiará a los actuales inquilinos y perjudicará a los futuros, así como a los propietarios. Desplazará demanda desde el arrendamiento a la compra y provocará subidas adicionales del precio de venta. No será un suceso extraordinario, pues así ocurrió en casi todos los países donde se ha implantado.

No obstante, aquel favorece a los miembros del Sindicatos de Inquilinos de Catalunya y a Unidas Podemos. Los primeros, al disponer de una vivienda arrendada, logran una disminución del alquiler, siendo este su principal propósito para impulsar la ley. Los segundos están convencidos que la medida adoptada les proporcionará muchos votos entre los jóvenes.

El primero actúa de la misma forma que cualquier *lobby* empresarial, el segundo de manera similar a un partido populista. Ambos probablemente dirán que impulsan la nueva norma en base al interés general. Si así lo hacen, no se lo crean. El análisis histórico de las políticas de limitación de alquileres desmiente rotundamente la anterior afirmación.



## b) Bonos vivienda: votos a cambio de 6.000 euros

### 1) Una medida tramposa

En numerosas ocasiones, las políticas de vivienda tienen como objetivo primordial la consecución de votos. Para lograrlos, el gobierno utiliza estrategias de marketing para convertir medidas sencillas en aparentemente milagrosas. A la mayoría de los ciudadanos le suenan muy bien, pues les parecen lógicas. No obstante, en realidad constituyen una equivocación, pues a medio plazo el resultado obtenido es muy distinto del esperado.

Una de las disposiciones engañosas son las subvenciones otorgadas a una parte de los arrendatarios actuales y futuros. En el actual siglo, las han generado Zapatero (renta básica de emancipación) y Sánchez (bono vivienda). La primera estuvo vigente entre enero de 2008 y diciembre de 2011 y la segunda lo está a partir del primer mes de 2022. El importe concedido es de 210 y 250 € mensuales, respectivamente.

Los destinatarios son los jóvenes. Los perceptores de la renta básica de emancipación tenían entre 22 y 29 años, sus ingresos eran regulares e inferiores a los 22.000 €. Los agraciados con el bono vivienda poseen una edad entre 18 y 35, perciben una retribución inferior a 24.319 €, poseen un empleo y han trabajado tres de los últimos seis meses. El importe obtenido es casi equivalente a la ganancia media por empleado en 2019 (24.395,38 €).

Los anteriores subsidios son tramposos porque a medio plazo benefician en mayor medida a los propietarios que a los inquilinos. Debido a ello, la efectividad del dinero gastado es muy reducida, pues los segundos se benefician muy poco. Los políticos que los crean lo saben, pero les da igual. Solo piensan en el corto plazo, pues tienen como gran prioridad la victoria en las próximas elecciones. Todo lo demás les parece secundario.

### 2) ¿Por qué es un error el bono vivienda?

Una subvención eleva el número de arrendatarios y su capacidad de pago. Por tanto, provoca un gran incremento de la demanda, hace que ésta supere con creces a la oferta y conduce a un aumento del precio del alquiler. Después de unos años, la magnitud de la subida es lo suficientemente importante para absorber una gran parte del importe concedido por la Administración.

No obstante, ni mucho menos es el único motivo por el que fracasará el bono vivienda. Los adicionales son los siguientes:

**1) Un diagnóstico erróneo.** Entre 2015 y 2019, en las principales ciudades españolas, un exceso de demanda de viviendas de alquiler condujo a una subida de su precio significativamente por encima de la tasa de inflación del período. Probablemente, la anterior situación vuelva a repetirse en 2022, si la pandemia se convierte en epidemia.

Para conseguir una reducción del importe del arrendamiento, la medida correcta no es incentivar un aumento de la demanda a través de un subsidio cuya cuantía máxima ascienda a 250 € mensuales, sino estimular la oferta mediante incentivos fiscales y ayudas a la rehabilitación. La primera actuación provoca un aumento del precio, la segunda una disminución.

No obstante, para los partidos de izquierdas es inasumible favorecer inicialmente a los propietarios, a pesar de que a medio plazo los más beneficiados son los inquilinos. En las próximas elecciones, la anterior medida les restaría votos, en lugar de dárselos. Por tanto, los políticos hacen lo más conveniente para sus intereses, aunque finalmente sea lo menos apropiado para los arrendatarios, siendo este el colectivo a quién aparentemente pretenden favorecer.

**2) Una política discriminatoria.** A medio plazo, el subsidio beneficia bastante a los propietarios y un poco a los jóvenes arrendatarios. No obstante, perjudica a todos los demás inquilinos que tengan más de 35 años. Los últimos pagarán más de lo que hasta el momento han hecho, sin recibir ninguna compensación. Sin embargo, cuando así suceda y tomen conciencia del perjuicio que les ha causado la concesión de un bono vivienda a otra parte de la población, las elecciones generales más próximas ya se habrán celebrado.

**3) Una duración limitada del subsidio.** La subvención está únicamente garantizada durante dos años. No obstante, la ley faculta al inquilino a extender el contrato hasta un mínimo de cinco. Por tanto, si el joven necesita para pagar el alquiler los 250 € proporcionados por el bono, al inicio del tercer período del arrendamiento no le quedará más remedio que abandonar el piso al no poder sufragar el importe acordado.

La duración del subsidio es escasa, pero permite su vigencia hasta las elecciones generales de finales de 2023. Una vez estas se celebren, no sería de extrañar que la necesidad de disminuir el gasto público para reducir el déficit presupuestario conlleve su supresión. En dicha fecha, la disposición ya habrá cumplido el principal objetivo para el que fue diseñada.

**4) Un presupuesto exiguo.** En los bonos vivienda, el gobierno prevé gastar anualmente 200 millones €. Si a todos los agraciados les concede 3.000 € al año (250 € mensuales), el número de beneficiados ascenderá a 66.666. Una cuantía insignificante que, según el Consejo General de la Juventud, supone el 1,7% de los jóvenes emancipados y un 0,7% de los que aún no lo están. Por tanto, como suele suceder con numerosas medidas sociales generadas por el gobierno central, los autonómicos y los ayuntamientos, mucho ruido y pocas nueces.

