

INFORME INMOBILIARIO

Actualidad y perspectivas

2023

>>18

Forcadell y Universitat de Barcelona



Editor: FORCADELL

Consejo editorial:
Carles Vila i Polls
Presidente de FORCADELL

Ivan Vaqué Mas
CEO 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 nuevo boom inmobiliario en estados unidos: ¿Ajuste o explosión?
Por Joan Alujas - *Profesor del Departamento de Política Económica y Estructura Económica Mundial de la Universitat de Barcelona.*

El mercado de la vivienda 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.*

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.*

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

Tirada: 100 ejemplares
Depósito Legal: B-25590-2005
ISBN: 978-84-09-55898-8

Índice

Coyuntura económica e inmobiliaria	4
El nuevo <i>boom</i> inmobiliario en Estados Unidos: ¿Ajuste o explosión?	26
El mercado de la vivienda de alquiler	34
El mercado de la vivienda de propiedad	51
<i>Commercial Real Estate</i>	68



Coyuntura económica e inmobiliaria

Por Gonzalo Bernardos

ECONOMÍA MUNDIAL

A) LA CRISIS BANCARIA EN EE.UU.

1) El ocaso de las startups tecnológicas

a) Una política monetaria ultraexpansiva: principales repercusiones

Entre 2009 y 2021, la Reserva Federal y el BCE adoptaron una política monetaria muy expansiva con la finalidad de evitar la deflación e impulsar el PIB en EE.UU. y la Zona Euro, respectivamente. Para conseguir sus objetivos, ambos bancos compraron masivamente deuda pública y privada y durante varios años fijando su tipo de interés principal en el 0% (véase la figura 1).

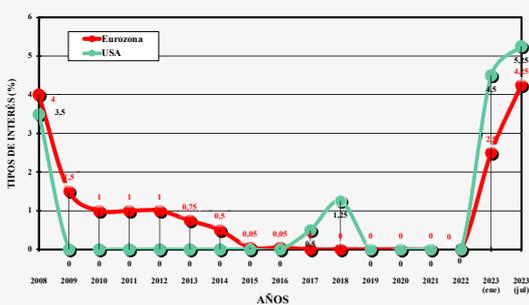
Dicha política comportó tres importantes repercusiones financieras: una extraordinaria abundancia de capital, un reducido coste del endeudamiento y el hundimiento de la rentabilidad proporcionada por la renta fija. Una combinación que favoreció a los inversores propensos al riesgo, especialmente a los que recurrieron al crédito, y perjudicó a los conservadores.

En la nueva coyuntura, para obtener una moderada rentabilidad, los inversionistas debían arriesgarse bastante más que antaño. Había más liquidez que nunca, pero menos alternativas de inversión rentables que las habituales, pues las letras del Tesoro, los bonos y las obligaciones proporcionaban un rendimiento negativo o muy escaso (véanse las figuras 2 y 3).

Un cóctel que estimuló la creación de nuevos activos donde invertir el capital. Los más destacados, por su elevado número y capacidad de atracción, fueron las startups tecnológicas y las criptomonedas. Ambos vivieron una etapa de esplendor, donde se sobrevaloraron sus ventajas y se subestimaron sus inconvenientes. Las principales eran la expectativa de una gran rentabilidad y el riesgo de perder la mayor parte o la totalidad del dinero invertido, respectivamente.

Las anteriores empresas no supusieron una novedad, pero si lo constituyó su cuantía, siendo esta mucho más elevada que la advertida en cualquier período precedente. Entre enero de 1996 y marzo del 2000, la burbuja bursátil de la nueva economía convirtió a numerosos emprendedores en millonarios. En los años siguientes, inicialmente la gran caída de las cotizaciones del Nasdaq y posteriormente la preferencia de los inversores por el mercado residencial, las relegó a un papel secundario.

Figura 1. Tipos de interés de referencia en EE.UU. y la zona euro (Enero 2008 - Julio 2023)



b) La valoración de las startups tecnológicas

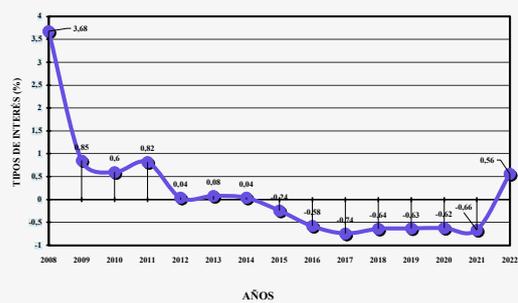
En sus períodos de auge, el método de valoración de las startups tecnológicas difiere del resto de compañías. Unas son evaluadas por el aumento de sus ingresos, las otras por el incremento de sus beneficios. Debido a ello, una elevada pérdida obtenida por las primeras durante varios años consecutivos no pone necesariamente en riesgo su existencia ni reduce significativamente su valor de mercado.

Un claro ejemplo de lo anterior lo constituye Glovo, una empresa de reparto a domicilio creada en 2014, que nunca ha ganado dinero y siempre ha obtenido elevadas pérdidas. Entre 2019 y 2021, tuvo un quebranto de 795,4 millones €. A pesar de ello, jamás ha tenido problemas para encontrar inversores. En enero de 2022, Delivery Hero, la valoró en 2.300 millones €, al adquirir el 39,4% de su capital. A diferencia de lo que muchos creen, el mejor emprendedor tecnológico no es un informático o ingeniero creativo, sino un gran comercial con una magnífica agenda. En ella deben figurar los principales datos de numerosos gestores de grandes patrimonios y fondos de inversión, así como de personas con una elevada riqueza.

La compañía puede tener una maravillosa app y un fantástico algoritmo. No obstante, ni una ni otro le servirán de nada, sino obtiene en sucesivas rondas de financiación el dinero necesario para continuar y expandir su actividad empresarial. Tiene más posibilidades de éxito una empresa con aplicaciones mediocres y gran acceso al mercado de capitales que otra con muy buenos instrumentos y escasa liquidez.

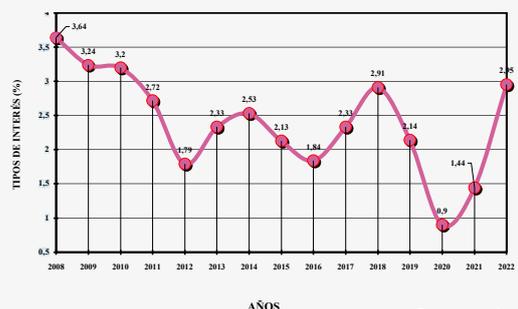
El emprendedor da un primer paso hacia el éxito si es capaz de generar grandes expectativas en los inversores. Para lograrlo, normalmente les explica que su empresa tiene una cualidad que solo

Figura 2. Tipo de interés medio del bono a 1 año en Alemania (2008 - 2022)



Fuente: Investing

Figura 3. Tipo de interés medio del bono a 10 años en EE.UU. (2008 - 2022)



Fuente: Investing



una pocas poseen: una elevada escalabilidad. En otras palabras, mediante un reducido aumento de los costes, su modelo de negocio es fácilmente exportable a numerosos mercados. Por tanto, su futura venta puede proporcionarles una plusvalía espectacular.

No obstante, las posibilidades de triunfar dependen en gran medida del entorno financiero. Si este es propenso al riesgo, tal y como ocurrió durante el último lustro de la pasada década, le resultará bastante fácil encontrar inversores. Por regla general, existen tres tipos: los deslumbrados, los oportunistas y los pragmáticos.

c) Los distintos tipos de inversores en startups

Los deslumbrados piensan que la nueva empresa es muy diferente a cualquier otra, siendo muy novedoso el proyecto presentado. Incluso unos pocos lo califican como revolucionario y llegan a creer que están invirtiendo en la nueva Meta (antes Facebook), Google o Amazon, a pesar de que nada tangible lo pueda presagiar.

Los oportunistas no comprenden casi ninguna de las claves del negocio propuesto, pero les encanta la expectativa de rentabilidad ofrecida por el emprendedor. Lo primero les importa muy poco y mucho lo segundo. Los principales motivos de su inversión son una elevada liquidez y el efecto envidia.

Por un lado, les sobra el dinero y creen que una excesiva parte de su ahorro está invertida en productos y activos de escaso rendimiento. Por el otro, no quieren ser menos que sus familiares y amigos. Algunos les explican una y otra vez la elevada plusvalía obtenida al vender las acciones de una empresa similar y ellos se proponen replicar su actuación.

Los pragmáticos son conscientes del riesgo que incurren. Han invertido en otras compañías de características análogas y algunas veces les ha ido bien y otras no. No obstante, lo que han ganado en las primeras ha compensado sobradamente lo perdido en las segundas. Tienen dudas de que la empresa pueda ser alguna vez rentable (obtenga elevados beneficios), pero están convencidos que la capacidad comercial del consejero delegado permitirá su venta a otra compañía o fondo de inversión.

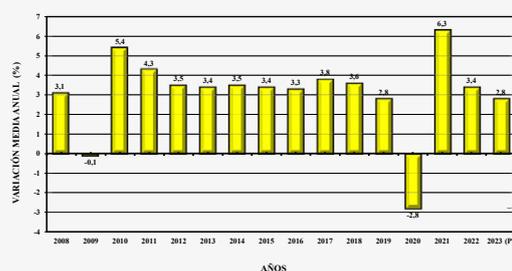
En la mayoría de las ocasiones, el éxito empresarial de las startups tecnológicas no viene proporcionado por la obtención de beneficios, sino por el logro de una gran cuota de mercado en la actividad desarrollada en uno o varios países. Si este constituye el caso, y el contexto financiero es el adecuado, una compañía extranjera o fondo de inversión pagará una considerable prima por su adquisición. A veces, el importe sufragado multiplicará por cinco o más los ingresos obtenidos por ella en el último ejercicio.

d) Un nuevo contexto financiero: principales consecuencias

Desde el segundo semestre de 2022, un espléndido entorno financiero para las startups tecnológicas se ha transformado en desfavorable. Los principales motivos del cambio han sido el elevado aumento de los tipos de interés de la Reserva Federal y el BCE y la finalización de sus programas de compra de deuda.

Unas actuaciones que han drenado la liquidez, encarecido el endeudamiento y convertido en interesantes numerosos activos de renta fija que hace poco no lo eran nada. Hay menos capital, más alternativas de inversión rentables y un aumento de la aversión al riesgo debido a la expectativa de un escaso crecimiento de la economía mundial en 2023 (véase la figura 4).

Figura 4. Variación del PIB Mundial (2008 – 2023)



Fuente: FMI/World Economic Outlook

El nuevo contexto financiero ha conducido a los inversores a un drástico cambio de opinión sobre las *startup* tecnológicas y las criptomonedas. En doce meses, los activos estrella del mercado durante los últimos siete años han pasado a ser los olvidados, a pesar de la parcial recuperación de la cotización de algunas de las anteriores divisas. De las primeras empresas, una sustancial parte de ellas desaparecerá por falta de financiación, pues les será imposible conseguir el capital previsto o un importe próximo a él.

Los propietarios de grandes patrimonios se volverán más conservadores y apreciarán más la seguridad que la expectativa de una elevada rentabilidad. Los fondos de inversión serán más vendedores que compradores, ya que tendrán como prioridad reducir su endeudamiento y riesgo. No obstante, ante la imposibilidad de vender su inversión en determinadas *startups*, algunos darán una patada hacia delante a la espera de tiempos mejores. Las seguirán financiando, pero solo a las que tengan magníficas perspectivas empresariales. A las otras las dejarán caer.

El cambio de política monetaria ha llegado para quedarse. Lo normal es lo que lo vendrá y lo excepcional lo sucedido durante los últimos catorce años. Continuarán creándose *startups* tecnológicas, pero muchas menos que en los últimos ejercicios. Las nuevas estarán sustentadas en cimientos más sólidos y sus expectativas serán mucho más modestas y factibles que las generadas por emprendedores soñadores o con escasos escrúpulos.

En definitiva, en los próximos años, numerosas empresas generadoras únicamente de humo desaparecerán. Su ocaso hará que unos magníficos comerciales dejen de ser considerados emprendedores. Una calificación que jamás se han merecido, a pesar de que algunos se han convertido en millonarios gracias a la venta de una de las anteriores compañías. No han creado riqueza, sino que la han destruido, pues lo ganado por ellos ha sido inferior a lo perdido por otros.

2) ¿Un nuevo Lehmann Brothers?

a) Una estrategia bancaria sumamente arriesgada

En la primera quincena del mes de marzo, desaparecieron tres bancos en EE.UU.: Silvergate, Signature y SVB. El trío tenía una estrategia muy arriesgada, pues los dos primeros trabajaban principalmente con inversores en criptomonedas y el tercero con *startups* tecnológicas. Al tener una gran dependencia de negocios sumamente volátiles, sus resultados se los jugaban a cara o cruz.

El anverso salió cuando los tipos de interés de la Reserva Federal fueron muy bajos. Después de una rápida y elevada alza, apareció el reverso. La abundancia de liquidez y el bajo coste del dinero estimuló a los inversores a aumentar el riesgo incurrido, adquirir en mayor medida activos distintos de los convencionales y financiar empresas recién creadas. La subida de los tipos volvió a poner de moda la renta fija y las compañías que ofrecían una elevada rentabilidad por dividendo.

De las tres anteriores entidades financieras, la más importante era SVB, por su mayor dimensión (el decimosexto banco de EE.UU.) y las repercusiones indirectas de sus actividades. Su desaparición podía dejar sin liquidez a numerosas *startups*, conducir al cierre de muchas de ellas, retrasar los avances de la economía digital y comportar la pérdida de un gran número de empleos muy bien remunerados.

Para evitar dichos efectos, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos intervino el banco y aseguró su continuidad. Dos semanas después, consiguió venderlo a First Citizens. El coste de la operación de rescate inicialmente ascendió a 20.000 millones \$, un importe que puede aumentar sustancialmente si la entidad adquirente sufre pérdidas en la cartera de préstamos recibida superiores a los 5.000 millones \$.



b) La quiebra de Lehman Brothers y Silicon Valley Bank

1) Las similitudes: un proceso parecido

La sombra de Lehman Brothers es alargada por las nefastas consecuencias que su quiebra tuvo sobre la economía mundial y especialmente el sistema financiero. La bancarrota de SVB constituye la primera importante después del saneamiento de la banca norteamericana. Por eso, algunos periodistas han comparado la desaparición de la primera entidad con la de la segunda.

Desde mi perspectiva, los elementos comunes más significativos de ambas etapas y bancos son los siguientes:

1) La creación de dos burbujas. La primera fue la inmobiliaria y la segunda la tecnológica. Ambas fueron consecuencia de un largo período de bajos tipos de interés y elevada abundancia de liquidez. En la inicial, entre octubre de 2001 y febrero de 2005, la principal referencia de la Reserva Federal se situó a un nivel igual o por debajo del 2,5%. En la última, aquella no superó el anterior porcentaje entre marzo de 2008 y agosto de 2022. Además, en la mayor parte de dicho período, el banco central adquirió una ingente cantidad de deuda pública y privada.

2) La explosión de las burbujas. Las principales causas fueron una elevada subida de los tipos de interés y una disminución del crédito bancario. La inmobiliaria inició su estallido en el segundo semestre de 2006 y la tecnológica en el último de 2022. En el primer caso, el tipo principal de la Reserva Federal aumentó desde el 1% en mayo de 2004 hasta el 5,25% en junio de 2006 y, en el segundo, lo hizo desde un 0% al 4,75% entre febrero de 2022 y marzo de 2023.

3) Los ejecutivos de ambas entidades infravaloraron el riesgo incurrido. Los de Lehman Brothers no consideraron la posibilidad de una crisis inmobiliaria. Por tanto, estaban convencidos de que las familias hipotecadas con problemas financieros, antes de dejar de pagar el préstamo, venderían sus viviendas por un importe superior al que las compraron y liquidarían las deudas pendientes.

Los de SVB creían que el dinero destinado al sector tecnológico seguiría siendo casi el mismo con tipos de interés elevados que con reducidos. Por tanto, cuando la Reserva Federal modificara su política monetaria, las startups seguirían conservando un elevado nivel de depósitos en la entidad y no tendrían ningún problema en abonar las cuotas mensuales correspondientes a los préstamos concedidos.

4) Sus directivos no fueron conscientes de las repercusiones del cambio de coyuntura financiera. En octubre de 2005, las transacciones de viviendas empezaron a descender y el precio lo hizo en agosto del siguiente año (véanse las figuras 5 y 6). No obstante, los ejecutivos de Lehman Brothers no le dieron importancia a ambas disminuciones.

Desde la finalización de la II Guerra Mundial, habían existido pocas recesiones inmobiliarias en el país, tenido un carácter light y durado poco tiempo. Una impresión reforzada por la escasa caída del precio de los inmuebles entre la última fecha y julio de 2007 (solo un 1,8%).

Por tanto, sus directivos consideraban que la garantía de los bonos ligados a las hipotecas subprime continuaba siendo casi tan buena

como antes. Cuando se dieron cuenta de que no era así, ya nadie quería los anteriores títulos, pues muchos de los préstamos habían entrado en morosidad y las viviendas eran muy difíciles de vender, aunque su precio incorporara una considerable rebaja.