**5) La distribución territorial del dinero es una incógnita.** El reparto de los fondos entre las autonomías probablemente se realizará según motivos políticos y no en base a la necesidad de la población. En Barcelona, Madrid, Palma o Valencia existe una gran dificultad para acceder a una vivienda de alquiler. En cambio, no la hay en Extremadura o Castilla – La Mancha.

En agosto de 2022, según Idealista, en Badajoz y Albacete, las dos ciudades más grandes de las anteriores comunidades, el importe del alquiler medio de una vivienda de 60 m<sup>2</sup> era de 390 y 408 €, respectivamente. Unas cuantías asequibles y muy inferiores a los 1.056 y 966 € sufragados en promedio en la capital catalana y la del país.

Una distribución de los fondos proporcional a la población podría calentar el mercado de alquiler en algunas pequeñas ciudades e, incluso a corto plazo, tener un efecto casi imperceptible sobre la mejora de la accesibilidad de los jóvenes en las urbes más pobladas.

### 3) Conclusiones

En definitiva, Pedro Sánchez ha decidido contrarrestar el populismo inmobiliario de Unidos Podemos y batallar con su socio de coalición por el voto de los menores de 36 años. Si la última formación tiene como bandera el control de precios de alquiler, el PSOE iza la del subsidio al arrendamiento.

El bono vivienda es prácticamente una réplica de la renta de emancipación implantada por Zapatero en enero de 2008. Una medida completamente inútil, pues fue adoptada en una coyuntura donde el precio de alquiler bajó por sí solo y en la que la principal dificultad para sufragar el arrendamiento estaba en la gran disminución de los ingresos de los jóvenes, derivada de la pérdida del empleo sufrida por muchos de ellos.

Entre 2022 y 2023, dicho bono supondrá el despilfarro de 400 millones €, pues este es el presupuesto asignado a tal medida. Si su vigencia se prolonga, beneficiará en mayor medida a los propietarios que a los inquilinos, no solucionará ningún problema en las grandes metrópolis y puede originar alguno en determinadas pequeñas ciudades al provocar artificialmente una subida del precio del alquiler. El coste para la Administración del estímulo al voto de los jóvenes es de 6.000 € por persona subsidiada, siendo 3.000 € los que debe abonar cada año. Un importe que solo recibirán 66.666 menores de 36 años, si cada uno de ellos recibe 250 € mensuales.

No obstante, si de forma directa o indirecta logra generar un aumento equivalente de sufragios para el PSOE, el número de beneficiados supondrá un 0,98% de los votos recibidos por la formación en noviembre de 2019. Sin duda, un porcentaje nada despreciable.

### c) La resurrección de la demanda de alquiler

#### 1) Las distintas demandas de alquiler

##### a) La clásica

Una ciudad generalmente posee dos clases de demanda de viviendas: clásica y emergente. La primera es la mayoritaria, tiene carácter estable y está compuesta por los inquilinos que desean vivir en ella durante un largo período de tiempo. Por regla general, ya



residen en la misma, en los municipios cercanos o se han desplazado desde otros de la nación o el extranjero.

En el último caso, el principal motivo del traslado es la obtención de un puesto de trabajo o la esperanza de conseguirlo. Por tanto, el desplazamiento afecta tanto a parados como a asalariados. Los segundos buscan una ocupación mejor pagada y más acorde con su formación. Una urbe capaz de proporcionar muchos empleos, especialmente si la mayoría son bien retribuidos, logra un rápido incremento de la población.

No obstante, si las personas trasladadas consiguen su objetivo, la mayoría de ellas vivirá solo temporalmente de alquiler, pues una de sus metas será la adquisición de un piso, ya sea en la principal ciudad del área metropolitana o en una de las urbes próximas. En nuestro país, los mejores ejemplos históricos de la anterior tendencia son Madrid y Barcelona.

#### b) La emergente

La segunda es minoritaria, posee un carácter itinerante y está integrada por los arrendatarios que tienen la intención de vivir en la ciudad unos días, unos meses o unos pocos años. En concreto, forman parte de ella turistas, estudiantes, nómadas digitales, emprendedores y asalariados desplazados por motivos laborales.

Una significativa parte de las tres primeras categorías no se dirige al mercado de alquiler convencional, sino que contrata viviendas de uso turístico, arrendamiento de temporada o una habitación en un *coliving*. La última alternativa tiene un gran éxito, pues incluso en un año horrible como el 2020, la mayoría de los operadores en Madrid y Barcelona consiguieron una tasa de ocupación superior al 90%.

Es una demanda emergente porque hace cuarenta años casi no existía en España, siendo su gran crecimiento uno de los factores que explica el elevado incremento del importe del alquiler en las ciudades más importantes del país y las urbes más turísticas. También constituye el primordial motivo del creciente diferencial de precios entre las anteriores y la mayor parte del resto de la nación.

En una sustancial medida, la anterior demanda busca una vivienda en el centro de las ciudades. Por eso, la oferta principal está

situada allí. En Madrid, en el interior de la M-30 y especialmente en el distrito Centro. En Barcelona, en Ciutat Vella, el Eixample y Gràcia.

En dichas zonas, su irrupción ha generado un espectacular aumento del importe del alquiler y la expulsión de una parte de sus residentes a distritos menos céntricos o a municipios de la periferia. Una característica observada en casi todas las principales ciudades del planeta debido al elevado incremento de la movilidad de una parte de la población mundial, el gran auge del turismo y la distinta manera de vivir de los jóvenes.

En el actual siglo, la cuota de mercado de la demanda itinerante ha tenido un gran crecimiento en Madrid, Barcelona, Palma, Ibiza, Valencia o Málaga. No obstante, escasísimo en casi todas las ciudades de menos de 250.000 habitantes. Por eso, su importancia es residual en ciudades como Huesca, Lugo, Huelva, Castellón o Almería.

A pesar de ello, entre 2014 y 2019 en las últimas urbes el precio de alquiler también aumentó mucho, aunque menos que en las anteriores. Lo hizo por la imposibilidad de numerosos jóvenes de adquirir una vivienda debido a la precariedad laboral y el desplazamiento hacia ellas de una significativa parte de las parejas residentes en los municipios cercanos.

## 2) Crisis y recuperación del mercado de alquiler

### a) La crisis

En marzo de 2020, la pandemia generó un tsunami en el mercado de alquiler convencional. Por un lado, la oferta aumentó por la incorporación de numerosas viviendas de uso turístico y arrendamiento de temporada. Por el otro, el número de demandantes disminuyó y también su capacidad de pago por el incremento de la precariedad económica. En dicho período, un gran número de trabajadores perdieron su empleo o percibieron un salario inferior al quedar afectados por un ERTE.

Ambos factores llevaron a muchas familias a trasladarse a una peor ubicación o a una vivienda con menores prestaciones. Para la mayoría de ellas, el principal objetivo era compensar la reducción de los ingresos con una disminución de los gastos, siendo entre los últimos el más importante el importe del arrendamiento.



En marzo de 2020, la pandemia generó un tsunami en el mercado de alquiler convencional.



En 2020, el precio del alquiler en España bajó alrededor de un 10%, aunque los dos principales portales inmobiliarios dijeran que continuó subiendo. No obstante, la disminución fue más elevada en las grandes ciudades que en las pequeñas. La clave estuvo en la casi desaparición de la demanda itinerante, ya sea de españoles o extranjeros desplazados temporalmente a las primeras.

En dicho año, los flujos migratorios interiores tomaron una dirección contraria a la usual. Favorecieron a la España vaciada y perjudicaron a una sustancial parte de la más poblada. Por el anterior motivo, disminuyó la población en Madrid, Catalunya, Canarias, Islas Baleares y Murcia y aumentó en el resto de las comunidades autónomas. Las dos provincias con mayor número de residentes perdieron 19.200 y 15.651 habitantes, respectivamente.

En Madrid y Barcelona, los distritos más afectados por la disminución del precio del alquiler fueron Centro y Ciutat Vella. En los distintos barrios que los componen, la caída osciló entre un 15% y 20%. En las dos ciudades, ambos fueron los distritos con un incremento porcentual de la oferta más elevado.

#### **b) La recuperación**

En 2021, el mercado convencional de arrendamientos tuvo dos distintas etapas: enero – agosto y septiembre – diciembre. En la primera, la recuperación fue lenta y la principal repercusión fue la absorción de una parte del exceso de oferta. En la segunda, la demanda creció con mayor intensidad y una sustancial parte de los nuevos inmuebles de alquiler volvieron a la modalidad turística o de arrendamiento de temporada. En el conjunto del año, el precio aumentó entre un 3% y un 5%.

El aumento de la demanda convencional fue principalmente consecuencia de la magnífica evolución del mercado de trabajo (creación de 840.600 empleos). La reducción de la oferta suplementaria estuvo sustentada en el regreso de la enseñanza presencial en las universidades y en el incremento del turismo nacional.

En el primer semestre de 2022, la oferta de alquiler convencional volvió a ser similar a la existente en 2020 debido al casi completo regreso de la población itinerante. La demanda siguió subiendo por el aumento del empleo, una mayor facilidad de los jóvenes para encontrar trabajo y una más elevada estabilidad laboral generada por la conversión de numerosos contratos temporales en indefinidos.

En la actualidad, existe un gran exceso de demanda en casi todas las ciudades con más de 250.000 habitantes. En Madrid, Barcelona, Málaga y Valencia, por cada piso con una correcta ubicación, buena conservación y un importe equivalente al de mercado, las principales agencias inmobiliarias suelen tener entre tres y cinco interesados.

En el segundo semestre, dicho exceso disminuirá por la gran desconfianza de la población en relación al próximo futuro, un menor crecimiento de la actividad económica y una peor evolución del mercado de trabajo. A pesar de ello, la demanda seguirá siendo superior a la oferta y el precio continuará subiendo.

En el actual año, el incremento del importe del alquiler excederá por poco del 10%, siendo las ciudades más beneficiadas las más perjudicadas en 2020. Por tanto, las primeras serán Madrid y Barcelona, especialmente los distritos de Centro y Ciutat Vella. No obstante, el aumento del precio será superior en los barrios de alto standing que en los obreros. La principal explicación consistirá en el masivo regreso de los extranjeros europeos, cuya capacidad de pago es significativamente superior a la de los españoles.

En definitiva, entre 2020 y 2022, el mercado de alquiler tendrá una evolución en forma de V. La verticalidad de las ramas ascendente y descendente será más pronunciada en las grandes ciudades y las capitales turísticas que en las urbes menos pobladas. Al final del ejercicio, el precio superará al observado en febrero de 2020 y la dificultad de encontrar una vivienda asequible en las principales metrópolis del país se convertirá en un problema social tan o más importante que el advertido tres años atrás.

Los principales partidos políticos no harán nada útil para solucionarlo. Uno porque sus propuestas son de manual de populismo (Podemos). Otros porque consideran un gran marrón gestionar un parque de vivienda pública por el elevado número de impagos y el rápido deterioro de los inmuebles.

La anterior afirmación no es una sensación, sino una realidad. En 2021 solo se iniciaron 4.163 pisos de alquiler de protección oficial, representando dicha cifra un 3,7% de las viviendas iniciadas. La solución es muy fácil: incentivar a las empresas inmobiliarias y a las familias, mediante disminuciones de impuestos y subvenciones, a destinar una gran parte de la oferta privada al alquiler social. Es lo más eficiente para el país, pero no para los políticos, pues muchos creen que les resta votos.

Two horizontal red bars of different widths are positioned at the top of the page. The top bar is thin, and the bottom bar is significantly thicker.

# Perspectivas del Commercial Real Estate

Por Gonzalo Bernardos



En una coyuntura expansiva, unos tipos de interés muy bajos generalmente comportan elevadas subidas bursátiles y una mayor probabilidad de sacar al parqué nuevas compañías.

## 1) LA INFLUENCIA DEL CONTEXTO ECONÓMICO

### a) Viento a favor

Un fuerte viento a favor sopla en el mercado comercial cuando el país logra un elevado crecimiento económico, los tipos de interés son muy reducidos y existe una escasa oferta de espacio. El primer factor generalmente comporta un aumento de la demanda de alquiler, del grado de ocupación de los activos y del importe de los arrendamientos.