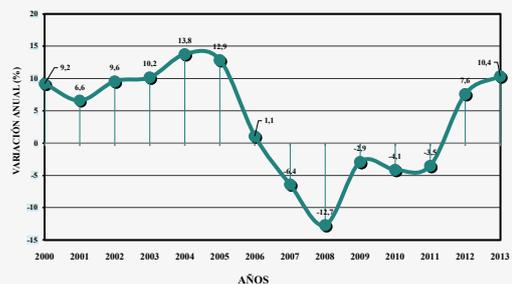
Los recientes incrementos de los tipos de interés reducen el dinero en circulación, aumentan el peligro de recesión en EE.UU. y generan nuevas oportunidades para el ahorrador conservador. Por tanto, hay menos capital disponible, más competencia por atraerlo e incrementa el riesgo de invertirlo en startups.

El resultado obvio es una menor capacidad de financiación de las nuevas empresas, retirada de una parte de los depósitos bancarios generados por ellas y más dificultades para pagar los créditos firmados. No obstante, los ejecutivos de SVB no creían que tales efectos podrían afectar negativamente a su entidad.

Estaban convencidos que el elevado crecimiento de sus activos en el reciente pasado no tenía un carácter coyuntural, sino estructural. Por tanto, iba a continuar en los próximos años, fuera casi cuál fuera la coyuntura económica y financiera. Probablemente, no eran conscientes del riesgo incurrido por el banco, si ambas empeoraban considerablemente.

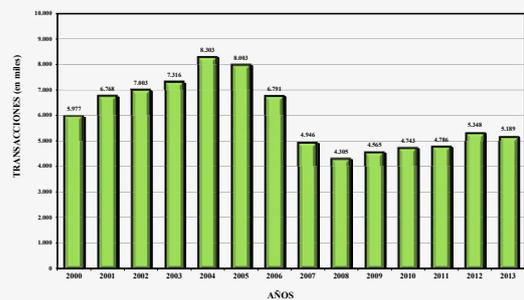
5) El erróneo diagnóstico inicial: una crisis de liquidez. Durante el segundo semestre de 2007 y el primero de 2008, la mayoría de los analistas consideró los problemas de los bancos norteamericanos como los propios de una crisis de liquidez. Según ellos, sus activos tenían un mayor valor que sus pasivos, pero nadie quería comprar los bonos de su cartera porque no había suficiente dinero en el mercado. Para solucionar sus dificultades, bastaba con que la Reserva Federal realizara una gran bajada de sus tipos de interés.

Figura 5. Variación anual del precio de la vivienda en EE.UU. (2000 - 2013)*



Fuente: Investing
*Índice Cash - Shiller

Figura 6. Transacciones de viviendas en EE.UU. (2000 - 2013) (en miles de unidades)



Fuente: U.S. Council y NAR



Durante la presidencia de Obama (2009 - 2016), la Administración aumentó los controles sobre la banca.

No obstante, la verdadera crisis no era de liquidez, sino de solvencia. La primera es una enfermedad económica fácilmente curable, la segunda muchas veces mortal. Para conseguir superar la última, se necesita la suscripción de una ampliación de capital por parte de antiguos y nuevos accionistas para cubrir el agujero patrimonial. Una misión muy difícil de conseguir cuando ambos desconocen su verdadera dimensión.

En otras palabras, en el período señalado, había numerosos bancos quebrados en EE.UU., entre los que estaba Lehman Brothers. Ninguno quería comprar carteras de bonos a otro porque todos tenían miedo de que estuvieran ligados a hipotecas subprime. No importaba que las agencias de rating las consideraran seguras, pues estas habían perdido por completo su credibilidad. Por tanto, su valor de mercado era prácticamente nulo y el activo de muchas entidades inferior al pasivo.

Inicialmente, la versión oficial de la desaparición de SVB fue una crisis de liquidez derivada de la retirada masiva de depósitos por parte de las *startups* tecnológicas. Una coyuntura que obligó a la entidad a vender una gran parte de su cartera de bonos. Una actuación generador de importantes pérdidas, pues la valoración de los anteriores activos disminuye cuando el tipo de interés aumenta.

La elevada minusvalía obtenida eliminó o disminuyó en gran medida sus fondos propios. Por tanto, algunos de sus clientes empezaron a sospechar que su activo ya era inferior a su pasivo y otros que pronto lo sería. Unos recelos que aumentaron sustancialmente cuando el banco anunció el 8 de marzo de 2023 una ampliación de capital por valor de 2.250 millones €.

La operación a vida o muerte no tuvo éxito, sino que constituyó un completo fracaso. Las nuevas acciones no fueron suscritas y los clientes retiraron masivamente sus depósitos de la entidad. El 10 de marzo el banco feneció, pues ya era público y notorio que estaba quebrado.

6) La regulación bancaria ha sido insuficiente. La crisis bancaria posterior a la debacle de la Bolsa de octubre de 1929 condujo a una regulación más estricta de las actividades de las entidades financieras (ley Glass - Steagall de 1933). En 1999, Greenspan auspició la

eliminación de una parte de las restricciones y la flexibilización de muchas de las que continuaron para permitir a la banca incrementar en mayor medida sus beneficios.

El resultado fue una gran expansión del crédito y la concesión de numerosos préstamos (hipotecas *subprime*) a personas con dudosa capacidad de pago. Un elevado crecimiento del activo sin un adecuado aumento de los fondos propios volvió vulnerables a numerosos bancos. Así, por ejemplo, en el ejercicio de 2008, el primer factor en Lehman Brothers multiplicaba al segundo por más de 30. Por tanto, una caída del valor de mercado de sus préstamos, créditos o valores de tan solo el 4% llevaba al banco a la insolvencia.

Durante la presidencia de Obama (2009 - 2016), la Administración aumentó los controles sobre la banca. Su principal objetivo era incrementar la solvencia de las entidades y evitar en el futuro unas repercusiones económicas y financieras similares a las generadas por la explosión en el segundo semestre de 2006 de una burbuja inmobiliaria.

La nueva regulación perjudicó a los bancos, pues estaban obligados a reducir su ratio de apalancamiento. Por tanto, generaba una disminución del ratio activo / fondos propios, de su cifra de negocio y sus beneficios. Para evitar el último efecto, las entidades debían lograr nuevas fuentes de ingresos o disminuir sus costes. En los últimos años, sus ejecutivos han centrado sus esfuerzos en ambos factores, especialmente en el segundo.

El *lobby* bancario presionó a los legisladores para modificar la ley Dodd - Frank (2010). Una parte de su objetivo lo consiguió en 2018, pues logró reducir los controles sobre las entidades medianas, pero no las restricciones que afectaban a los más grandes. En dicha fecha, el Congreso consideró que las primeras no eran capaces de generar un problema sistémico.

La anterior regulación restringía el crecimiento de los bancos medianos y la Administración Trump quería favorecer su expansión. Una de las entidades beneficiadas por el cambio legislativo fue SVB, pues les permitió tener menos fondos propios por cada euro de activo. Una ventaja a corto plazo (más beneficios) y un gran problema a medio (menor solvencia) que ha contribuido decisivamente a su desaparición.

3) Las diferencias: un distinto final

A pesar de las anteriores similitudes, las consecuencias de la quiebra de SVB serán diferentes a las de Lehman Brothers. El primero fue rescatado inicialmente por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) y después vendido a First Citizens. El segundo ni uno ni lo otro y su desaparición provocó un tsunami a nivel mundial. En esta ocasión, los problemas financieros difícilmente se extenderán a otros países, sino que se quedarán casi exclusivamente en EE.UU.

En el peor de los casos, se trasladarán a unos pocos bancos extranjeros. Ninguno de ellos será español, pues los nuestros han sido mucho más prudentes en los últimos años que entre 2001 y 2007. Además, la cuantía prestada por ellos a las *startups* tecnológicas es mínima. Nunca les ha parecido un negocio interesante. En cambio, si lo fue una masiva concesión de hipotecas, la principal especialidad de nuestras entidades financieras.

4) Crisis bancaria en EE.UU.: los culpables y las consecuencias

a) Los culpables

El 10 de marzo de 2023 quebró SVB. El principal culpable de su bancarrota fue la desastrosa gestión realizada por sus directivos y el secundario los cambios en la regulación bancaria efectuados en 2018 por la Administración Trump. Los primeros incurrieron en múltiples errores. No obstante, unas normas excesivamente laxas dieron la estocada definitiva a la entidad.

En los primeros días del mes, sus ejecutivos cometieron una equivocación que no realizarían ni los antiguos botones de los bancos. Vendieron una parte de su cartera de bonos, se apuntaron cuantiosas pérdidas (1.800 millones \$) y anunciaron enseguida una gran ampliación de capital (2.250 millones \$). En otras palabras, gritaron a los cuatro vientos que la entidad tenía un importante problema de solvencia. Ellos mismos la sentenciaron.

Para hacer frente a la retirada de depósitos, por parte de empresas tecnológicas que ingresaban menos de lo previsto en sus rondas de financiación, casi cualquier directivo de la banca habría planeado una ampliación de capital. Su objetivo sería mejorar la solvencia de la entidad, evitar la venta de su cartera de bonos y soslayar la obtención de un elevado quebranto.

No obstante, en la presentación de la ampliación, ninguno explicaría su verdadero motivo. Si lo hiciera, garantizaría el fracaso de la operación. En coyunturas similares, las razones aducidas suelen ser la necesidad de incrementar los fondos propios para afrontar con más garantías una expansión territorial, la entrada en nuevos negocios o la captación de un distinto tipo de cliente.

Después del aumento del capital del banco, prácticamente nadie hubiera dudado de su solvencia. Una mejora esencialmente proporcionada por la disminución de su apalancamiento. La mayor confianza en su balance por parte de inversores y otras entidades financieras facilitaría su actividad ordinaria y le proporcionaría un tiempo extra para enmendar una parte de los errores cometidos.

Por un lado, le aseguraría la consecución de liquidez en el mercado interbancario. Por el otro, le permitiría planificar la obtención de recursos procedentes de compañías distintas de las tecnológicas y ahorradores no ligados a la economía digital. En el peor de los casos, la cúpula directiva dispondría de un mayor plazo para efectuar la venta de la entidad a otra más grande y solvente.

En 2018, la derogación parcial de la ley Dodd – Frank (2010) concedió a los directivos más libertad para gestionar los bancos medianos. Uno de ellos era SVB, pues sus activos no llegaban a los 250.000 millones \$. Los legisladores descartaban que su quiebra pudiera generar una crisis bancaria. Por tanto, no era necesario evaluarlos anualmente para certificar si eran capaces de resistir una larga y profunda recesión económica.



11 FORCADELL

El cambio de legislación fue auspiciado por los gestores de los anteriores bancos. Una menor necesidad de fondos propios por cada dólar de activo les permitiría crecer más rápidamente, obtener mayores beneficios y sus ejecutivos lograr un mayor salario a través de la remuneración variable. Una vez más, la avaricia rompió el saco.

b) Las consecuencias

Unas semanas después de la desaparición de SVB, podemos distinguir las siguientes previsibles consecuencias:

1) El rescate indirecto de numerosas empresas tecnológicas. En caso de quiebra de una entidad, la Corporación Federal de Garantía de Depósitos aseguraba la recuperación de cualquier saldo en cualquier banco norteamericano cuyo importe fuera igual o inferior a 250.000 \$. No obstante, el 97% de los clientes de SVB tenían depósitos que sobrepasaban dicha cuantía. La mayor parte de ellos eran de compañías tecnológicas e inversores, directivos y emprendedores relacionados con ellas.

Por tanto, el mantenimiento del anterior límite suponía el hundimiento de dicho sector en EE.UU., pues SVB era su principal financiador y el mayor receptor de su liquidez. Para evitarlo, la Administración Biden decidió eliminarlo y permitió la recuperación por parte de los impositores de la totalidad del capital depositado en la entidad, sea cual fuera su importe.

No obstante, para los emprendedores tecnológicos, el futuro será más complicado que el pasado. La desaparición del banco supone la pérdida de una gran fuente de financiación, reduce el crédito disponible en otras entidades y aumenta el riesgo incurrido en los nuevos proyectos por parte de los inversores. Al haber menos capital disponible para las *startups*, su éxito será más difícil y rápida la desaparición de las que no cumplan los objetivos anuales previstos.

2) Una regulación bancaria más estricta en EE.UU. Una vez más, los hechos han demostrado que la quiebra de un banco mediano puede conducir a la desaparición de otros y generar pánico bancario. La última situación la ha evitado la Reserva Federal y el Depar-

tamento del Tesoro al asegurar la solvencia de cualquier entidad y el reembolso ilimitado a sus clientes del saldo de sus depósitos.

Para conseguir el primer objetivo, la Reserva Federal ha decidido valorar la cartera de bonos de los bancos según su valor nominal, en lugar de por el de mercado, siendo el segundo sustancialmente inferior al primero. De esta manera, si los clientes retiran dinero de una entidad, la Reserva Federal le ofrecerá a esta la liquidez necesaria y le evitará incurrir en una significativa pérdida.

La desaparición del SVB, Signature, Silvergate y First Republic muestra claramente la inadecuada regulación actual de los bancos pequeños y medianos en EE.UU. Por tanto, es muy probable que la Administración Biden rescite la parte de la ley Dodd – Frank derogada en 2018 o incluso genere normas más estrictas que limiten en mayor medida los riesgos incurridos por las anteriores entidades. Así pues, en el futuro, estas serán más seguras, pero menos rentables para sus accionistas.

3) Una mayor prudencia bancaria en el resto del año. Una superior preocupación de los clientes por la solvencia de los bancos y una elevada caída de sus cotizaciones bursátiles harán más prudentes a las entidades financieras durante los próximos meses. No solo será en EE.UU., sino también en el resto de los países desarrollados. La principal repercusión será un aumento de la liquidez en el activo de sus balances.

Para conseguir aquella, los bancos reducirán el crédito concedido y aumentarán la captación de depósitos. En la Zona Euro, las entidades dejarán de alentar el traslado a fondos de inversión de renta fija de las imposiciones a plazo, empezarán a remunerar las últimas mediante competitivos y atractivos tipos de interés y ofrecerán mayores incentivos para domiciliar la nómina.

No obstante, en los próximos meses, la retribución de los depósitos a plazo fijo en España será más reducida que en la mayor parte de los países de la Eurozona. Los principales motivos serán una escasa competencia entre las entidades más grandes, una mayor amortización anticipada de las hipotecas y una más elevada disponibilidad de liquidez.



En las naciones avanzadas, la mayor prudencia de los bancos reducirá la demanda de bienes, generará un menor crecimiento económico y una más rápida disminución de la inflación. A corto plazo, un factor que hará más probable la entrada en recesión de algunos países, tales como Alemania, Irlanda y algunos otros del Este de Europa.

4) Un limitado efecto cascada. Aparece cuando la caída de un banco genera desconfianza en otros y provoca su desaparición o venta por un importe notoriamente más reducido que su valoración bursátil un mes atrás. La primera repercusión la padeció Signature y la segunda Credit Suisse, pues el último fue adquirido a precio de derribo por UBS. No obstante, ambas entidades ya arrastraban problemas importantes. En otras palabras, estaban groguis y el efecto cascada las remató.

Este puede ser limitado o elevado. El primero sucede cuando las autoridades monetarias y económicas reaccionan rápidamente y aseguran la solvencia de los bancos. Desde mi perspectiva, es lo que ha ocurrido en EE.UU. y Suiza. El segundo tiene lugar cuando aquellas dejan caer a varios de los medianos o a uno de los grandes.

Lo último sucedió en septiembre de 2008. Para Paulson, secretario del Tesoro de EE.UU., las repercusiones de la bancarrota de Lehman Brothers estaban controladas, a pesar de que no había diseñado ningún importante cortafuegos. Los hechos demostraron su equivocación, pues su desaparición provocó en 2009 una gran crisis bancaria en los países desarrollados, una elevada reducción del crédito y el menor crecimiento económico mundial desde la finalización de la última gran guerra.

Generalmente, un rescate bancario les cuesta menos a los contribuyentes que una gran crisis económica. Por tanto, si es necesario, el sector público debe rescatar a los bancos para sanearlos y posteriormente venderlos a otras entidades o a distintos inversores. Si lo hace bien, la anterior operación puede salirle gratis e incluso ganar dinero con ella.

En la última crisis, dicha opción facilitó una rápida recuperación de EE.UU., pues en 2010 su PIB ya creció un 2,7% (véase la figura 7). Además, la Administración obtuvo plusvalías por el dinero invertido en el rescate total o parcial de 444 bancos y empresas entre 2008 y 2011. En cambio, en España, en 2022 estaban pendientes de devolución 59.356 millones € inyectados en el sistema bancario a través del FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancario).

c) Las conclusiones

En las siguientes semanas, es muy difícil saber la extensión y profundidad de una crisis bancaria. No obstante, lo sucedido en la anterior debería servir para guiar con éxito las actuaciones de las autoridades monetarias y económicas. Por tanto, el impacto de la actual sobre el PIB de EE.UU. y otros países desarrollados debería ser escaso.