El segundo conlleva una exigua rentabilidad proporcionada por la renta fija, una superior capacidad de endeudamiento de los adquirentes de inmuebles y una financiación más fácil y barata por parte de las *startups*, especialmente las que utilizan en sus negocios alguna de las nuevas tecnologías disponibles.

La escasa rentabilidad proporcionada por bonos y obligaciones desplaza a numerosos inversores del mercado financiero al inmobiliario y genera la aparición en el último de muchos nuevos fondos. Entre los últimos, existen dos principales tipos: patrimonialistas y especuladores. Por regla general, el número de los primeros supera con creces al de los segundos.

### 1) La actuación de los fondos de inversión

Los mayoritarios normalmente incurren en un escaso riesgo y mantienen el inmueble adquirido en su cartera durante numerosos años. Pretenden obtener una rentabilidad competitiva a través del alquiler en el corto plazo y mediante el incremento de su valor de mercado en el largo. Las claves del éxito de su inversión la constituyen una ocupación media superior al 85% y un aumento de las rentas más elevado que la tasa de inflación del período.

Los minoritarios buscan una gran plusvalía en un plazo inferior a los diez años, derivada de la compra y venta del activo. El riesgo incurrido es elevado, pero ponderan por encima de este la expectativa de consecución de una gran rentabilidad. En una etapa de bonanza económica, sus adquisiciones suelen ser solares o inmuebles en

ubicaciones secundarias. En una de crisis, activos muy bien situados con un elevado descuento, aprovechando la escasez de compradores y la necesidad de liquidez de los vendedores.

En el primer caso, sus ejecutivos compran activos a precio de mercado, pero los consideran infravalorados por sus magníficas expectativas. La principal clave del éxito o fracaso de la operación es la duración del ciclo inmobiliario expansivo. Si es larga, la elevada plusvalía puede provenir de dos vías: la conversión en principal de una zona anteriormente considerada como secundaria o un aumento de las rentas de alquiler y la ocupación muy superior al observado en los inmuebles situados en la Zona Prime.

La llegada de nuevos inversores aumenta la demanda de activos y disminuye la rentabilidad generada por su alquiler, pues el incremento porcentual de su valor de mercado generalmente supera al del importe del arrendamiento. En los últimos años, un claro ejemplo son las naves logísticas.

Una década atrás era impensable que alguna de ellas proporcionara una rentabilidad anual inferior al 4%. No obstante, así sucede en la actualidad, aunque aquella sigue sin ser frecuente. Una cifra consecuencia de una sobrevaloración del activo realizada por el comprador debido a la gran calidad del inmueble, derivada tanto de su buena ubicación como de sus magníficas instalaciones.

### 2) La generación de *startups* tecnológicas

En una coyuntura expansiva, unos tipos de interés muy bajos generalmente comportan elevadas subidas bursátiles y una mayor probabilidad de sacar al parqué nuevas compañías. La inmensa mayoría salen a cotizar muy caras, incluso si la valoración inicial de la empresa se realiza en base a los ingresos obtenidos. A pesar de ello, el estado de euforia de numerosos inversores conduce al éxito a muchas Ofertas Públicas de Venta (OPV).

Una situación que reduce la percepción del riesgo incurrido al invertir en *startups* y facilita su financiación, pues los inversionistas

creen que las recién creadas emularán en el futuro la trayectoria de las compañías acabadas de ingresar en el parqué. Los anteriores valoran mucho más la expectativa de obtener una gran plusvalía que la posibilidad de desaparición de la empresa y la pérdida de la totalidad del dinero invertido.

Para satisfacer a los inversores, las nuevas empresas tecnológicas han de mostrar un gran crecimiento de los ingresos, aunque el último objetivo implique incurrir en cuantiosas pérdidas. Para lograrlo, la mayoría no intenta aumentar la eficiencia de sus empleados (lo difícil), sino opta por el incremento de la plantilla (lo fácil). Por tanto, tienen la necesidad de arrendar muchos más m<sup>2</sup>. En consecuencia, crece la demanda de alquiler de espacios, el grado de ocupación del activo y el importe del arrendamiento.

Los ejecutivos de las anteriores compañías buscan situar sus sedes en los mejores inmuebles de la ciudad. Para conseguirlo, arriendan espacio en los edificios recientemente construidos, pues son los que proporcionan unas mayores prestaciones a la plantilla. Su ubicación les importa, pero menos que la anterior variable. Para atraer y retener el talento, ofrecen a sus empleados cualificados el mejor entorno para trabajar y no escatiman ni un euro para conseguirlo.

En un período de expansión económica, una escasa disponibilidad de espacio comporta un aumento del importe del arrendamiento y del precio del edificio. No obstante, la exigua disponibilidad solo será temporal. Las dos anteriores repercusiones rápidamente conducirán a un gran aumento de la oferta, si esta no es restringida por las autoridades locales.

Los alcaldes están encantados con la edificación de nuevos inmuebles de oficinas y *coworkings*. Estiman que la nueva inversión creará riqueza, al permitir la llegada de nuevas empresas y facilitar la expansión de otras, y generará numerosos empleos cualificados. Además, desde la perspectiva arquitectónica, hará más atractiva la ciudad para los residentes y los visitantes.

No obstante, su opinión es muy diferente con las naves logísticas. Consideran que crean muy poco empleo por cada 1.000 m<sup>2</sup> utilizados y generan muchas molestias a los ciudadanos debido al conti-

nuo flujo de camiones y furgonetas. Por tanto, si la ciudad constituye un gran núcleo de población o está cerca de una metrópoli muy habitada, el consistorio pondrá muchos impedimentos a la construcción de nuevos inmuebles.

El anterior motivo provoca que el importe del alquiler y el precio de los inmuebles de oficinas aumente generalmente menos en las etapas expansivas y se reduzca más en las contractivas que el de las naves logísticas. En las primeras, el incremento de la oferta disminuye la rentabilidad extraordinaria inicialmente obtenida. En las segundas, la mayor disponibilidad reduce más el precio de los inmuebles y el importe del alquiler.

## b) Viento en contra

Un potente viento en contra azota al mercado comercial cuando los tipos de interés aumentan en una sustancial medida, el país entra en recesión y crece notablemente la oferta de nuevo espacio. La mejora de la rentabilidad proporcionada por los bonos y obligaciones hace relativamente más atractiva a la renta fija y obliga a los propietarios que desean vender sus inmuebles a incrementar la ofrecida por ellos.

### 1) El incremento de la rentabilidad de los inmuebles

Dicho aumento puede proceder del crecimiento de las rentas de alquiler o de una disminución del precio del activo. En una coyuntura económica desfavorable, la primera opción es imposible, pues la contracción de los ingresos de las empresas conllevará una reducción de sus costes con la finalidad de evitar entrar en pérdidas o al menos reducir al máximo su cuantía. En la mayoría de las ocasiones, una de las partidas de gastos más afectada por la austeridad es la de los arrendamientos.

En la anterior situación, los ejecutivos de las compañías entablarán negociación con los propietarios en relación a la superficie ocupada y el precio abonado por m<sup>2</sup>. A muchas empresas les sobra espacio, ya sea porque los recientes despidos han reducido el número de empleados o debido a una optimización del uso de sus instalaciones. El segundo factor generalmente supone mejorar la distribu-



ción del personal y eliminar algunas áreas descanso y relajación, despachos o salas escasamente utilizadas.

La disminución del importe pagado por m<sup>2</sup> alquilado viene facilitada por la elevada superficie disponible en el mercado y las atractivas ofertas realizadas por otros propietarios. En la coyuntura descrita, la sartén por el mango la tiene el inquilino y el dueño del activo debe hacer frente a un dilema: acceder a las peticiones del arrendatario o arriesgarse a perderlo. Si opta por lo segundo, muy probablemente cometa un error, pues lo negado al anterior deberá concedérselo a cualquier interesado en su inmueble.

En una recesión económica, la disminución de la rentabilidad ofrecida por las naves a través del alquiler normalmente es inferior a la proporcionada por las oficinas. La gran excepción la constituye una crisis industrial con escasas repercusiones sobre el sector servicios. En cambio, si los malos tiempos principalmente afectan a la segunda actividad, aumenta la diferencia de rendimiento generada por ambos segmentos de mercados. La última coyuntura fue la observada en 2020.

La principal clave de la anterior diferencia está en la distinta facilidad de unas y otras empresas para acomodar sus equipos a un nuevo inmueble. Las industriales y logísticas, especialmente si necesitan una extensa superficie para desarrollar su actividad, tienen grandes dificultades para encontrar una propiedad que se ajuste a sus necesidades. En cambio, el traslado es sumamente fácil para las que buscan espacio en el mercado de oficinas, sea casi cual sea el número de m<sup>2</sup> requerido, pues muy probablemente encontrarán más de 5 inmuebles cuya oferta se ajuste en gran medida a sus exigencias.

En una coyuntura expansiva, donde es más habitual que suban los tipos de interés que en una recesiva, el aumento del importe del alquiler generalmente incrementa la rentabilidad del activo en una cuantía insuficiente para satisfacer los deseos de los interesados. En consecuencia, el propietario, si desea vender rápidamente el inmueble, no tendrá más remedio que disminuir el precio establecido.

Un ejemplo teórico ayudará a entender mejor la anterior descripción. En el pasado año, un restaurante pagaba 24.000€ anuales (2.000€ al mes) por el alquiler de un local. Para adquirirlo, la renta-

bilidad mínima exigida por los inversores ascendía al 5%. Una cifra que suponía fijar el precio máximo del inmueble en 480.000€.

En el siguiente ejercicio, el importe del arrendamiento ha aumentado un 4%, pues esta ha sido la inflación interanual observada en diciembre del último año. Por tanto, la anterior cuantía ha ascendido desde 24.000 a 24.960€. Sin embargo, una elevada subida de los tipos de interés ha llevado a los inversionistas a exigir una rentabilidad mínima del 6% en lugar del 5%. El resultado de ambos cambios supone una disminución del precio máximo del activo desde 480.000 a 416.000€.

## 2) El aumento de la oferta de espacio

### a) Propietarios activos versus pasivos

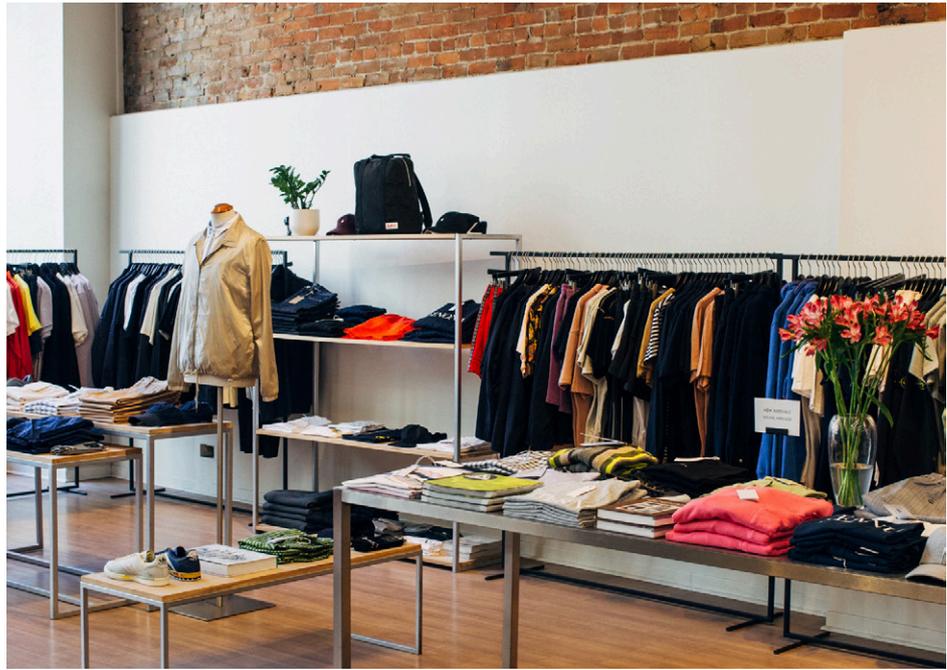
En una crisis, numerosas empresas disminuyen su actividad económica y algunas la abandonan por completo, pues una sustancial reducción de la demanda de bienes y servicios provoca la desaparición de las últimas. En un escaso período de tiempo, el mercado genera un gran aumento del espacio disponible, incluso si la nueva superficie creada es escasa.