No obstante, después de quince años, la repetición de un nuevo episodio de crisis bancaria demuestra una vez más la avaricia sin límite de numerosos ejecutivos de la banca. Dado que las repercusiones de su deficiente gestión no son las mismas que las de cualquier otra empresa, su penalización por ella debería ser diferente y de una magnitud lo suficientemente elevada para disuadirles de enriquecerse a costa del dinero de los contribuyentes.

Un banco jamás puede estar en manos de un ludópata que se juega a todo o nada el futuro de la entidad y cree que su responsabilidad social es nula. Su sitio está apostando su dinero en el casino o jugando con criptomonedas. En la primera posición nos hace daño a todos, en la segunda y tercera solo a él.

B) LAS PRIORIDADES DE LA UNIÓN EUROPEA

1) La gestión de la Comisión Europea

a) Una elevada dependencia energética, industrial y alimentaria

En el presente siglo, la Comisión Europea (CE) ha efectuado una desastrosa gestión que ha transformado el área común en un territorio con una gran dependencia energética, industrial y alimentaria del resto del mundo. Hasta hace poco, una situación disimulada por el magnífico funcionamiento de la cadena logística internacional y los acuerdos de suministro de materias primas con Rusia.

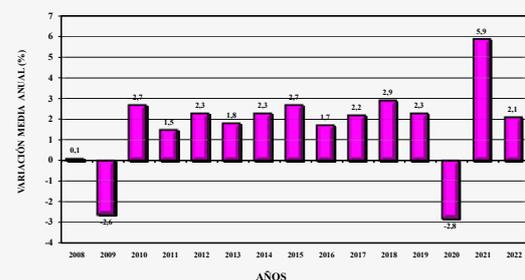
No obstante, desde hace tres años, la irrupción de la pandemia y la política de COVID cero desarrollada por China han afectado notoriamente a la importación de productos intermedios y manufacturados. En el último ejercicio, la guerra entre Ucrania y Rusia ha impedido la entrada en la Unión Europea (UE) de un gran número de alimentos procedentes del primer país y convertido a muchas naciones del continente en un rehén energético de Putin.

En una sustancial medida, los errores de la CE han sido generados por unas políticas sustentadas en el libre comercio e impulsoras de un rápido tránsito hacia una economía más verde. El primer principio le hizo suponer que las importaciones siempre proporcionarían a sus ciudadanos cualquier producto deseado en la cuantía solicitada. Además, en numerosas ocasiones a un precio más bajo que si fuera producido en la UE.

Las actuaciones en defensa del medio ambiente han pretendido un cambio en el modelo productivo y social para hacerlo más compatible con la conservación de la naturaleza. Su primera prioridad ha sido una rápida sustitución de los combustibles fósiles (carbón, gas y petróleo) por energías renovables (eólica, fotovoltaica y termosolar).

La segunda ha buscado una transformación de la industria, agricultura y ganadería. Los procesos de fabricación deben ser más sostenibles, las fábricas más contaminantes han de desplazarse al Tercer Mundo y la Política Agrícola Común (PAC) ha de orientarse progresivamente a la preservación del medioambiente, aunque dicha prelación implique una reducción de la producción del sector primario.

Figura 7. Evolución del PIB en EE.UU. (2008 - 2022)



Fuente: FMI

b) Los beneficiados y perjudicados por la gestión de la Comisión Europea

Las anteriores políticas han sido consecuencia de una desigual presión de los ciudadanos y las empresas sobre la CE. Los primeros no son conscientes de la influencia de la legislación de la Comisión sobre sus vidas y sus asociaciones no tienen el suficiente presupuesto para defender sus posiciones en Bruselas. Por tanto, en la mayoría de las ocasiones, las nuevas medidas únicamente les favorecen si las anteriores les han causado un flagrante perjuicio. En otras palabras, si pretenden rectificar un clamoroso error.

Las compañías conocen perfectamente lo que se juegan en la capital belga, dotan de un gran presupuesto a sus lobbies y logran que sus intereses sean defendidos por la Comisión. En las dos últimas décadas, los tres principales grupos favorecidos han sido la industria alemana, las empresas generadoras de electricidad y las firmas medioambientales.

1) La industria alemana

La industria alemana ha influido notablemente sobre las decisiones de la CE y lo ha hecho mucho más que cualquier otro grupo empresarial de la UE. De manera directa e indirecta, a través de sus potentes lobbies y principales políticos, respectivamente. En la segunda vertiente, la figura clave ha sido Angela Merkel, la primera ministra más relevante del área común en las dos últimas décadas.

Para la lideresa germánica, cualquier medida favorable para su industria, también lo era para Alemania, pues la consideraba el principal motor del progreso de su nación. Una concepción de la política económica muy provechosa a corto plazo para sus empresas manufactureras, pero perjudicial a medio y largo para el conjunto de la UE.

Las medidas impulsoras del libre mercado ayudaron a aumentar sus exportaciones, obtener importaciones de gas muy baratas, importar a un reducido precio productos semielaborados y también a fomentar la deslocalización de plantas situadas en numerosos países europeos. No obstante, los dirigentes de las empresas teutonas se comprometieron con sus gobiernos a evitar lo máximo posible la pérdida de tejido industrial en su país (véase la figura 8).

El primer objetivo lo consiguieron mediante la firma por parte de la UE de acuerdos comerciales con países de América Latina, el Magreb y la antigua URSS. Dichos acuerdos facilitaron la exportación de manufacturas a las empresas europeas y de alimentos a las compañías de las indicadas áreas. En la UE, el anterior intercambio tuvo como grandes ganadores a las multinacionales alemanas y principales perdedores a numerosas pequeñas y medianas empresas del sur de Europa.

La anterior política comercial ha reducido la soberanía alimentaria de Europa y ha conducido a una PAC basada en una prelación de objetivos equivocada. La meta más importante ha sido la reducción de la contaminación generada por el sector primario. Para conseguirla, ha estimulado la disminución de la producción agrícola y ganadera, en lugar de su aumento. Si hubiera favorecido lo segundo, la UE habría evitado una excesiva dependencia de otros países, tal y como ha sido el caso de Rusia y Ucrania.

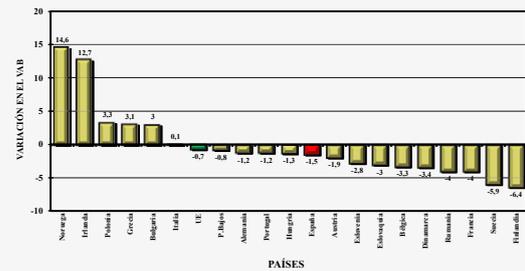
Desde febrero de 2022, el anterior error ha contribuido decisivamente a generar un gran aumento del importe de los víveres en el

área común y a provocar una inflación muy superior a la habitual. En junio de 2023, el IPC de los alimentos en la UE ascendió a un 13,8% (véase la figura 9) y más que dobló el general (6,4% - véase la figura 10 -). En el mismo mes, España hubiera tenido deflación (-0,9%), si excluimos del cálculo del anterior índice los comestibles, las bebidas y el tabaco.

El segundo propósito lo logró mediante el blanqueamiento político de la figura de Putin y la consideración de Rusia como un socio comercial fiable. Una operación principalmente diseñada por Angela Merkel cuyo resultado fue la realización de dumping energético por parte de las empresas alemanas, al pagar bastante menos por el gas importado del país eslavo que sus competidoras francesas, italianas o españolas.

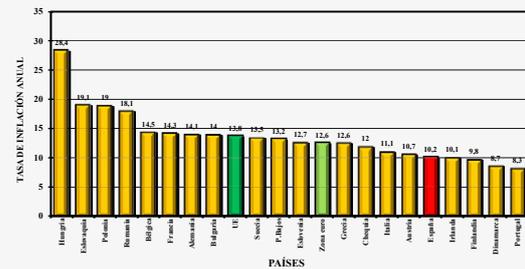
El cumplimiento de la tercera finalidad supuso la sustitución de bienes intermedios producidos en Europa por otros más baratos procedentes del Sudeste Asiático. Finalmente, el cuarto conllevó el traslado de fábricas hacia la última área, donde las compañías allí instaladas incurrían en costes de producción mucho más reducidos que las ubicadas en el territorio de la UE.

Figura 8. Ganancia o pérdida de la industria europea en el VAB (2003 - 2022)*



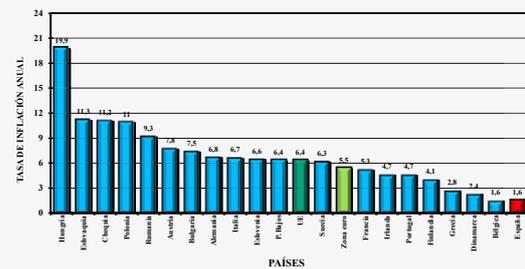
Fuente: EUROSTAT
*Puntos porcentuales

Figura 9. Tasa de inflación de los alimentos en la UE (Junio 2023)



Fuente: EUROSTAT

Figura 10. Tasa de inflación general en la UE (Junio 2023)



Fuente: EUROSTAT



La consecución de los dos últimos objetivos ha provocado la pérdida de muchos y bien pagados empleos en el continente y generado una gran dependencia industrial de Europa respecto al Sudeste Asiático. Entre 2020 y 2022, dicha subordinación comportó una elevada disminución de la producción de las fábricas de automóviles europeas por la escasez de microchips. Una consecuencia derivada del funcionamiento de algunos de los principales puertos de China, Taiwán y Corea del Sur por debajo del 75% de su capacidad.

Una situación imposible de observar tres décadas atrás, pues en 1990 Europa era el territorio donde más semiconductores se fabricaban, siendo la cuota de mercado del continente de un 44%. En 2020, ya solo se elaboraron un 9% (véase la figura 11), siendo los países productores líderes Taiwán (22%) y Corea del Sur (21%)

2) Las compañías eléctricas y medioambientales

Las empresas eléctricas convencieron a la CE de las bondades de la creación de un sistema marginalista de fijación de precios. Un logro muy importante, pues les ha asegurado durante muchos años unos grandes beneficios extraordinarios. En cada franja horaria, el anterior sistema hace que toda la energía consumida sea abonada al precio más elevado de los ofrecidos por las distintas tecnologías. Por tanto, equivale a pagar todos los artículos de la compra en el supermercado a precio de caviar, aunque uno solo haya adquirido 100 gramos del último producto.

Los legisladores justificaron su adopción en el impulso a la transición energética proporcionada por dicho sistema. Si las eléctricas ganaban mucho dinero, aumentarían notablemente su inversión en energías renovables y eliminarían en la mayor parte de las franjas

horarias la electricidad producida mediante gas natural. Hasta el momento, el primer resultado se ha producido, pero no el segundo y han transcurrido 25 años desde su instauración en España.

Las empresas medioambientales lo han hecho muy bien. Un mensaje humanista (la salvación de las próximas generaciones), la creación de un icono mundial (Greta Thunberg) y la concesión de subvenciones a múltiples asociaciones de distintos países han permitido imponer su discurso en la UE. Incluso, han conseguido que algunos partidos antepongan una rápida descontaminación al crecimiento económico.

Sus magníficas actuaciones han llevado a la CE a elaborar una legislación muy beneficiosa para sus intereses y a adoptar como principal objetivo político una rápida transición a una economía más verde. No obstante, esta posee algunos claroscuros, pues a veces el discurso no se ve respaldado por los hechos.

Así, por ejemplo, en muchos países de la UE no está permitido extraer gas a través del método de la fractura hidráulica, pero si es posible comprarlo a EE.UU. o a Qatar que si lo utilizan. Lo ganado por un lado es inferior a lo perdido por el otro debido al transporte por barco de la materia prima en estado líquido. Por tanto, la medida adoptada, en lugar de disminuir la contaminación del planeta, la aumenta.

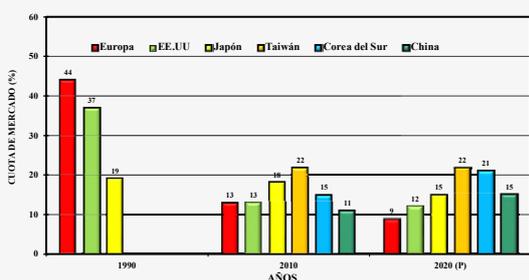
c) Conclusiones

En definitiva, en la actualidad la UE es un territorio muy vulnerable debido a su gran dependencia industrial, energética y alimentaria del exterior. Una debilidad buscada con ahínco por parte de la CE debido a la realización de numerosas políticas desafortunadas. Por tanto, la confección de una nueva estrategia constituye una imperante necesidad.

Para mejorar la actual situación, sugiero instaurar un proteccionismo selectivo, cambiar el sistema marginalista de fijación de precios de la electricidad por otro, estimular su generación mediante la construcción de nuevas centrales nucleares y la prolongación de la vida de las existentes. Finalmente, propongo reformar completamente la PAC para aumentar la producción agrícola y ganadera en la UE.

Me parece un gran acierto la dirección emprendida hacia una economía más verde. No obstante, no considero adecuado su ritmo, pues creo que es excesivamente rápida la velocidad a la que va. Tampoco estimo que aquella haya de ser la principal prioridad de la CE. Desde mi perspectiva, la primera sería sacar de la pobreza a un gran número de sus ciudadanos. Si lo consigue, el anterior objetivo será mucho más fácil de lograr.

Figura 11. Cuota de mercado por países en la fabricación de chips (1990 - 2020)





ECONOMÍA ESPAÑOLA

A) CRECIMIENTO ECONÓMICO

1) ¿Por qué España crecerá más que Europa?

a) Introducción

En materia económica, el actual ejercicio será decepcionante para la Zona Euro, pues entró en recesión en el primer trimestre de 2023 y tendrá un crecimiento económico escaso en el resto del año. No obstante, a diferencia de lo que sostenían algunos analistas y políticos liberales, nuestro país evitará la contracción y como mínimo su producción aumentará el doble que la de los países del área.

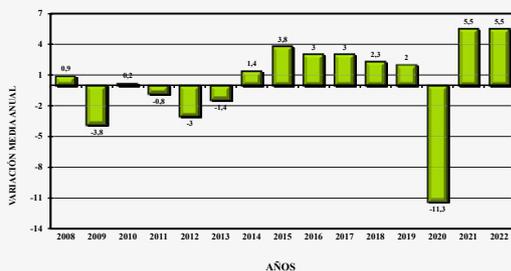
En el peor escenario, el crecimiento del PIB español se situará alrededor del 1,5% y en el mejor alcanzará un 2,5%, siendo la segunda opción más probable que la primera. En cualquier caso, el incremento de la actividad económica será sustancialmente inferior al 5,5% del pasado año (véase la figura 12).

El menor crecimiento será principalmente consecuencia de la elevada subida de los tipos de interés del BCE, la continuidad de la incertidumbre económica, la pérdida de poder adquisitivo sufrida por numerosas familias y un escaso aumento de las exportaciones de manufacturas debido al empeoramiento de la coyuntura internacional.

A pesar de ello, en términos relativos, el comportamiento de la economía española constituirá un éxito, pues nuestro país estará en los cinco con mejor evolución del continente y liderará el crecimiento de las naciones cuya población supera los 40 millones de habitantes.

En materia económica, el actual ejercicio será decepcionante para la Zona Euro y tendrá un crecimiento económico escaso en el resto del año

Figura 12. Evolución del PIB en España (2008 - 2022)



Fuente: INE

b) Principales motivos

Los principales motivos serán los siguientes:

1) Un elevado aumento del gasto público y una reducción de los impuestos. El actual ejercicio es un año electoral, pues están previstas elecciones municipales, autonómicas y generales. Por dicho motivo, las distintas Administraciones Públicas incrementarán su gasto y reducirán los impuestos para mejorar la percepción de su gestión entre los ciudadanos e incentivar el voto a la opción que representan.

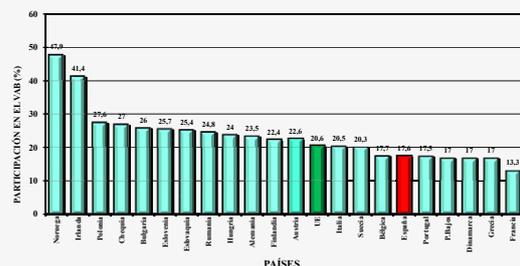
Por el lado del gasto, las partidas más destacadas serán las destinadas a sufragar la elevada subida de las pensiones contributivas (8,5%) y asistenciales (15%), el aumento de los subsidios a las familias con menores ingresos, la construcción de nuevos equipamientos, la reforma de algunos de los actuales y la remodelación de numerosas calles.

Por el de los tributos, el gobierno aumentará el mínimo exento en el IRPF (de 14.000 a 15.000 €), eliminará el IVA de los alimentos básicos y continuará estableciendo una mínima imposición sobre la electricidad. Diversos ejecutivos autonómicos reducirán los tipos del impuesto sobre la renta y algunos alcaldes disminuirán el IBI o el gravamen sobre los vehículos.

2) Un menor peso relativo del sector industrial. La crisis energética, generada por el gran aumento del precio de la electricidad y del gas, tiene una mayor repercusión sobre las empresas industriales que sobre las de servicios. Un resultado derivado del mayor consumo de ambos productos por parte de las primeras.