El elevado incremento del stock alerta a los propietarios más listos. Son los que prefieren percibir una menor renta de alquiler durante un tiempo a mantener vacío el inmueble. No obstante, no todos ellos operan igual. Ante la nueva coyuntura, unos realizan una gestión activa (una minoría) y otros pasiva (la mayoría).

Sin necesidad de pedirlo sus inquilinos, los primeros les ofrecen una rebaja del importe mensual. No obstante, la vigencia de su oferta es limitada, pues es difícil que supere los dos años, siendo un ejercicio su duración más habitual. En algunas ocasiones, el arrendatario no ha de proporcionar ninguna contraprestación al casero y en otras debe comprometerse por escrito a permanecer en el inmueble durante el período completo de aplicación del descuento.

Los propietarios pasivos esperan que los inquilinos inicien la negociación, ya sea porque creen que están pagando demasiado en el nuevo contexto económico o debido a que tienen una oferta en firme de otro arrendador. En el primer caso, el descuento logrado es casi siempre inferior al obtenido en el segundo.





La mayoría de los propietarios sube rápidamente el precio de sus inmuebles cuando los inversores aumentan su interés por las propiedades comerciales, pero tardan bastante más en bajarlo cuando aquel disminuye.

### b) Guerra de alquileres

En la anterior coyuntura, para convertir los inmuebles vacíos en ocupados, las inmobiliarias tienen un plan dividido en dos fases. En la primera, intentan convencer a sus propietarios de la necesidad de efectuar una significativa disminución del importe del alquiler. Si no la realizan, aunque hagan mucha publicidad, difícilmente encontrarán a numerosos inquilinos. En determinadas ocasiones, la excepción son los activos cuya ubicación es magnífica y excelentes sus prestaciones.

En la segunda, se entrevistan con arrendatarios de otras propiedades, les preguntan por el importe de la renta pagada y les ofrecen un atractivo descuento si se trasladan a otro edificio. No obstante, a veces la oferta consiste en disfrutar de una mejor localización y una mayor superficie por una cuantía idéntica a la hasta ahora sufragada. La propuesta inicial suele tener mucho más éxito que la última, pues permite a las empresas disminuir sus costes.

Dichas actuaciones conducen a una guerra de alquileres y provocan el traslado de numerosas compañías a otros edificios, sobre todo en los segmentos de oficinas, *coworkings* y locales. Los beneficiados son las firmas arrendatarias y las agencias especializadas en arrendamientos y los perjudicados los propietarios de los inmuebles. Entre los últimos, los más afectados son los que deciden no efectuar ninguna rebaja del precio, pues durante muchos meses sus activos les generarán gastos, pero ningún ingreso.

### c) Disminución del precio de los inmuebles y de las transacciones

Los ingresos de las inmobiliarias especializadas en la venta de inmuebles comerciales tendrán una opuesta evolución a los de las agencias dedicadas preferentemente a su alquiler. Así, mientras las primeras realizarán menos operaciones y percibirán un importe inferior por cada una de ellas, las segundas incrementarán notablemente el número de arrendamientos logrado. Dicho aumento más que compensará los menores honorarios percibidos por cada intermediación efectuada.

La disminución de las transacciones vendrá motivada por el aumento de los inmuebles desocupados y la escasa rebaja del precio inicialmente realizada por los propietarios. Los interesados en adquirirlos prefieren los ocupados a los vacíos y el número de los primeros en una crisis disminuye considerablemente.

En el caso de las oficinas y los *coworkings*, el criterio más relevante es la evolución de la tasa de disponibilidad. Para un determinado activo, cuando más reducido es el crecimiento de aquella en una recesión, menos le afectan las coyunturas adversas y más pequeño debe ser el descuento sobre el precio de venta en ellas.

La mayoría de los propietarios actúa de manera asimétrica. Sube rápidamente el precio de sus inmuebles cuando los inversores aumentan su interés por las propiedades comerciales, pero tardan bastante más en bajarlo cuando aquel disminuye. Una situación que en el segundo contexto impide un rápido encuentro de la oferta y la demanda.

Dicho encaje es especialmente difícil en el primer año de una recesión. En dicho período, numerosos propietarios deciden obviar su existencia, pues la consideran un pequeño bache económico que el país pronto superará. Las consecuencias son un precio fijado por los caseros sustancialmente superior al que están dispuestos a abonar los interesados en sus propiedades y una gran disminución del número de inmuebles vendidos.

### d) Nuevas promociones de inmuebles comerciales

En algunas ocasiones, la aparición de una crisis económica sucede después de un largo período de expansión, caracterizado en los últimos años por una escasa disponibilidad de activos comerciales y un elevado aumento del importe del arrendamiento. Unas características muy atractivas para el desarrollo por parte de los promotores inmobiliarios de nuevos edificios de oficinas, naves industriales y logísticas.

Por regla general, entre la compra del activo y la finalización de su construcción transcurren dos o más años. Un período en el que el



país puede pasar de disfrutar de un elevado crecimiento a padecer una disminución del PIB y el mercado comercial mudar de una escasa oferta a una elevada. La última sería consecuencia tanto de la menor necesidad de espacio de las empresas como del aumento de la superficie ofrecida por parte de los nuevos inmuebles construidos.

Una situación como la anteriormente descrita tuvo lugar en el mercado de oficinas en el primer lustro de la década de los 90. El gran crecimiento económico observado entre 1986 y 1991, así como la llegada de numerosas empresas extranjeras debido a la entrada de España en la Unión Europea, aumentó notablemente las rentas de alquiler y redujo la oferta de espacio disponible.

Una coyuntura que convirtió en muy atractiva la construcción de nuevos edificios de oficinas para destinarlos a empresas de servicios o a las nuevas sedes de compañías industriales. Por tanto, entre 1991 y 1993, el resultado fue una gran generación de nueva superficie.

No obstante, el contexto económico fue contrario al previsto por los anteriores promotores de inmuebles. Después del verano de 1992 y hasta finales de 1993, la economía española padeció una recesión. Así pues, un gran aumento de la oferta de espacio coincidió con una elevada disminución de la demanda.

En Barcelona, sus principales consecuencias fueron una espectacular caída de las rentas de alquiler en los nuevos contratos (alrededor del 40%) y bastante menor en las renegociaciones. En el primer caso, las empresas se mudaron a otro inmueble, en el segundo, permanecieron en el que ya ocupaban. También aparecieron inversores oportunistas que pretendieron adquirir a precio de ganga edificios bien situados con un elevado grado de desocupación.

Al durar muy poco la adversa coyuntura, pues en 1994 la economía española inició una larga etapa de expansión, muy pocos de los anteriores inversores consiguieron su propósito. Por tanto, las transacciones fueron escasas. Un resultado muy distinto del advertido entre 2008 y 2013, una etapa caracterizada por una crisis mucho más larga e intensa. A diferencia de la anterior, ésta proporcionó a los inversionistas magníficas oportunidades, especialmente en los últimos años del período indicado.

## 2) PERSPECTIVAS DEL MERCADO COMERCIAL PARA 2023

### a) Un enfoque general

En 2023, el mercado comercial tendrá una negativa evolución. Las claves serán una reducción de la liquidez de los fondos de inversión, una elevada subida de los tipos de interés en un corto período de tiempo, un menor dinamismo económico y un aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores.

En la mayoría de los segmentos de mercado, los fondos de inversión serán más vendedores que compradores. No obstante, excepto si necesitan urgentemente liquidez, la mayoría de los activos en venta no encontrará adquirente. El motivo será una gran discrepancia sobre el importe de los inmuebles entre las dos partes de la transacción.

Los vendedores los querrán enajenar con una nula o pequeña rebaja del precio y los compradores exigirán un descuento más elevado. El mantenimiento del importe de venta estará sustentado en las elevadas expectativas de revalorización del activo. Un argumento basado en lo sucedido en el pasado, pero escasamente conectado con la evolución futura de su precio en la mayoría de los segmentos del mercado comercial.

Por el contrario, la petición de una sustancial rebaja tendrá una mayor vinculación con el contexto económico previsto para el próximo año. Un aumento de los tipos de interés, una menor ocupación del activo y la reducción de la capacidad de pago de los inquilinos deberían provocar una contracción del valor de mercado de los inmuebles.

La disminución de la actividad de los fondos no tendrá un carácter coyuntural, sino estructural. Aunque el tipo de interés principal del BCE pueda disminuir un poco en el segundo semestre de 2023, será difícil que regrese al 0% en algún momento del resto de la década. Y mucho más que permanezca en dicho nivel durante más de seis años, pues así estuvo en la zona euro entre marzo de 2016 y julio de 2022. Sin duda, una irregularidad histórica.

En los próximos ejercicios, la capacidad inversora de los fondos disminuirá y la resultante se repartirá entre un mayor número de opciones de lo que lo ha hecho en los últimos años. La reducción de su liquidez será generada por un tipo de interés más elevado, una disminución de su capacidad de endeudamiento y la inexistencia de programas de compra de deuda por parte del banco central. A lo largo de la década, el BCE retirará una parte del dinero emitido en los últimos años al finalizar su vida un gran número de bonos y obligaciones que actualmente mantiene en el activo de su balance.

El aumento de los tipos de interés volverá hacer de la renta fija una atractiva inversión. Por tanto, de manera progresiva, existirá un desplazamiento de capitales desde el mercado inmobiliario comercial al financiero. Los gestores más adversos al riesgo preferirán la adquisición de obligaciones emitidas al 4% por cualquier país desarrollado que la de un edificio de oficinas que rente un 5%.

Si mantiene en su cartera los anteriores títulos hasta el final de su vida, la rentabilidad inicial ofrecida estará garantizada. En cambio, no será así con la actual obtenida por el anterior inmueble. Un descenso de la tasa de ocupación, un menor importe del alquiler y la realización de obras no previstas pueden provocar una reducción del rendimiento medio anual. Por tanto, el plus previsto no compensará el riesgo incurrido.

En el próximo ejercicio, las rentas establecidas en los nuevos contratos serán inferiores a las del año actual, excepto en el mercado de naves industriales y logísticas. La atonía de la demanda de bienes y servicios, junto con el impacto sobre los costes de las empresas de la elevada inflación, reducirá la actividad de numerosas empresas y provocará la desaparición de algunas. Por tanto, el aumento de la tasa de desocupación presionará sobre el importe del alquiler y lo hará descender.

### b) El mercado de naves industriales y logísticas

La escasez de producto en el mercado logístico hará que la rentabilidad exigida por la mayoría de los compradores en las mejores ubicaciones aumente en 0,25 puntos y en las situadas a más de 40 km<sup>2</sup> de Barcelona y Madrid en 0,50. Por tanto, para adquirir las

propiedades, los interesados pedirán una disminución de su precio, siendo su reducción más elevada en los segundos municipios que en los primeros.

No obstante, de forma extraordinaria, algunas operaciones pueden acordarse a un importe similar al actual. Los principales adquirentes serán SOCIMIS y *family office* que darán un giro estratégico a su cartera de inmuebles. La mayoría de las anteriores sociedades financiará prioritariamente la compras con su elevada liquidez. Por tanto, su apalancamiento será reducido o nulo.

Con las nuevas adquisiciones, las SOCIMIS pretenderán disminuir la influencia en su portfolio de los edificios de oficinas y aumentar la de los inmuebles logísticos. Una opción lógica, pues la rentabilidad futura de los primeros es muy probable que sea inferior a la de los segundos.

El giro estratégico por parte de algunas *family office* tendrá como objetivo aumentar la tenencia de inmuebles comerciales y disminuir la de los residenciales. No obstante, casi todos los nuevos tendrán una magnífica ubicación, pues la mayoría de los propietarios ordena a sus ejecutivos efectuar una gestión conservadora. La desinversión en vivienda no debe ser necesariamente inmediata, pues la nueva estrategia es a medio y largo plazo. A pesar de ello, algunas la iniciarán durante el próximo año, si consiguen colocar su producto en el mercado.