De forma relativa, dicha coyuntura nos favorece. Las claves son una reducida participación del sector industrial en el PIB y una menor utilización del gas como materia prima o fuente de energía. En nuestro país, en 2022 dicho sector representó un 17,6% del VAB (véase la figura 13). Un porcentaje inferior al observado en la UE (20,6 %) y en países como Polonia (27,6%), Chequia (27%), Alemania (23,5%) o Finlandia (22,4%).

Figura 13. Participación de la industria Europea en el VAB (2022)



Fuente: EUROSTAT

Las empresas españolas utilizan bastante menos gas que las alemanas y las de los países más industrializados de Europa del Este. También lo hacen las familias. No obstante, en 2019 las primeras representaban el 54% del consumo del país. En 2021, España consumió 2,9 terajulios por cada 100 habitantes (véase la figura 14), una cifra inferior a la de la UE (3,2) y especialmente a la de Alemania (4,3), Austria (4) y Chequia (3,5).

Históricamente, la menor utilización de gas por parte de las compañías españolas tenía como principales causas un superior precio y una menor presencia de la industria química, metalúrgica y de alimentos elaborados. Probablemente, el primer factor ha influido decisivamente en el segundo.

En España, más de la mitad de la materia prima llegaba por metanero, mientras que en Alemania y Europa del Este casi todo el suministro venía por gasoducto. Además, el importe fijado por Rusia era inferior al establecido por Argelia. Por eso, Italia importaba más gas del primer país que del segundo, a pesar de que este geográficamente está más próximo que aquel.

3) Una menor dependencia de Rusia. En 2023, la dimensión de los problemas económicos de los países de la UE estará relacionada con su grado de dependencia de Rusia en el reciente pasado. En concreto, será más elevada cuando más dependían del gas y petróleo ruso, mayor porcentaje de sus exportaciones destinaban a la anterior nación y más generosamente sus bancos financiaban a las compañías del país eslavo. En líneas generales, los del Este padecerán muchas más dificultades que los del Oeste, siendo probablemente Italia una excepción.

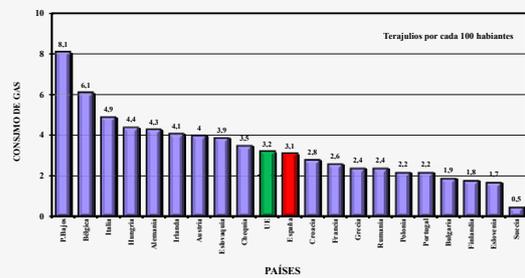
En España, en 2021 las importaciones de gas y petróleo de Rusia ascendieron respectivamente al 8,9% y 4,6% de las de ambas materias primas, las exportaciones de mercaderías al país eslavo únicamente alcanzaron una cuota de mercado del 3,1% y en su activo nuestros bancos tenían un insignificante volumen de crédito asociado a empresas rusas. Por tanto, antes del conflicto bélico, nuestro país era uno de los europeos menos dependiente del régimen de Putin.

4) El impulso del turismo. La crisis generada por la COVID - 19 afectó principalmente al sector servicios y especialmente al turis-

mo. El gran peso de la última actividad en el PIB (en 2019 un 12,6% - véase la figura 15 -), unido a un largo confinamiento, provocó una caída de la producción en 2020 del 11,3%. Ningún otro país europeo o de la OCDE tuvo una disminución similar.

En 2023, la antigua desgracia se convertirá en suerte. A pesar de la recesión sufrida por numerosos países del continente, el turismo en España tendrá un magnífico ejercicio. Los principales motores del auge serán el deseo de recuperar los viajes perdidos durante 2020 y 2021 y el regreso a la manera de trabajar y disfrutar previa a la aparición de la COVID - 2019. De los primeros, el principal financiador será el ahorro acumulado durante la pandemia.

Figura 14. Consumo de gas en la Unión Europea (2022)



Fuente: EUROSTAT

Figura 15. Aportación del turismo al PIB español (2008 - 2021)



Fuente: INE





En 2022, el número de empleos creados ascendió a 279.000. Una cuantía sustancialmente inferior a la media anual de 471.900 generados entre 2014 y 2019.

A diferencia de lo que decían numerosos analistas, el turismo no es un actividad del pasado, pues posee un esplendoroso presente y futuro. En el último año, así lo demuestran los datos disponibles. En 2022, el gasto realizado en España por los turistas extranjeros ascendió a 69.219 millones € (véase la figura 16). Un importe equivalente al 97,2 % del logrado en 2019, a pesar de que la COVID - 19 impidió numerosos desplazamientos durante el primer trimestre del postrero ejercicio.

c) Conclusiones

En definitiva, el ejercicio de 2023 no podrá ser calificado como un magnífico año, tal y como sucedió con 2022. No obstante, será sustancialmente mejor de lo previsto por la mayoría de los servicios de estudios e institutos de análisis económico. También más favorable que cualquier de los observados en los períodos 1992 - 1993 y 2008 - 2013, dos etapas en las que la economía española padeció una recesión. En el primer período de carácter *light* y en el segundo sumamente dura.

Una contracción económica que no podrán evitar sufrir Alemania y numerosos países de Europa del Este. Ahora, el país teutón es la cruz de la moneda y nosotros la cara, pues el primero no solo tiene importantes problemas coyunturales, sino también estructurales. Una situación inversa a la existente en ambas naciones tres lustros atrás.

B) MERCADO DE TRABAJO

1) Mitos y realidades del mercado laboral

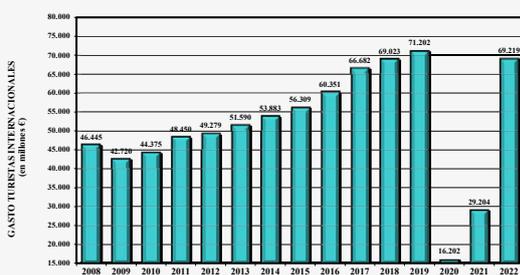
a) Una evaluación del empleo: cantidad versus calidad

El pasado año, la creación de ocupación se ralentizó y la tasa de desempleo descendió escasamente. Una coyuntura nada sorprendente debido a la crisis energética, la incertidumbre generada por ella, el aumento de los tipos de interés y la elevada pérdida de poder adquisitivo de las familias.

No obstante, la evaluación del último ejercicio difiere notablemente si la hacemos desde una perspectiva cuantitativa o cualitativa. La primera opción nos muestra unas cifras decepcionantes. La segunda nos ofrece unos resultados esperanzadores y la aparición de algunos positivos cambios estructurales en el mercado de trabajo español.

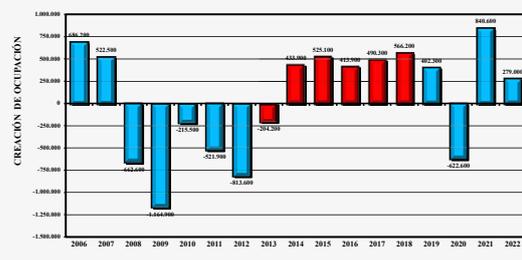
En 2022, el número de empleos creados ascendió a 279.000. Una cuantía sustancialmente inferior a la media anual de 471.900 generados entre 2014 y 2019 (véase la figura 17). Los datos del primer semestre fueron buenos, pero deficientes los del segundo, pues en este se destruyeron 4.200 puestos de trabajo. Desde 2013, un período donde el PIB disminuyó un 1,4%, no había existido pérdida de ocupación en los últimos seis meses de un ejercicio.

Figura 16. Gasto en España de los turistas internacionales* (2008 - 2022) (En millones €)*



Fuente: Banco de España
*Aportación a la balanza de pagos

Figura 17. Creación y destrucción de empleo en España (2006 - 2022)*



Fuente: EPA (4º trimestre)
*Enero - Diciembre

Figura 18. Número de asalariados con contrato indefinido (2006 - 2022) (en miles)

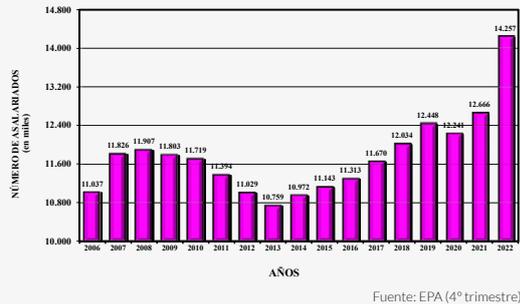


Figura 19. Número de mujeres ocupadas (2006 - 2022) (en miles)

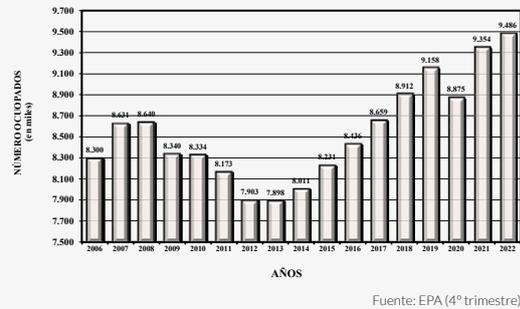


Figura 20. Número de ocupados en el sector público (2006 - 2022) (en miles)

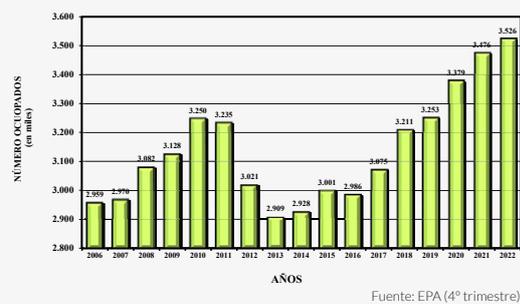
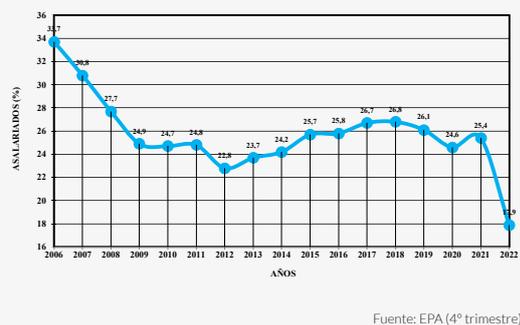


Figura 21. Asalariados con contrato temporal en España (%) (2006 - 2022)



En el cuarto trimestre del pasado año, el mercado laboral consiguió tres récords: número máximo de asalariados fijos (14.256.800 - véase la figura 18 -), mujeres empleadas (9.486.200 - véase la figura 19 -) y ocupados en el sector público (3.526.200 - véase la figura 20 -). Un síntoma de mejora de la calidad de la ocupación, un indicio de la mayor facilidad de las féminas para encontrar empleo y una repercusión del incremento del gasto social de la Administración, respectivamente.

b) Las realidades del mercado laboral en 2022

En las siguientes líneas, un análisis más profundo me permitirá destacar las principales realidades y mitos del mercado de trabajo español en 2022. Entre las primeras destacan:

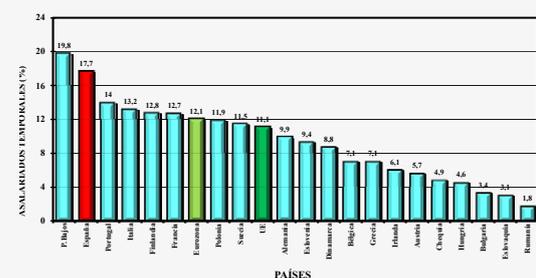
1) El gran éxito de la reforma laboral. Su principal objetivo es la reducción de la tasa de temporalidad y la conversión de la mayoría de los empleos eventuales en indefinidos. En 2022 cumplió con su primordial propósito, pues dicha tasa se desplomó al pasar del 25,4% al 17,9% (véase la figura 21). En el último año, se crearon 1.591.100 puestos de trabajo fijos y desaparecieron 1.193.800 de duración determinada.

A pesar de la mejora, en el pasado año, la anterior tasa fue muy superior a la media de la UE (11,1% - véase la figura 22 -). España siguió siendo el segundo país con peor porcentaje de la UE, siendo únicamente superado por los Países Bajos. La clave de la gran diferencia estuvo en el sector público, cuya proporción ascendió a un 30,2%, pues la del privado se situó en un 14,8%. En el último año, la segunda descendió 9,1 puntos, mientras la primera solo lo hizo en 8 décimas.

El incremento de los trabajadores con contrato indefinido, unido a la disminución de los que poseen uno temporal, aumenta la calidad de la ocupación. En 2020, según la Encuesta de Estructura Salarial, la remuneración de los primeros superó en un 38,5% la obtenida por los segundos. Una diferencia basada en una superior formación, una mayor antigüedad en la empresa, pero también en una sustancial medida en su diferente vinculación con la compañía.

2) Una elevada creación de empleo juvenil. En 2022, el número de trabajadores ocupados, cuya edad estaba entre 16 y 29 años, aumentó un 5,1%. Un ritmo de crecimiento muy superior al del empleo general (1,4%). Una coyuntura similar a la observada en 2021, pues en dicho año la ocupación de los primeros aumentó un 10,1% y la de los segundos un 4,4%.

Figura 22. Asalariados con contrato temporal en la UE (2022)*





No obstante, las oportunidades laborales de los jóvenes siguen siendo escasas. Así lo demuestra la tasa de desempleo para los menores de 25 años. En diciembre de 2022, se situaba en un 29,5%, un porcentaje que más que doblaba el de la UE (14,4% - véase la figura 23 -).

3) La disminución del número de autónomos ocupados. En 2022 perdieron su empleo 111.200 trabajadores por cuenta propia. Una caída del 3,6% que contrasta en gran medida con el aumento general de la ocupación de un 1,4%. No obstante, la anterior cifra aún sería mayor y ascendería a 118.700, si solo tuviera en cuenta los empresarios sin asalariados y los profesionales independientes.

En el último año, existen dos causas que explican la desaparición de una cifra tan elevada de autónomos: la inviabilidad de sus negocios y su conversión en asalariados. Indudablemente, la primera es la mayoritaria. El aumento de sus costes, generado especialmente por la crisis energética, no pudieron repercutirlo en una cuantía adecuada en el precio de sus productos y servicios y se vieron obligados a abandonar su actividad.

c) Los mitos del mercado laboral en 2022

Entre los segundos tienen especial relevancia:

1) La mayor parte del empleo creado es público. Es una falsedad muchas veces repetida en las redes sociales que han ayudado a propagar algunos economistas liberales y políticos de la oposición. Los datos la desmienten rotundamente. En 2022, se crearon 228.300 puestos de trabajo en el sector privado y 50.700 en el público. Por tanto, el empleo generado en el segundo solo fue el 18,2% del total originado.

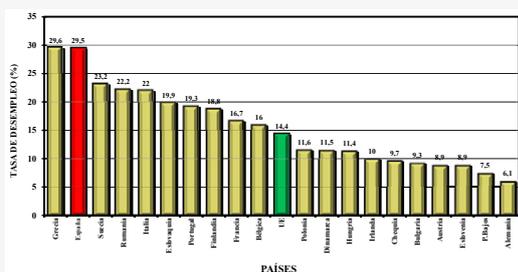
2) La mayoría de los nuevos asalariados con contrato indefinido son fijos – discontinuos. La supresión del contrato de obra y servicio y la estricta limitación del temporal ha impulsado la figura de los fijos – discontinuos. En 2022, el número de trabajadores afiliados a la Seguridad Social con dicha vinculación a las empresas aumentó en 452.163, pasando de 381.485 a 833.648.

No obstante, a final del año solo estaban trabajando 220.800 más, pues en diciembre de 2021 eran 373.400 los que lo estaban haciendo y en el mismo mes de 2022 ascendían a 594.200. En la última fecha, los 239.448 que no ejercían su profesión, esperaban la llamada de su empresa para incorporarse a su puesto de trabajo.

Lo hacían de dos distintas maneras: buscando o no un nuevo empleo. En el primer caso, en la Encuesta de Población Activa, figuraban como desempleados; en el segundo como inactivos. Una clasificación que no ha variado en los últimos años.

Por tanto, entre diciembre de 2021 y 2022, el número de fijos – discontinuos ocupados aumentó en 220.800. Un guarismo que solo representa el 13,9% de los puestos de trabajo generados durante el pasado año en la categoría de asalariado con contrato indefinido.

Figura 23. Tasa de desempleo en laUE (menores de 25 años) (2022)*



Fuente: EUROSTAT
*Diciembre

d) Conclusiones

En definitiva, en 2022 la evolución del mercado laboral tuvo luces y sombras. No obstante, las primeras fueron más relevantes que las segundas, especialmente si tenemos en cuenta la desfavorable coyuntura económica internacional. Por el lado positivo, destacaron el elevado aumento del número de asalariados fijos y el gran crecimiento de la tasa de empleo juvenil. Por el negativo, la destrucción de ocupación en el segundo semestre y la disminución de la cifra de autónomos en el conjunto del ejercicio.

No obstante, ni una gran proporción del empleo creado fue público ni la mayor parte de los nuevos asalariados con contrato indefinido eran fijos - discontinuos. Ambas afirmaciones son falsas y tiene como objetivo modificar la percepción de la población sobre la situación del mercado de trabajo en 2022. A pesar de ello, es indudable que este continúa teniendo numerosos problemas pendientes de resolución. Una situación que lo convierte en una negativa excepción dentro de la UE.

C) LA INDUSTRIA

1) ¿Está en declive la industria en España?

a) El declive de la industria en la Unión Europea

Entre 1995 y 2022, la industria en la UE padeció un lento y constante declive. En la primera fecha representaba un 23,5% del Valor Añadido Bruto (VAB) y en la segunda solo un 20,6% (véanse las figuras 24 y 13). Una pérdida de influencia menor a la observada en España (2,9 versus 3,7 puntos), pues en nuestro país su importancia relativa pasó del 21,3% al 17,6%.

En el período analizado, el sector industrial tuvo una mayor relevancia económica en Europa Oriental que en la Central y Occidental. La principal explicación estuvo en el menor coste de la mano de obra en la primera área. No obstante, en la mayoría de sus naciones, dicho sector también sufrió un retroceso. En términos del VAB, en los países del Este, las disminuciones porcentuales más elevadas se advirtieron en Rumania (6,9 puntos), Letonia (6,7), Finlandia (6,4) y Suecia (5,9).

Una sustancial parte de la población de la UE ha observado el lento declive de la industria como una aguda decadencia. Los economistas se han fijado más en la aportación del sector al VAB y los ciuda-

danos en su contribución al empleo. Indudablemente, la segunda se ha reducido más que la primera. Así, por ejemplo, en España en 1995 la ocupación en él representó un 20,6% de la total y en 2022 solo llegó a un 13,6%.

La disminución de su aportación al empleo del correspondiente país no constituye una muestra de su fracaso, sino de su éxito. Entre dichos años, la productividad en el sector secundario aumentó en mayor medida que en cualquier otro y, por tanto, el nivel de vida de sus trabajadores. Un logro derivado de la mayor mecanización de sus actividades y especialmente de la utilización cada vez más frecuente de robots.

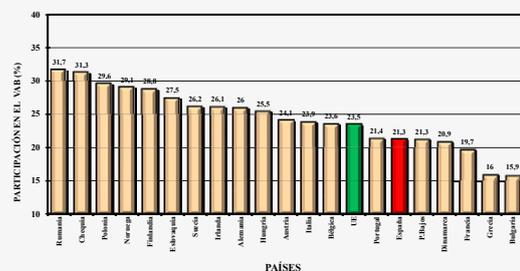
b) España versus la Unión Europea

1) Características comunes

El lento declive del sector industrial en España presenta características comunes y diferentes respecto a otros países de la UE. Entre las primeras destacan:

1) El desplazamiento de empresas desde Europa al Sudeste Asiático. Un traslado explicado por tres principales factores: la mayor estandarización de los procesos de fabricación, la división en múltiples partes de la cadena de producción y el triunfo de la ideología del libre mercado sobre el proteccionismo.

Figura 24. Participación de la industria en el VAB en Europa (1995)



Fuente: EUROSTAT



Entre 1995 y 2022, la industria en la UE padeció un lento y constante declive.

La primera característica permite la utilización de trabajadores menos cualificados y posibilita el traslado de una gran parte de los procesos productivos desde los países desarrollados a los emergentes. La segunda conduce a la fabricación de las partes más difíciles y de mayor valor añadido de un producto en las primeras naciones y de las más sencillas en las segundas.

La tercera explica la escasa resistencia de los gobiernos europeos a la pérdida de una parte de su tejido industrial y de numerosos empleos bien remunerados. En la etapa analizada, entre los cuatro sectores económicos, el secundario siempre fue el que mejor retribuyó a sus trabajadores. Así, por ejemplo, en 2020 los salarios sufragados en España por las empresas dedicadas al suministro de energía, extracción de minerales y producción de manufacturas fueron un 113,7%, 36,8% y 10,8%, respectivamente, superiores a la media nacional.

2) La externalización de servicios de las empresas industriales. Las estrategias de reducción de costes y concentración de recursos en las actividades principales (*core business*) han conducido a un gran número de compañías a subcontratar una parte de los servicios antes proporcionados por ellas. Por tanto, los últimos han pasado de contabilizarse en el sector secundario a hacerlo en el terciario.

Las actividades afectadas varían en cada compañía. Sin embargo, es frecuente que entre ellas estén la logística, la limpieza, la seguridad y la selección y formación del personal. En algunas también afecta al marketing, la publicidad, la contabilidad, la gestión de la morosidad y otros diversos servicios de carácter administrativo.

El anterior factor no es marginal, sino uno de los que en mayor medida explica el declive del sector industrial en la UE. Así lo confirma un estudio realizado por Bernard, Smeets y Warzinsky sobre la pérdida de la cuota del empleo manufacturero en Dinamarca entre

1994 y 2014. Para dichos autores, la mitad de la merma viene explicada por el elevado aumento de la subcontratación de actividades por parte de dichas empresas.

3) La escasa importancia de la política industrial. Para la Comisión Europea, en las últimas décadas la principal prioridad ha sido una rápida transición a una economía más verde. Cualquier otro objetivo ha estado supeditado al anterior y dicha subordinación ha generado una área muy dependiente del extranjero en materia industrial, energética y alimentaria.

Su firme creencia en los principios del libre mercado y el magnífico funcionamiento de la cadena logística mundial hasta la aparición de la COVID - 19 le impidió considerar seriamente el peligro de desabastecimiento de numerosos productos intermedios y finales.

2) Características diferentes

Entre las segundas, me parece importante reseñar:

1) La dependencia de las multinacionales extranjeras. Entre las diez empresas con mayor capitalización en el IBEX 35, solo hay cuatro españolas del sector industrial y una única dedicada a la fabricación de manufacturas (Inditex). Por tanto, una gran parte de las decisiones que afectan a nuestras fábricas, tanto respecto al volumen de producción como a las características de los bienes producidos, se adoptan en el extranjero.

Una coyuntura que nos perjudica cuando la dirección de la multinacional decide las plantas que desaparecerán, las que perderán más ocupación o fabricarán productos de menor valor añadido. Los anteriores ejecutivos quieren satisfacer a sus accionistas, pero también evitar conflictos con los gobernantes del país de origen de la gran empresa.





El último factor constituye una de las principales explicaciones de la escasa pérdida de participación de la industria alemana en el VAB de su país. Entre 1995 y 2021 solo ha sido de 2,5 puntos, siendo la anterior merma sustancialmente inferior a la media de la UE (3,7) y a la de la mayoría de las naciones europeas más desarrolladas.

En una sustancial medida, la anterior dependencia es consecuencia de una política industrial escasamente intervencionista. La Administración no ha potenciado empresas manufactureras de capital español ni estimulado fusiones entre una o varias medianas para crear una grande.

Desde la reconversión industrial de la primera mitad de la década de los 80, las palabras que mejor definen lo realizado por nuestros políticos son las pronunciadas por Claudio Aranzadi, ministro del ramo con Felipe González: "la mejor política industrial es la que no existe". Sin duda, una gran falsedad.

2) Un escaso porcentaje dedicado a I + D. En 2020, España destinó un 1,41% de su PIB a la investigación y desarrollo. Una proporción sustancialmente inferior a la media europea (2,31%) y menor a la dedicada por Portugal (1,62%) y Grecia (1,51%). Una consecuencia del pequeño tamaño de las empresas nacionales y de la escasa importancia otorgada por nuestros políticos a las anteriores actividades.

No obstante, no solo es importante el volumen de recursos disponibles, sino también su destino. En 2021, la anterior cifra ascendió a 17.249 millones €, siendo ejecutados el 26,5% por las universidades. Un importe empleado esencialmente en la investigación bási-

ca, siendo minoritario el reservado para la aplicada, pues la legislación universitaria prima la primera respecto a la segunda.

Unas normas que dificultan extraordinariamente la conversión de las universidades en los centros de investigación de las pymes, penalizan el crecimiento de dichas empresas y la producción por ellas de productos de elevado valor añadido. Su modificación permitiría a algunas de las anteriores compañías dar un gran salto adelante, siendo nulo el coste de la reforma legislativa para la Administración.

3) Conclusiones

En definitiva, en las tres últimas décadas, la industria en España y en la UE está en declive. No obstante, este ha afectado en mayor medida al empleo que a la producción y la repercusión ha sido superior en términos estadísticos que económicos. A este último efecto ha contribuido decisivamente la gran subcontratación de múltiples servicios anteriormente prestados por compañías industriales.

El aumento del peso específico del sector en ambos territorios necesitaría de la instauración de un proteccionismo selectivo, una legislación que dificulte extraordinariamente las deslocalizaciones, reduzca el número de actividades subcontratadas y destine a su potenciación una sustancial parte de los fondos europeos Next Generation.

El último es el principal reto de España, pues dichos fondos deberían dedicarse principalmente a la reconversión de algunas industrias (por ejemplo, la del automóvil), a la potenciación de otras (energética, medioambiental y farmacéutica) y a aumentar el porcentaje del gasto de la Administración en I + D.



Los grandes beneficiados habrían de ser las empresas de capital español, pues su permanencia a largo plazo en el país es mucho más segura que la de las extranjeras. A diferencia de lo que algunos piensan, el dinero puede no tener color ni ideología, pero sí nacionalidad.

D) PENSIONES

1) El incierto futuro de las pensiones públicas

a) La elevada rentabilidad de las cotizaciones sociales

En términos reales, a igualdad de aportaciones a la Seguridad Social, las pensiones del futuro serán inferiores a las del presente. Las principales causas son la gran generosidad de las actuales, el elevado gasto de la Administración en las anteriores prestaciones, el aumento de la esperanza de vida, la próxima jubilación de la generación del baby boom y los bajos salarios percibidos por numerosos trabajadores.

La elevada rentabilidad real ofrecida por las cotizaciones a la Seguridad Social y la rápida recuperación del capital aportado demuestran claramente la generosidad del actual sistema de pensiones. En base a cifras de 2017, el Banco de España calculó que la primera variable ascendía a un 3,5% y proporcionaba al jubilado medio una ganancia del 74%, pues por cada euro abonado recibía 1,74 €. Una rentabilidad que superaba el ofrecido por el 97% de los planes privados con una antigüedad mínima de 20 años.

En el futuro, si la indicada rentabilidad sigue vigente y la inflación media se sitúa en un 2%, el pensionista promedio recuperaría el importe pagado 13 años después. Si se jubilara a los 65, sin anticipar

su retiro, equiparía lo obtenido y abonado a los 78. Si no varía la esperanza de vida a la primera edad y se mantiene en 21,15 anualidades, la Seguridad Social regalaría al anterior jubilado ocho años y casi dos meses de prestación.

En 2023, el ejecutivo prevé destinar al pago de las pensiones 190.687 millones €. Una cuantía que equivaldrá a un 14,7% del PIB y un 32,1% del gasto del conjunto de las Administraciones Públicas. Si los pensionistas conservan su actual poder adquisitivo, el método de cálculo de la primera prestación no varía y solo aumenta un poco la edad de jubilación, dichos importes se dispararán durante la próxima década.

b) Los problemas del actual sistema de pensiones

Si perduran las tres anteriores condiciones, los sucesivos gobiernos tendrán dos opciones: aumentar significativamente la presión fiscal o reducir en una elevada medida otras importantes partidas de gastos. Ambas alternativas serían sumamente impopulares, pues la primera disminuiría el poder adquisitivo de los ciudadanos y la segunda rebajaría el dispendio en sanidad y educación. Dos áreas donde la calidad del servicio prestado ha menguado en los últimos años, después de los recortes sufridos durante la postrera década.

Una bomba de relojería demográfica supondrá un gran problema añadido. Por un lado, debido al aumento de la esperanza de vida de los jubilados. Los principales motivos serán la mayor implantación de la medicina preventiva, el descubrimiento de nuevos fármacos y terapias y unos hábitos de vida más saludables. Por el otro, por el gran incremento de nuevos pensionistas en los próximos ejercicios, pues a partir de 2022 se jubilan de manera masiva los integrantes de la generación del *baby boom*.

Dicho grupo comprende los nacidos entre 1958 y 1977. En cada uno de los períodos, su número superó los 650.000, correspondiendo el máximo histórico a los 697.697 de 1964. No obstante, el problema generado por la anterior cohorte no es únicamente la elevada cuantía de sus miembros, sino los compromisos más onerosos en materia de pensiones adquiridos con ellos por parte de la Administración, si no cambian notablemente las actuales normas.

Un mayor número de licenciados y diplomados universitarios, así como un más fácil acceso a una formación especializada, les dotó de una mejor cualificación profesional que cualquier otra generación anterior. Dichas características les permitieron lograr salarios más elevados y las normas imperantes les obligaron a pagar bastante más en concepto de cotizaciones sociales. No obstante, únicamente a los que trabajaban por cuenta ajena. Por tanto, una vez jubilados, deberían recibir una pensión superior a los de cualquier quinta precedente.

En los últimos años, los bajos salarios percibidos por numerosos trabajadores han constituido una de las principales causas del crónico déficit de la Seguridad Social. Entre 2008 y 2022, los funcionarios han perdido un 15,1% de su poder adquisitivo. A pesar de ello, ha aumentado la brecha entre el salario percibido por los empleados del sector público y privado.

c) Las medidas necesarias para garantizar la sostenibilidad del sistema público de pensiones

Los anteriores motivos obligarán a un próximo gobierno a adoptar medidas cuyo objetivo será aumentar los ingresos y disminuir los gastos del sistema de pensiones. Un tema que dejará pendiente el gobierno actual, pues las reformas efectuadas por el ministro Es-

crivá han tenido un carácter cosmético. Por un lado, generarán un incremento insuficiente de la recaudación y, por el otro, un elevado crecimiento del dispendio en prestaciones sufragado por la Administración.

Las principales actuaciones serán las siguientes:

1) El aumento de los tipos de las cotizaciones sociales de los empleados. En la actualidad, el 28,3% de la base de cotización de los trabajadores va destinado al pago de las contingencias comunes. La mayor parte de los ingresos obtenidos es destinada al sufragio de las pensiones.

Para aumentar la recaudación, la Administración tiene dos principales opciones: incrementar el actual tipo y la base máxima de cotización, cuyo importe en 2023 se sitúa en 4.495,50 €. Ambas alternativas reducirían la competitividad de las empresas o los aumentos salariales de los trabajadores. Por tanto, solucionarían parcialmente un problema, pero como mínimo añadirían otro.

2) La equiparación de los tipos de cotización de los autónomos y los empleados. Al cotizar a la Seguridad Social, los autónomos han gozado de un gran privilegio, pues hasta el año pasado han podido escoger el importe abonado. La inmensa mayoría (en 2022 un 85,8%) eligió hacerlo por la base mínima. Por eso, su pensión media es inferior a la de los trabajadores por cuenta ajena.

Una alternativa para aumentar la recaudación consistiría en aplicarles los mismos coeficientes que a los empleados. No obstante, los autónomos cotizarían por los ingresos netos. Si estos son muy reducidos, lo harían por la base de cotización del salario mínimo, pero jamás por un importe inferior.



En los últimos años, los bajos salarios percibidos por numerosos trabajadores han constituido una de las principales causas del crónico déficit de la Seguridad Social.



3) El incremento de la edad de jubilación. Para reducir de forma permanente los gastos y a la vez aumentar los ingresos de la Seguridad Social, la mejor fórmula no consiste en retrasar uno o dos meses la edad de jubilación cada ejercicio durante quince años, sino en ligarla a la esperanza de vida. La prórroga sería automática y no fruto de una difícil e impopular decisión del gobierno.

La primera medida la adoptó Zapatero en 2011 y constituyó únicamente un parche, pues no ha impedido un gran desfase entre los gastos e ingresos del sistema de pensiones. Para ser efectiva la segunda, debería ser complementada con una disminución del número de años de prestación regalados por la Seguridad Social a los nuevos jubilados. En 2022, la anterior cifra se situó alrededor de ocho y dos meses y, en el próximo futuro, una nueva reforma de las pensiones debería reducir la anterior donación a como máximo cinco anualidades.

4) La disminución de la primera pensión. Una penalización a la primera pensión percibida haría menos onerosa para las arcas públicas la jubilación de la generación del *baby boom*. La reducción podría afectar a todos o a una parte de los nuevos pensionistas y, en el primer caso, ser idéntica para cualquier nivel de prestación obtenida o más elevada cuanto mayor sea esta.

Así, por ejemplo, el ejecutivo podría decidir bajar la primera prestación un 3% a todos los jubilados o solo a los que perciben más de 2.000 € mensuales brutos. No obstante, también podría optar por disminuir un 1% a los que cobran la pensión mínima y a los demás 0,5 puntos adicionales por cada 500 € suplementarios percibidos.

5) La reducción del poder adquisitivo de todas las pensiones. En la actualidad, las prestaciones se revalorizan según el IPC medio del período comprendido entre diciembre de hace dos años y el último noviembre. Una alternativa para reducir el gasto futuro consistiría

en aplicar a todos los incrementos anuales un factor corrector (por ejemplo, de 0,5 puntos).

Si así sucediera y la inflación media fuera del 3%, en el siguiente ejercicio las pensiones solo se revalorizarían un 2,5%. En un período de 25 años, dicho factor corrector provocaría una reducción del poder adquisitivo de los jubilados del 11,8%. Un objetivo idéntico al perseguido por la reforma efectuada por Rajoy en 2013. No obstante, la fórmula aplicada era distinta y más elevada la disminución pretendida de la prestación.

d) Conclusiones

En definitiva, en los próximos años, el desfase en las cuentas del sistema de pensiones será muy elevado y difícilmente financiable con una presión fiscal similar a la actual, si los sucesivos gobiernos no reducen en términos reales los gastos en otras de las principales partidas del presupuesto de las Administraciones Públicas, tales como sanidad y educación.

Por tanto, aunque sea sumamente impopular, uno o más ejecutivos deberán adoptar medidas traumáticas. Probablemente, no escogerán una de las cinco alternativas anteriormente expuestas, sino que aplicarán a la vez la mayoría de ellas. Si así sucede, los trabajadores pagarán más impuestos y se retirarán más tarde. Los jubilados cobrarán menos de primera pensión y perderán un poco de poder adquisitivo cada año.

No obstante, nada de lo anterior se producirá si aumenta sustancialmente el número de habitantes gracias a una masiva inmigración, crece notoriamente el porcentaje de población activa, disminuye considerablemente la tasa de paro y aumentan en gran medida los salarios debido al elevado incremento de la productividad generado por la robotización de la industria y los servicios. No es imposible, pero sí muy difícil. Ojalá me equivoque y los malos augurios no se cumplan.



El nuevo *boom* inmobiliario en Estados Unidos: ¿Ajuste o explosión?

Por Joan Alujas



1. El ciclo de precios de la vivienda en Estados Unidos

El último desplome de la vivienda comenzó en el segundo trimestre de 2006, después de alcanzar revalorizaciones del 15% en los años anteriores. En 2008 se registra la mayor caída en el precio de la vivienda (-16,8%). Hasta 2011 prosigue el descenso, aunque a un ritmo cada vez menor. El mercado inmobiliario de Estados Unidos comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2012, alcanzando ya en 2013 una revalorización del 10,3%, para moderar luego las subidas, manteniéndose el crecimiento de los precios entre el 4% y el 6% hasta 2019. En el contexto de la pandemia los precios de la vivienda repuntan de forma notable, un 10,4% en 2020, acelerando hasta alcanzar el 18,8% en 2021 y moderándose hasta el 5,7% en 2022 (véase el gráfico 1).

Para analizar más en detalle la evolución de los precios de la vivienda en Estados Unidos utilizaremos los índices de ciudades S&P CoreLogic Case-Shiller que reflejan el cambio promedio en los precios de las viviendas en un mercado geográfico particular. Los índices cubren 20 áreas metropolitanas principales (Áreas Estadísticas Metropolitanas o MSA)¹, que también se agregan para formar dos compuestos: uno que comprende 10 de las áreas metropolitanas, el otro que comprende las 20.

Los índices de precios de viviendas S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20 han ido muy parejos a lo largo de casi todo el período analizado. Los aumentos registrados en el primero fueron alrededor de 2 puntos porcentuales superiores al segundo en los primeros años de la década de 2000. A partir de ahí las diferencias son mínimas a excepción de 2021, donde el índice composite-20 aumenta un 18,5% frente al 16,9% en el caso del composite-10. En ambos índices las subidas en 2020 y 2021 fueron muy superiores a las registradas los años anteriores a la pandemia (véase el gráfico 2).

¹ Las 20 áreas metropolitanas son: Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York, San Diego, San Francisco, Washington DC, Atlanta, Charlotte NC, Cleveland, Dallas, Detroit, Minneapolis, Phoenix, Portland OR, Seattle y Tampa. Las diez primeras conforman el índice composite-10, mientras que la totalidad de las 20 áreas integran el índice composite-20.

El gran auge de la vivienda en los Estados Unidos se ha visto impulsado por las continuas tasas de interés bajas y por los masivos paquetes de estímulo del gobierno para amortiguar el impacto de la pandemia. Una oferta limitada de vivienda en el mercado ha contribuido también a la presión al alza de los precios de la vivienda.

Gráfico 1. Evolución de los precios de la vivienda en Estados Unidos (variación anual)



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic

Gráfico 2. Evolución de los precios de la vivienda según los índices compuestos metropolitanos (variación anual)



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic

Los precios de la vivienda han continuado aumentando a medida que los millennials llegan a sus mejores años para la compra de viviendas, los inquilinos buscan escapar de los alquileres desorbitados y los inversores con mucho dinero impulsan la demanda. Por el lado de la oferta, también es el resultado de una falta de construcción crónica, especialmente de *stock* asequible.

El análisis del ciclo de precios de la vivienda en Estados Unidos requiere tener en cuenta los picos y los valles del auge y caída de los precios, tanto a nivel nacional como por áreas metropolitanas.

Entre 2000 y 2006 el precio de la vivienda a nivel nacional subió un 84,5%, registrando los índices composite-10 y composite-20 un aumento del 126,3% y del 106,5% respectivamente. Por áreas metropolitanas destacan los incrementos por encima del 150% de Miami, Los Ángeles y Washington DC. En el otro extremo se sitúan Atlanta, Charlotte NC, Cleveland, Dallas y Detroit, con aumentos de entre el 23% y el 36%. En conjunto, nueve áreas superaron el 100% de revalorización (véase la tabla 1).

A partir del pico de mediados de 2006 los precios de la vivienda cayeron de forma continua hasta principios de 2012, donde se alcanza el valle, tocando entonces los precios su nivel mínimo. A nivel nacional la caída fue del 27,4% desde los máximos de 2006. Los índices composite-10 y composite-20 registraron ambos un descenso de alrededor del 35%. En el caso de las áreas metropolitanas, Las Vegas registró la caída más abultada (-62%) seguida de Phoenix (-56%), Miami (-51%),

Tampa (-48%) y Detroit (-47%). Por el contrario, las menores caídas tuvieron lugar en Dallas (-10%), Denver (-13%), Boston y Charlotte NC, en estas dos últimas con una bajada del 20%. En un total de doce áreas las caídas fueron superiores al 35% (véase la tabla 1).

Los precios de la vivienda en Estados Unidos se apreciaron de forma notable desde principios de 2012 hasta el segundo trimestre de 2022 (un 130% a nivel nacional). La magnitud del aumento es claramente mayor que la del auge inmobiliario anterior. Los índices composite-10 y composite-20 registraron una subida del 125,5% y del 137,7% respectivamente. Por áreas metropolitanas destacan los incrementos por encima del 200% de Phoenix, Las Vegas, Seattle, San Francisco y Tampa. En el otro extremo New York, Washington DC, Cleveland y Chicago registraron aumentos de entre el 76% y el 87%. En conjunto, trece áreas superaron el 150% de revalorización (véase la tabla 1).

Si consideramos la variación de precios desde los máximos de 2006, los precios de la vivienda a nivel nacional están un 67% por encima a mediados de 2022. Los índices composite-10 y composite-20 registraron subidas del 46% y del 54% respectivamente desde el pico del anterior auge inmobiliario. Respecto a las áreas metropolitanas destacan los aumentos de Dallas (145%), Denver (137%) y Seattle (115%). Por el contrario, los incrementos más moderados se registran en Chicago (12%), Washington DC (24%), Las Vegas y New York, ambas con una subida del 28%. Un total de doce áreas se anotaron aumentos superiores al 50% respecto al pico de 2006 (véase la tabla 1).

Tabla 1. Picos y valles del auge y la caída del precio de la vivienda (base 2000=100)

Índice	PICO 2006	VALLE 2012		PICO 2022		
	Nivel	Nivel	% Var.	Nivel	% Var desde mínimo 2012	% Var. desde pico 2006
NACIONAL	184,6	134	-27,4%	308,3	130,0%	67,0%
10-City Composite	226,3	146,4	-35,3%	330,2	125,5%	45,9%
20-City Composite	206,5	134,1	-35,1%	318,6	137,7%	54,3%
METROPOLITAN						
Boston	182,4	145,9	-20%	315,9	116%	73%
Chicago	168,6	102,7	-39%	188,8	84%	12%
Denver	140,3	121,8	-13%	332,3	173%	137%
Las Vegas	234,7	89,9	-62%	300,1	234%	28%
Los Angeles	273,9	159,5	-42%	423,1	165%	54%
Miami	280,9	137,5	-51%	409,3	198%	46%
New York	215,8	157,4	-27%	276,4	76%	28%
San Diego	249,6	148,7	-40%	427,9	188%	71%
San Francisco	218,4	124,6	-43%	393,9	216%	80%
Washington DC	251,1	174,5	-30%	310,5	78%	24%
Atlanta	135,3	82,5	-39%	234,2	184%	73%
Charlotte NC	135,9	108,4	-20%	261,5	141%	92%
Cleveland	123,5	94,2	-24%	176,0	87%	42%
Dallas	125,7	112,6	-10%	307,8	173%	145%
Detroit	127,1	67,9	-47%	174,1	156%	37%
Minneapolis	171,1	109,5	-36%	236,6	116%	38%
Phoenix	227,4	100,3	-56%	343,5	243%	51%
Portland OR	181,7	129,0	-29%	342,2	165%	88%
Seattle	192,3	129,0	-33%	414,0	221%	115%
Tampa	238,1	123,9	-48%	382,4	209%	61%

2. Ciclo alcista y riesgo de burbuja a partir de la pandemia

A pesar de la pandemia, el mercado de la vivienda de Estados Unidos registró un fuerte crecimiento de los precios de la vivienda en 2020 y especialmente en 2021. En el primer año los aumentos se sitúan alrededor del 10%, tanto a nivel nacional como en los índices S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20. En 2021 aceleran los precios hasta alcanzar subidas entre el 17% y el 19%. La moderación llega en 2022 con subidas del 5,6% a nivel nacional y de alrededor del 4,5% en los índices mencionados (véase el gráfico 3).

Por áreas metropolitanas Phoenix lideró el auge, con un aumento de los precios de la vivienda del 14,4% en 2020 y del 32,4% en 2021. En 2020 le siguieron Seattle (13,6%), San Diego (13%), Cleveland (11,9%) y Boston (11,4%). En 2021, a continuación de Phoenix los mayores aumentos se registraron en Tampa, Miami, Dallas, San Diego y Las Vegas, en todos los casos por encima del 25%. También se observaron fuertes aumentos de precios de la vivienda en Seattle (24%), Charlotte NC (23,9%), Atlanta (21,8%) y Denver (20,3%). Por el contrario, los menores aumentos en 2020 se registraron en Chicago, Dallas, Las Vegas y Atlanta, no superando en ningún caso el 9%. En 2021, Washington DC, Minneapolis, Chicago, Boston, New York y Cleveland se anotaron subidas entre el 10,7% y el 13,4%, la mitad que en las áreas más tensionadas (véase el gráfico 3).

La moderación de los precios de la vivienda en 2022 es evidente en todas las áreas metropolitanas, aunque en Miami, Tampa y Atlanta los precios crecieron aún por encima del 10%. Por el contrario, San Francisco y Seattle fueron las dos únicas áreas que registraron caídas (del 4,2% y del 1,8% respectivamente). Por otro lado, en un total de 9 áreas el crecimiento de los precios estuvo ya por debajo del 5%. Los casos más extremos son Phoenix y San Diego y Las Vegas que han pasado de registrar aumentos en los precios de la vivienda superiores al 25% en 2021 a subidas de alrededor del 3% en 2022.

Las principales razones que estimularon el precio de la vivienda fueron, por un lado, la sólida renta disponible respaldada por el estímulo fiscal relacionado con la pandemia y el crédito barato que impulsó la demanda de vivienda. Por otro lado, las interrupciones en la cadena de suministro, los cierres relacionados con el COVID-19 y el aumento de los costes de la mano de obra y las materias primas de construcción empujaron la oferta a la baja.

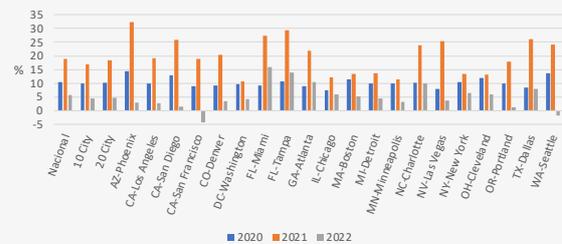
Los cambios en el estilo de vida inducidos por la pandemia, relacionados principalmente con el teletrabajo y la búsqueda de mayor espacio ayudan a explicar también por qué la demanda superó tanto a

la oferta de viviendas desde el principio y, por tanto, la evolución de los precios entre finales de 2019 y mediados de 2022.

Los precios de la vivienda han aumentado especialmente rápido desde el inicio de la pandemia, en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2022, lo que representa más del 50% de la apreciación registrada en una década tanto a nivel nacional como nacional como en los índices S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20.

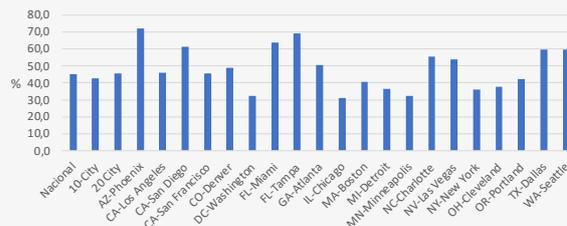
Los precios aumentaron un 45,3% desde el cuarto trimestre de 2019 hasta el segundo trimestre de 2022 a nivel nacional. Los mayores aumentos se registran en Phoenix (72%), Tampa (69,1%), Miami (63,5%) y San Diego (61,3%). Por el contrario, las menores subidas tuvieron lugar en Chicago, Washington DC y Minneapolis, en todas ellas alrededor del 30%. En conjunto, doce áreas superaron el 45% de aumento en los precios de la vivienda en dicho período (véase el gráfico 4).

Gráfico 3. Variación anual del precio de la vivienda



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic

Gráfico 4. Variación precio vivienda entre diciembre 2019 y máximos de 2022



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic





El mercado de la vivienda vivió una increíble primera mitad del año 2022, con la mayor tasa de crecimiento anual de los precios jamás registrada, un mínimo en las tasas de ejecución hipotecaria y la mayor cantidad de ventas de viviendas en 15 años. Mientras numerosos compradores buscaban la mejor oferta, los vendedores afrontaban un mercado en el que sus propiedades se vendían rápida y muy a menudo a precios superiores a los esperados.

En el primer trimestre de 2022 los precios de la vivienda aceleran hasta alcanzar subidas de alrededor del 20% en tasa interanual, tanto a nivel nacional como en los índices compuestos S&P/Cas-Shiller composite-10 y composite-20, moderándose levemente en el segundo trimestre (véase el gráfico 5).

Por áreas metropolitanas, Tampa, Phoenix, Miami y Dallas lideraron el aumento de los precios en el primer trimestre de 2022, en todas ellas claramente por encima del 30%. También se observaron fuertes aumentos de precios de la vivienda en San Diego (29,6%), Las Vegas (28,4%) y Seattle (27,7%). Por el contrario, Minneapolis, Washington DC, Chicago, New York, Boston y Cleveland registraron aumentos entre el 12% y el 14%. En el segundo trimestre, el incremento de precios es superior al primer trimestre solo en Tampa, Miami Chicago, Boston y New York, alcanzando las dos primeras los mayores aumentos (35,1% y 33% respectivamente). Cabe señalar que en un total de ocho áreas aún se registraron aumentos superiores al 20%. En el otro extremo, Minneapolis y Washington DC se anotaron subidas de alrededor del 10%. Por otro lado, la mayor diferencia en los aumentos de precios registrados entre el primer y el segundo trimestre de 2022 se registra en San Diego, San Francisco y Seattle, con unos 8 puntos porcentuales menos de subida. En ocho de las áreas metropolitanas las diferencias entre ambos trimestres fueron inferiores a los 4 puntos porcentuales (véase el gráfico 5).

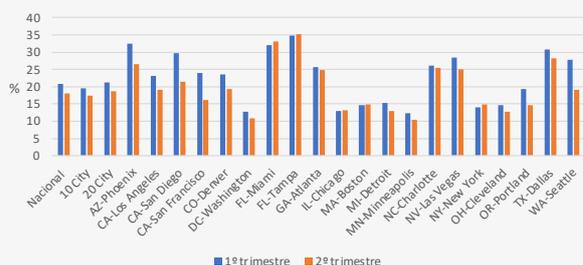
Las estadísticas del segundo trimestre de 2022 son muy parecidas a la burbuja inmobiliaria de los años 2000, mostrando de nuevo los datos evidencia de un comportamiento explosivo en las relaciones precio-alquiler y precio-ingreso. En consecuencia, el aumento des-

de el inicio de la pandemia hasta el verano de 2022 mostró cada vez más síntomas de una burbuja.

La rápida subida de los precios de la vivienda no indica en sí misma una burbuja. Los cambios en el ingreso disponible, el coste del crédito y el acceso al mismo, las interrupciones en el suministro y el aumento de los costes de mano de obra y de las materias primas de construcción se encuentran entre las razones económicas que explican las revalorizaciones sostenidas del precio de la vivienda.

Pero los precios de la vivienda pueden divergir de los fundamentos del mercado cuando existe la creencia generalizada de que los fuertes aumentos de precios continuarán. Si muchos compradores comparten esta creencia, las compras derivadas del “miedo a perderse algo” pueden hacer subir los precios y aumentar las expectativas de fuertes ganancias en el mercado inmobiliario. Este mecanismo autocumplido conduce a un crecimiento de los precios que puede volverse exponencial o explosivo, lo que hace que el mercado de la vivienda se desalinee progresivamente de los fundamentos hasta que los inversores se vuelvan cautelosos, los políticos intervengan, el flujo de dinero hacia la vivienda se agote y tenga lugar una corrección de los precios de la vivienda o incluso se produzca un desplome.

Gráfico 5. Variación interanual del precio de la vivienda en 2022



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic

La relación entre el precio de la vivienda y las rentas de alquiler es un indicador que nos permite apreciar el grado de sobrevaloración del mercado inmobiliario residencial. Desde principios de 2020, la relación precio-alquiler se ha disparado más allá de lo que los fundamentos observados por sí solos pueden explicar.

Los precios de la vivienda han crecido más rápido que los alquileres tomando como base el año 2015, acelerando su crecimiento desde 2020 y registrando un crecimiento diferencial en 2022 de casi el 39% por encima los precios de venta en relación a las rentas de alquiler. El aumento en este indicador es superior al pico registrado en el auge inmobiliario de principios de la década de 2000, cuando el crecimiento diferencial alcanzó el 26,8% en 2006 (véase el gráfico 6).

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 y está vinculado directamente a la asequibilidad de la vivienda. El rápido aumento en dicha relación indica que los precios de la vivienda en Estados Unidos se desvinculan del ingreso personal disponible per cápita.

Los precios de la vivienda han crecido más rápido que los ingresos de las familias tomando también como base el año 2015, aunque se acelera desde 2021 y registra un crecimiento diferencial en 2022 cercano al 37% por encima de los precios de la vivienda en relación a las rentas de las familias. El aumento en este indicador es también superior al pico registrado en el auge inmobiliario de principios de la década de 2000, cuando el crecimiento diferencial alcanzó el 32% en 2006 (véase el gráfico 6).

La evidencia apunta a un comportamiento anormal del mercado inmobiliario de Estados Unidos por primera vez desde el auge de principios de la década de 2000. Los motivos de preocupación se hacen patentes en la relación precio-alquiler y en la relación precio-ingreso o renta disponible, que mostraban signos de que los precios de la vivienda en 2022 estaban cada vez más fuera de sintonía con los fundamentos.

3. Cambio de ciclo y diferencias con la crisis de 2007/2008

Después de una racha récord en la que las tasas hipotecarias cayeron a mínimos históricos y los precios de las viviendas se dispararon a nuevos máximos, el mercado inmobiliario estadounidense finalmente se desacelera en 2022.

El aumento de la inflación y los tipos de interés hipotecarios han cambiado la perspectiva del mercado de la vivienda. El porcentaje

que representan las hipotecas en los ingresos familiares está aumentando rápidamente debido al aumento de los tipos de interés de la Reserva Federal desde principios de 2022, lo que ha contribuido a la caída en picado de las solicitudes de préstamos hipotecarios. En comparación con el año anterior, el mercado de la vivienda se ha enfriado significativamente, con una disminución de las ventas de viviendas y un aumento moderado de los precios. Esto alivia la presión del mercado, reduciendo así el desajuste entre oferta y demanda.

En el tercer trimestre de 2022 los precios de la vivienda registraron caídas en términos intertrimestrales por primera vez en una década, un 2,6% a nivel nacional. Los índices S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20 registran un descenso de casi el 4%. En el cuarto trimestre prosiguen las caídas, aunque de forma más moderada (véase el gráfico 7).

Por áreas metropolitanas, San Francisco (-10,4%), Seattle (-9,5%) y San Diego (-7,3%) lideraron las caídas de los precios en el tercer trimestre de 2022. Por el contrario, en Miami, Tampa, Atlanta, Chicago, Charlotte y Cleveland los precios se mantuvieron sin apenas variaciones. Cabe señalar que en un total de diez áreas los precios cayeron ya por encima del 3%.

En el cuarto trimestre, el descenso en los precios es alrededor de la mitad del registrado en el trimestre anterior en Seattle, San Francisco, San Diego y Los Ángeles. Las mayores caídas tuvieron lugar en Phoenix (-5,2%), Las Vegas (-5,2%) y San Francisco (-5,0%). En el otro extremo, New York (-0,6%), Washington (-1,3%) y Miami (-1,5%) se anotaron los menores descensos. Por otro lado, en diecisiete de las áreas metropolitanas se registraron caídas de los precios superiores al 2% (gráfico 7).

Las señales de una creciente burbuja inmobiliaria se desaceleraron durante la segunda mitad de 2022 y al inicio de 2023, ya que los precios de las viviendas continuaron cayendo mes tras mes durante ese tiempo.

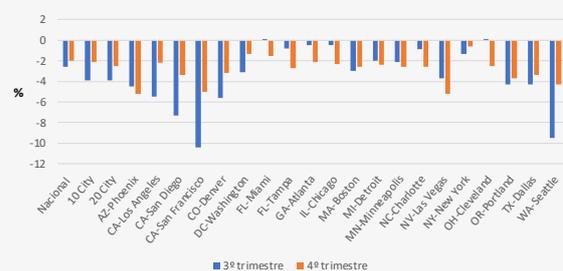
Los precios promedio de la vivienda alcanzaron su punto máximo en junio y ya han bajado alrededor de un 5% hasta enero de 2023. Los índices S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20 registran un descenso del 6,4% y del 6,8% respectivamente (gráfico 8). San Francisco (-17,1%) y Seattle (-16,3%) son las áreas metropolitanas que lideran las caídas de los precios de la vivienda desde los máximos registrados a mediados de 2022. También se observaron fuertes caídas en San Diego (-11,5%), Phoenix (-10,5%) y Las Vegas (-10,1%). Por el contrario, en Miami y New York las caídas se limitan

Gráfico 6. Crecimiento de los precios de la vivienda en relación a las rentas de alquiler y la renta disponible de las familias (2015=100)



Fuente: OCDE

Gráfico 7. Variación intertrimestral del precio de la vivienda en 2022



Fuente: S&P Dow Jones Indices and CoreLogic

a algo más del 2%. Le siguen Atlanta, Chicago y Cleveland con descensos de alrededor del 4%. Cabe señalar que en un total de nueve áreas los precios cayeron por encima del 8% (véase el gráfico 8).

Sin embargo, los últimos datos disponibles para marzo de 2023 muestran que el precio medio a nivel nacional, que había caído durante siete meses consecutivos, rompe su tendencia y sube en 2 meses un 1,5%, situándose un 3,6% por debajo de su máximo de junio de 2022. Los índices S&P/Case-Shiller composite-10 y composite-20 se comportaron de manera similar, con ganancias del 2% y del 1,8% respectivamente. En todas las áreas metropolitanas los precios han repuntado entre febrero y marzo, excepto en Las Vegas, que registra una caída del 0,5%. Cabe destacar las subidas en San Diego (4%) y San Francisco (3,6%). En cambio, los precios crecen de forma muy moderada en Miami, Cleveland y Phoenix (entre el 0,3% y el 0,5%). En relación a los últimos 12 meses, el índice nacional se sitúa solo un 0,7% por encima de su nivel en marzo de 2022 y los índices composite-10 y composite-20 han caído un 0,8% y un 1,1% respectivamente en términos interanuales. Miami (7,7%) y Tampa (4,8%) registran aún los mayores aumentos, mientras que en el otro extremo San Francisco y Seattle se anotan caídas alrededor del 11,2% y del 12,4% respectivamente.

De todas formas, dos meses de precios al alza no suponen una recuperación definitiva, ya que es probable que los desafíos que plantean el nivel de los tipos de interés de las hipotecas y la posibilidad de debilitamiento de la economía sigan condicionando la evolución de los precios de la vivienda durante al menos los próximos meses.

El mercado inmobiliario de Estados Unidos estuvo fuertemente tensionado entre 2005 y 2007 y después el valor de las viviendas se desplomó provocando la recesión más profunda desde la Gran Depresión. Si bien el mercado de la vivienda a escala nacional ha visto caer los precios desde mediados de 2022 en medio de elevados tipos de interés, es poco probable que se produzca una caída repentina y abrupta del mercado de la vivienda.

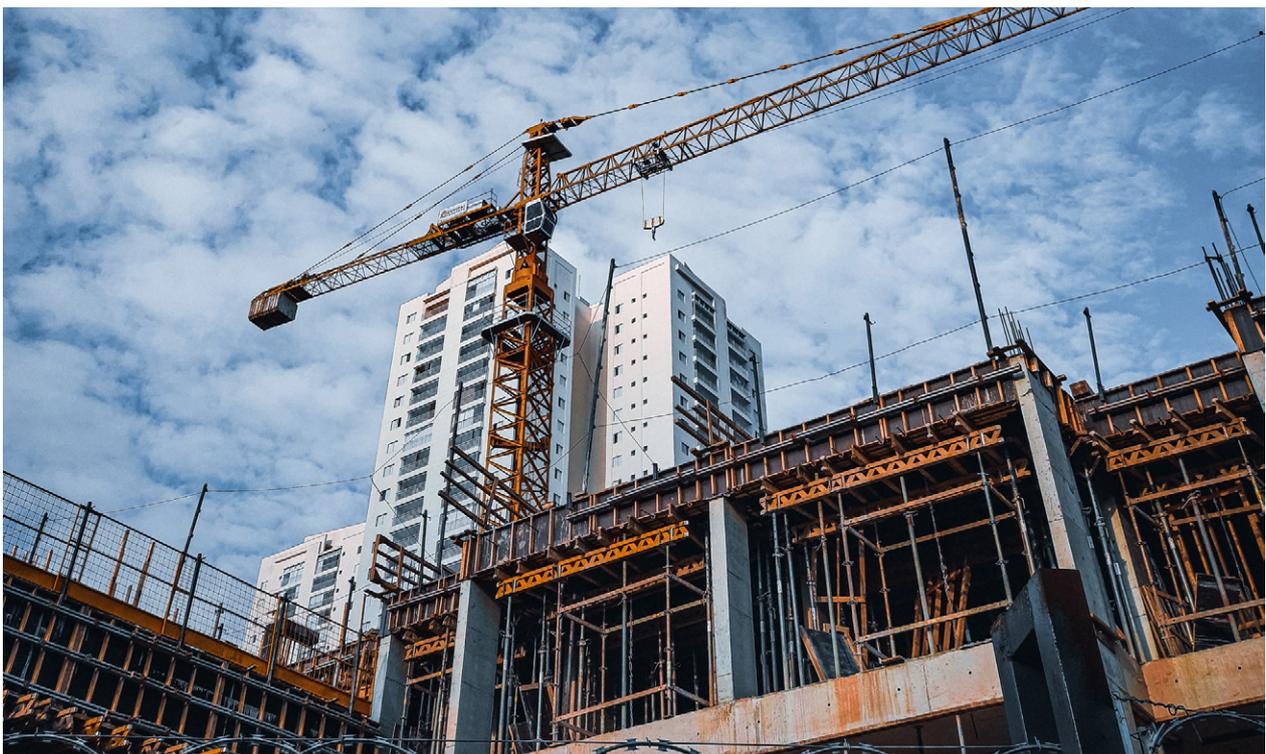
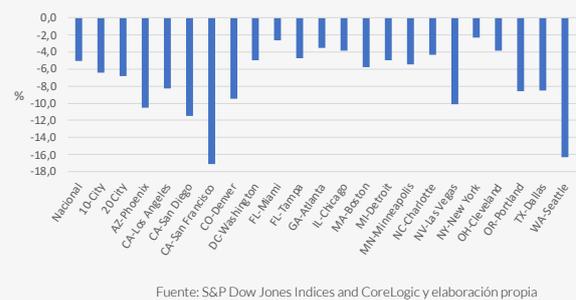
La incertidumbre económica adicional, ya se trate de problemas de insolvencia bancaria que actualmente están al frente de las discusiones financieras o las expectativas de una recesión en 2023, podría llevar a que los precios de las viviendas sigan cayendo.

En este contexto, los compradores de viviendas pueden pausar su búsqueda si están preocupados por los despidos, y puede haber un ligero aumento en la actividad de ejecuciones hipotecarias mientras que un mayor desempleo aumenta la cantidad de personas que no pueden pagar sus hipotecas.

Pero la situación actual es muy diferente a la de la Gran Recesión por diferentes motivos:

1) El exceso de construcción antes de 2008 supuso que cuando la demanda cayó, hubo una cantidad ingente de viviendas que quedaron vacantes. En la actualidad los inventarios siguen siendo muy bajos. Los constructores no construyeron lo suficientemente rápido para satisfacer la demanda y ya nunca alcanzaron los niveles del anterior auge inmobiliario.

Gráfico 8. Variación precio de la vivienda desde máximos de 2022





2) Las tendencias demográficas están creando nuevos compradores. Muchos estadounidenses que ya tenían casas decidieron durante la pandemia que necesitaban espacios más grandes, especialmente con el auge del teletrabajo. Los millennials son un grupo enorme y se encuentran en sus mejores años de compra y los hispanos son un grupo demográfico joven y en crecimiento interesado en ser propietario de una vivienda.

3) Los estándares de préstamo siguen siendo estrictos a diferencia de 2007, en que los prestatarios no necesitaban justificar sus ingresos. Los prestamistas ofrecían hipotecas a casi cualquier persona, independientemente de su historial crediticio o del importe del pago inicial.

4) La actividad de ejecuciones hipotecarias no es actualmente un problema. En los años posteriores al estallido de la burbuja en 2007/2008, millones de ejecuciones hipotecarias inundaron el mercado inmobiliario, contribuyendo a hundir los precios de la vivienda. Las tasas de morosidad hipotecaria en 2022 son en realidad más bajas de lo que eran antes de la pandemia y 2019 fue en sí mismo un año moderado para la actividad de ejecuciones hipotecarias en términos históricos.

4. Perspectivas

Las subidas de tipos tardan alrededor de ocho trimestres en transmitirse plenamente sobre los precios de la vivienda, lo que apunta a un enfriamiento gradual de los mercados inmobiliarios que podría prolongarse durante 2023 y 2024. No obstante, la caída esperada estaría muy por debajo de la última corrección del mercado hace 15 años.

Después de un aumento del 45% de media en los precios de la vivienda a nivel nacional desde diciembre de 2019 hasta mediados de 2022, la corrección debería ser del 20% como mínimo para recuperar la ratio de accesibilidad de finales de 2019. Con los últimos datos de marzo de 2023 aún se estaría muy lejos del ajuste necesario.

Una corrección de los precios de la vivienda entre el 15% y el 20% podría reducir hasta 0,5 a 0,7 puntos porcentuales de los gastos de consumo personal. Un efecto riqueza tan negativo sobre la demanda agregada restringiría aún más la demanda de vivienda, profundizando la corrección de precios y poniendo en marcha un ciclo de retroalimentación negativa. Sin embargo, no se esperan caídas de precios de la magnitud de las caídas experimentadas durante la Gran Recesión de 2008, ni tampoco que las consecuencias de una corrección inmobiliaria sean comparables a la crisis financiera mundial en términos de magnitud o gravedad macroeconómica.

En el entorno actual, cuando la demanda de viviendas muestra signos de debilitamiento, la política monetaria debe conseguir una reducción de la inflación sin desencadenar una espiral a la baja de los precios de la vivienda que podría agravar una recesión económica. Aunque la situación es complicada, sigue existiendo la oportunidad para desinflar la burbuja inmobiliaria mientras se logra el resultado deseado por la Reserva Federal de un aterrizaje suave. Es más probable que esto suceda si se puede evitar la peor de las situaciones, una recesión económica inducida por la corrección de precios.

Los hogares y las instituciones financieras están ahora en mejores condiciones que durante el auge y la caída de la vivienda en la primera década del siglo XXI, lo que probablemente suponga más protección para resistir algunas de las consecuencias de un efecto riqueza negativo, en caso de que se materialice.

Finalmente, cabe destacar que la experiencia de la burbuja inmobiliaria a principios de la década de 2000 y el posterior desarrollo de herramientas avanzadas e indicadores para la detección temprana de riesgos de sobre calentamiento, conlleva que los actores en el mercado, los bancos, los encargados de formular políticas públicas y los reguladores están mejor equipados para evaluar en tiempo real la situación del mercado inmobiliario. Por tanto, se hallan en una posición más aventajada para reaccionar rápidamente y evitar las consecuencias negativas más graves de una corrección en el precio de la vivienda.



El mercado de la vivienda de alquiler

Por Gonzalo Bernardos



LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE ALQUILER

a) ¿Por qué fracasará la ley de vivienda?

1) Una limitada aplicación temporal y territorial

El 26 de mayo, entró en vigor la Ley de Vivienda. Constituye la primera norma global de carácter estatal sobre la materia desde la recuperación de la democracia. No lo es por una mayor sensibilidad social del actual gobierno respecto a los precedentes, sino porque los anteriores consideraban que no tenían la capacidad jurídica para legislar sobre el tema.

Por un lado, el artículo 148 de la Constitución atribuye la mayoría de las competencias sobre vivienda a las comunidades autónomas. Por el otro, en una sentencia del 20 de marzo de 1997, el Tribunal Constitucional limitó considerablemente la capacidad legislativa del Parlamento español sobre la anterior materia. Por tanto, la actual ley probablemente será recurrida ante el magno Tribunal y este declarará inconstitucional una sustancial parte de ella.

Desde el mes de septiembre, solo estará en vigor parcialmente, pues la activación de muchos de sus artículos depende exclusivamente de las autonomías. Al no existir un gran consenso político en su generación, algunas comunidades aplican completamente la ley y otras únicamente lo imprescindible. En las últimas, no existe ningún control de precios.

Entre las primeras, estarán Catalunya, Navarra, Asturias y Castilla – La Mancha. En las cuatro, el ejecutivo lo integrarán uno o más partidos de izquierda. Entre las segundas, el resto de las autonomías. En todas ellas, gobernará la derecha, cuyo principal partido se ha comprometido a derogar la actual norma, si su líder accede a la presidencia del gobierno.

Por tanto, ya sea por su probable contenido inconstitucional, un rápido cambio de color del ejecutivo español o su escasa aceptación por parte de numerosas comunidades, la nueva ley tendrá una corta duración. La expectativa de su completa aplicación a una gran parte del territorio nacional quedó difuminada en dos días, los que van desde su parcial entrada en vigor hasta la celebración de las últimas elecciones autonómicas.

2) Las falsas promesas

Para Pedro Sánchez, la nueva norma hará de la vivienda “el quinto pilar del Estado del Bienestar y transformará un bien de lujo en un derecho”. Para numerosos dirigentes de Unidas Podemos, provocará una disminución del precio de alquiler. Por motivos políticos, ninguno de ellos quiere recordar que una legislación similar se ha aplicado en distintos períodos en múltiples ciudades y naciones y en todas ha fracasado.

Para conseguir el primer objetivo, constituye una condición indispensable promover masivamente vivienda pública y destinarla al arrendamiento. Con tal finalidad, en las principales ciudades del país y en su periferia, sería necesario convertir en suelo residencial un gran número de hectáreas actualmente calificadas como terreno agrícola o industrial. No obstante, a corto plazo, dicha meta es prácticamente imposible de conseguir.

En la actualidad, las normas urbanísticas vigentes y la escasa capacidad gestora de los ayuntamientos garantizan una lenta conversión. En numerosas ocasiones, el período de tiempo excede de la década. Una demora que constituye un gran problema para las promotoras, especialmente las pequeñas. Las últimas tienen recursos sumamente limitados, deben utilizarlos en proyectos que generen rentabilidad a corto plazo y no pueden permitirse inmovilizar una sustancial parte de ellos en terrenos no urbanos durante más de diez años.

En 2019, las viviendas sociales en España representaban el 2,5% de los inmuebles principales, mientras en la Unión Europea (UE) llegaban al 9,3% (véase la figura 1). Un porcentaje que Pedro Sánchez ha prometido superar en 2040. Una cifra que me parece imposible de conseguir, pues en los últimos comicios ningún partido político llevaba en su programa ninguna medida que permitiera realizar una rápida urbanización del suelo agrícola.

En segundo lugar, la vivienda en España jamás ha sido un bien de lujo. Por eso, en 2022 un 75,9% de los hogares residía en una de su propiedad (véase la figura 2) y el precio medio de un piso de 80 m² se situaba en 155.520 €. Un importe que pueden sufragar la mayoría de las familias con dos o más miembros trabajando a jornada completa, si disponen del ahorro necesario para complementar el importe prestado por el banco.

En tercer lugar, la nueva ley puede reducir el importe oficial del alquiler, pero difícilmente conseguirá reducir la cuantía real. La imposición de un control de precios provoca la aparición de expectativas de disminución de la rentabilidad de las viviendas arrendadas. Sus repercusiones suelen ser la venta de una parte de las propiedades alquiladas, el traslado de otras al arrendamiento de temporada y la reducción de la demanda de inversión.

Todos los anteriores factores conducen a un exceso de demanda. La elevada disminución de la rotación de inquilinos y la reducción del parque de alquiler provoca que haya pocas viviendas disponibles en el mercado y la aparición de un mercado negro cada vez más extenso.

La desesperación por encontrar una vivienda lleva a numerosos arrendatarios a aceptar pagar cada mes más por el alquiler de una vivienda de lo que indica el correspondiente índice oficial de precios o sufragar una elevada cuantía no retornable en el momento de la firma del contrato (por ejemplo, 6.000 €).

3) Otros propósitos de la nueva ley

Entre otros aspectos, la nueva ley también pretende:

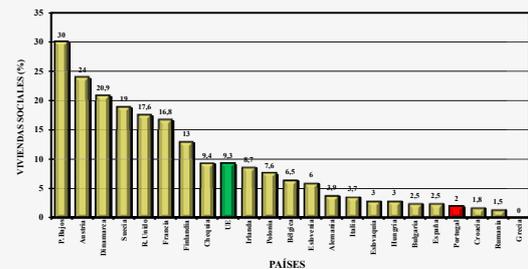
a) Generar una discutible redistribución de rentas. Uno de sus objetivos es beneficiar a los inquilinos a través de perjudicar a los propietarios. No obstante, no siempre los primeros tienen menos ingresos mensuales que los segundos. Además, existen impuestos, tales como el IRPF, patrimonio, sucesiones y donaciones, que permiten una mejor redistribución de la renta y la riqueza que cualquier norma reguladora del mercado residencial.

No obstante, los propietarios perjudicados y los inquilinos beneficiados serán muchos menos de los inicialmente estimados, pues con el paso del tiempo cada vez un número menor de los primeros aceptará percibir el importe fijado por el índice oficial. En otras palabras, el mercado negro pasará de ser inicialmente relativamente pequeño a gigantesco, si el control de precios dura muchos años.

b) Facilitar la permanencia de los okupas. La *okupación* de una vivienda constituye un gran problema para los propietarios. Los principales motivos son los alquileres no percibidos durante más de seis meses, el deficiente estado de conservación del piso después del desalojo de los okupas, el pago de los consumos de agua, gas y electricidad incurridos por los inquilinos ilegales y los gastos legales derivados del desahucio.

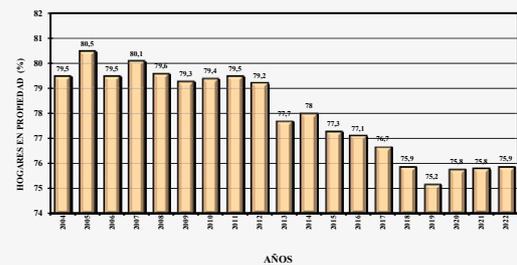
Debido a ello, con la finalidad de aumentar la oferta de alquiler y reducir su precio, sería razonable que la nueva ley facilitara los des-

Figura 1. Viviendas sociales en Europa (%)* (2019)



Fuente: boletín especial vivienda social (2020)
* Respecto al parque de viviendas principales

Figura 2. Hogares en régimen de propiedad (%) (2004 - 2022)



Fuente: INE



ahucios, En otras palabras, permitiera el desalojo de los okupas en 48 horas, si el propietario demuestra que la vivienda es suya y sus ocupantes no muestran un contrato de arrendamiento. En cambio, la norma aprobada los dificulta, exigiéndole al propietario, especialmente al gran tenedor, una serie de actuaciones antes de pedir al juez la recuperación del uso de su vivienda.

c) Invocar la función social de la propiedad. Los ciudadanos pagan impuestos para que las Administraciones financien políticas dirigidas a asegurar un nivel de vida digno al conjunto de la población y el acceso por parte de ella a los servicios básicos. Entre ellos, están la sanidad, la educación y el uso y disfrute de una vivienda. El último caso queda claramente reflejado en el artículo 47 de la Constitución.

Desde el retorno de la democracia, los dos primeros han sido cubiertos por la Administración, pero no el tercero. No es un despiste continuado, sino el resultado de los problemas de gestión observados en el exiguo parque de viviendas de protección oficial (VPO) de alquiler. Por un lado, está la elevada tasa de morosidad y, por el otro, el rápido deterioro de una parte de los pisos por la deficiente conservación realizada por los arrendatarios.

Para evitar desahuciar a los inquilinos que no sufragan el alquiler e invertir una elevada suma en mejorar el estado de las viviendas, los dirigentes políticos optaron por dedicar a la venta la mayor parte de las VPO construidas por empresas públicas. Dicha actuación conllevó una oferta de arrendamientos inferior a la necesaria y en los últimos años estimuló la subida de su importe por encima de la inflación del período.

Para frenar dicho aumento, la nueva ley recurre a la función social de la propiedad. En base a ella, la norma crea un control de precios, permite al arrendatario en algunos casos decidir unilateralmente la extensión del contrato, obliga a los grandes tenedores a negociar una renta de alquiler más reducida con los inquilinos vulnerables y establece un incremento del recargo a las viviendas vacías en el Impuesto de Bienes Inmuebles. En otras palabras, obliga a los propietarios privados a realizar la protección social que deberían efectuar las Administraciones.

d) Evitar cualquier la discriminación en el acceso al alquiler. Es una intención loable, pero distará mucho de cumplirse. La nueva ley fomentará la discriminación. En primer lugar, porque beneficia a los que ya son inquilinos, pero perjudica a los que pretenden serlo en un futuro, pues los últimos tendrán muy pocas viviendas disponibles.

En segundo, debido a que los propietarios, por temor a los impagos, escogerán siempre como inquilinos a los interesados con mayor disponibilidad económica. En tercero, una gran parte de los caseros evitará arrendar sus inmuebles a los inmigrantes, por miedo a que la Administración les otorgue la calificación de vulnerables y deban disminuir en una elevada medida el importe del alquiler acordado.

4) Conclusiones

La ley de vivienda generará muchos más perjudicados que beneficiados. No obstante, una sustancial parte de los primeros (especialmente los futuros inquilinos) creen que forman parte del segundo grupo. Por eso, en las encuestas de opinión, a las que tanto caso hacen los políticos, la población muestra un masivo apoyo al control de precios del alquiler.

La redacción de la norma es un error por cuatro motivos principales. En primer lugar, porque no arregla ninguno de los problemas del mercado de alquiler, sino que los empeora. La solución no consiste en restringir la oferta, sino en aumentarla. Para ello, resulta imprescindible ofrecer a los propietarios una mayor seguridad jurídica, incentivos fiscales y subvenciones que hagan posible a la vez un aumento de la rentabilidad del alquiler y una reducción de su precio.

En segundo lugar, debido a que la norma tendrá una aplicación territorial muy reducida, al depender su completa implantación de las comunidades y existir únicamente cuatro gobiernos autonómicos a los que les agrada. En tercer lugar, porque invade competencias de las autonomías y posiblemente el magno Tribunal la declare inconstitucional. Y por último, porque al no estar consensuada con el principal partido de la oposición, este la deroga cuando regrese al poder.





b) ¿Cómo eludir la ley de vivienda?

1) El negocio del alquiler

La ley de vivienda perjudica a propietarios, profesionales del sector inmobiliario y a la mayoría de las familias que intentan alquilar un piso. La aparición de un control de precios constituye un nuevo impuesto a los caseros y una subvención de idéntica cuantía a los actuales inquilinos. Su importe equivale a la diferencia entre el precio de mercado y el establecido por la intervención gubernamental.

La nueva norma afecta negativamente a agentes inmobiliarios y administradores de fincas porque les impide percibir cualquier remuneración de los inquilinos por la formalización del contrato de alquiler y la gestión inmobiliaria de la vivienda arrendada. La ley pretende que sus honorarios los paguen los propietarios, en lugar de los arrendatarios, tal y como sucedía hasta el momento.

No obstante, será difícil que el anterior propósito se convierta en realidad. En el mercado de alquiler existe un gran exceso de demanda, pues los caseros son escasos y numerosos los aspirantes a inquilinos. Por tanto, los primeros tienen una posición predominante sobre los segundos y son plenamente conscientes de ella.

En el negocio del alquiler, la clave del éxito consiste en tener como clientes a numerosos propietarios. Para conservarlos, en la mayoría de los casos los profesionales inmobiliarios renuncian a percibir remuneración alguna por conseguirles arrendatarios. Si pretenden obtenerla, muchos prescindirán de sus servicios, pues encontrarán a más de uno que les hará gratis la gestión. De una u otra manera, el coste lo pagarán los inquilinos.

Un ejemplo de lo anterior lo proporciona la aplicación de la reforma de la Ley de Arrendamientos Urbanos de 2019. Por primera vez, dicha norma establece que las empresas tenedoras de inmuebles deberán pagar los honorarios derivados de la formalización del contrato de alquiler. Una disposición que no tuvo ninguna repercusión, pues dichas compañías se negaron a abonarlos. En base a uno u otro concepto, los sufragaron los inquilinos.

El control de precios disminuirá la oferta de viviendas de alquiler convencional por cuatro motivos: la reducción de la rotación de arrendatarios, el desplazamiento de inmuebles al arrendamiento de temporada o al alquiler turístico, la caída de la demanda de

inversión y la venta de pisos debido a la menor rentabilidad proporcionada. De los anteriores factores, en el corto y medio plazo, el primero será el principal.

Después de unos pocos años, los inquilinos considerarán un “chollo” el importe pagado al propietario. Por tanto, la mayoría agotará el tiempo mínimo establecido por la ley y serán una minoría los que abandonarán antes la vivienda. En las grandes ciudades, la anterior coyuntura será muy diferente de la reciente, pues en los últimos ejercicios la permanencia media de los arrendatarios no ha llegado a los 36 meses.

La reducción de la oferta perjudicará notoriamente a la demanda menos solvente. En muchas ocasiones, una vivienda tendrá más de cinco interesados. Entre ellos, los propietarios elegirán el que les proporcione una mayor seguridad económica. Paradójicamente, los colectivos más damnificados por la ley serán los que en mayor medida pretende beneficiar. Por ejemplo, los hogares monoparentales, las parejas con contratos de trabajo temporales y numerosos inmigrantes.

2) Las escapatorias legales

Para eludir los efectos perjudiciales de la nueva norma, los caseros y profesionales inmobiliarios tienen alguna escapatoria legal. No obstante, desgraciadamente, no la poseen los inquilinos menos solventes, pues en las últimas décadas la Administración ha construido pocos pisos y solo una pequeña parte de ellos los ha dedicado al alquiler. Desde mi perspectiva, los primeros poseen las siguientes alternativas:

1) La inversión en otra comunidad. Los resultados de las recientes elecciones autonómicas presagian la aplicación del control de precios únicamente en Catalunya, Navarra, Asturias y Castilla – La Mancha. Los caseros que vivan en ellas difícilmente trasladarán su patrimonio inmobiliario a otra comunidad debido a la negativa repercusión fiscal, pero sí probablemente realicen nuevas inversiones en una diferente a la que residen. Las ciudades principalmente beneficiadas serán Madrid, Málaga, Valencia y Sevilla.

2) El traslado de viviendas al arrendamiento de temporada y al alquiler turístico. Ambas modalidades de alquiler no están afectadas por el control de precios establecidos por la nueva ley y las partes contratantes tienen una mayor capacidad para decidir los



vínculos entre propietario e inquilino que en el arrendamiento convencional. En la primera, los arrendatarios suelen ser estudiantes, trabajadores desplazados por su empresa o nómadas digitales. En la segunda, cualquier tipo de turista.

En el arrendamiento de temporada, los inquilinos deben vivir temporalmente en el municipio. Por tanto, no pueden empadronarse en el inmueble donde residen. Para evitar problemas con la Administración, al propietario de la vivienda le conviene reflejar en el contrato de alquiler la anterior prohibición y el domicilio habitual del arrendatario.

En dicha modalidad, los inquilinos pueden estar en la vivienda 20, 90, 365 días o incluso un período de tiempo más elevado. Así pues, no es verdad que los arrendatarios hayan de residir en ella más de un mes y menos de un año, tal y como indican algunos propietarios y profesionales inmobiliarios.

En los artículos 2 y 3, la ley de Arrendamientos Urbanos pone el foco en la causa del alquiler y no en el tiempo de estancia del arrendatario. De su lectura, se deduce que el arrendamiento convencional satisface la necesidad permanente de vivienda y el de temporada la estacional, si esta no tiene como motivo la realización de turismo.

El desplazamiento de una vivienda desde el arrendamiento convencional al turístico es más difícil que al de temporada. En primer lugar, porque es necesario obtener una licencia y cada vez es más reducido el número de urbes que la otorgan en cualquiera de sus calles y plantas de un edificio. Así, por ejemplo, en la actualidad no se conceden nuevas autorizaciones en las Islas Baleares, la ciudad de Barcelona y el caso antiguo de San Sebastián y Girona.

En segundo, debido a la gran correlación existente entre ubicación y rentabilidad. Cuanto mejor es la localización, mayor es el rendimiento obtenido por la vivienda dedicada al nuevo uso. En una ciudad turística, en el centro histórico y en sus proximidades, la consecución de una licencia prácticamente asegura el éxito. Un elevado exceso de oferta, generado por la concesión de un excesivo número de permisos, constituye la única excepción.

Sin embargo, cada vez más ayuntamientos deniegan las licencias solicitadas en las anteriores ubicaciones. Así pues, la alternativa es pedirla para inmuebles relativamente alejados de los lugares más

emblemáticos de la ciudad y, por consiguiente, peor situados. En muchas de