El posible adquirente no será un fondo, sino probablemente un inversor particular u otro *family office*, cuya estrategia es completamente diferente a la de las anteriores. No obstante, no será fácil encontrarlo, pues en 2023 el precio de los pisos también bajará y el importe fijado por la propiedad no lo convertirá en una oportunidad.

En el mercado de alquiler, casi todas las naves con un buen estado de conservación y una localización cercana a Barcelona y Madrid estarán ocupadas. También las que se sitúen en una ubicación secundaria y próximas a una de las autovías o autopistas más transitadas del país. El importe de los nuevos contratos de arrendamiento aumentará alrededor del 5%, siendo su crecimiento equivalente a la inflación media de 2023.



La deslocalización de actividades económicas desde el Sudeste Asiático hacia Europa y el gran impulso a la industria en España proporcionado por los 140.000 M€ de fondos europeos auguran un magnífico futuro para el segmento de naves industriales.

No obstante, este no se divisará aún en 2023. Las rentabilidades exigidas por los inversores aumentarán en una cuantía similar a la observada en el mercado logístico y la disponibilidad de naves de alquiler será un poco más elevada que en aquel. No obstante, el principal problema para dar salida al stock existente continuará siendo la deficiente calidad de la mayoría de los inmuebles disponibles.

### c) El mercado de oficinas y *coworkings*

El principal problema del mercado de oficinas consistirá en la aparición de una elevada nueva oferta. Ésta coincidirá con una escasa demanda de espacio y la renuncia de muchos m<sup>2</sup> por parte de empresas que reducirán plantilla para disminuir sus costes. En las dos grandes capitales del país, su evolución será decepcionante, pero más negativa en Barcelona que en Madrid.

Dicha peor evolución estará basada en dos principales factores: el mayor incremento relativo de la oferta en la capital catalana y su superior dependencia de las startups tecnológicas. En el próximo año, en Barcelona saldrán más de 200.000 m<sup>2</sup> de nueva superficie, una cuantía no observada en ningún ejercicio de la última década. La mayoría lo harán en el 22@, la ubicación preferida por las empresas recién creadas.

En el próximo ejercicio, un gran número de *startups* desaparecerá por falta de financiación, pues la inmensa mayoría seguirán obteniendo cuantiosas pérdidas y pocos nuevos accionistas estarán dispuestos a aportarles capital. La explosión de la burbuja tecnológica cambiará una elevada propensión al riesgo de numerosos inversores por una significativa aversión y el dinero antes abundante se transformará en escaso.

Las que recientemente han conseguido capital muy probablemente procederán a despedir a una parte de sus trabajadores, ya sea por la disminución de sus actividades o para reducir sus pérdidas. Pretenderán que su liquidez les dure más que la de años anteriores, pues en el próximo futuro será mucho más difícil atraer a nuevos accionistas o convencer a las actuales de la aportación de dinero adicional.

En ambas ciudades, las principales consecuencias serán un considerable aumento de la tasa de desocupación y una elevada caída del importe de los alquileres. En Barcelona su cuantía superará claramente el 10% y en Madrid se acercará a los dos dígitos. Una parte de los actuales inquilinos se desplazará a *coworkings* debido a la menor necesidad de espacio y la mayor flexibilidad del concepto. No obstante, su evolución no será mucho mejor que la de oficinas, especialmente si los inmuebles están situados en el 22@.

### d) El mercado de locales

La demanda de alquiler se comportará mejor en el centro histórico y comercial de la ciudad que en sus distintos barrios. La clave estará en un magnífico año turístico derivado de la recuperación completa de los congresos, la nula influencia de la COVID-19 sobre el flujo de visitantes y los deseos de volver a viajar por parte de una sustancial parte de la población de los países desarrollados. Todos los anteriores factores minimizarán las negativas repercusiones de la aparición de una recesión en numerosas naciones europeas.

En el próximo ejercicio, volverán a ser ocupados los inmuebles vacíos del Paseo de Gracia, la Rambla Catalunya y demás calles principales, pues existirá una mayor confluencia entre demanda y oferta de alquiler que en el pasado año. Por un lado, las grandes multinacionales del comercio estarán dispuestas a pagar más que en 2022, pues han constatado que la ciudad conserva plenamente su histórico poder de atracción de turistas. No obstante, su disposición será inferior a la de 2019.

Por el otro, los propietarios disminuirán un poco sus pretensiones, pues se han dado cuenta que la irrupción del comercio *online* ha transformado de oro a plata inmobiliaria un local en Zona *Prime*. Algunas grandes firmas ya no apuestan por una *flagship* en la capital catalana, sino por una tienda de menor superficie, pues su principal interés consiste en aumentar la cuota de las ventas a distancia.

En las mejores ubicaciones de los barrios, si un negocio desaparece, será difícil encontrar un rápido sustituto. La atonía económica hará que 2023 no constituya un buen año para emprender nuevos proyectos comerciales. Por tanto, la tasa de desocupación aumentará y las rentas pagadas por los nuevos inquilinos serán entre un 5% y 10% inferiores a las del 2022.



forcadell.cat

## SERVICIOS DEL GRUPO



Comercialización de Viviendas



Inmobiliaria de Empresa



Gestión Inmobiliaria



Consultoría Inmobiliaria



Asesoría Jurídica Inmobiliaria



Correduría de Seguros



Oficina Técnica Inmobiliaria

## OFICINAS

**Barcelona Eixample**  
T. 934 965 400  
Pl. Universitat, 3  
08007 Barcelona

**Barcelona Sant Gervasi**  
T. 931 549 692  
Muntaner, 500  
08022 Barcelona

**Gavà**  
T. 931 549 700  
Sant Josep Oriol, 3  
08850 Gavà

**Granollers**  
T. 938 792 003  
Girona, 35  
08402 Granollers

**Mollet del Vallès**  
T. 935 705 123  
Anselm Clavé, 88  
08100 Mollet del Vallès

**Terrassa**  
T. 937 333 342  
Arquimedes, 157  
08224 Terrassa

**Palma de Mallorca**  
T. 971 718 852  
Bartomeu Ferrà, 2  
07002 Palma de Mallorca

**Sevilla**  
T. 954 577 341  
Av. Kansas City, 12 1ªA  
41007 Sevilla

**Madrid**  
T. 917 886 880  
María de Molina, 39  
28006 Madrid



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA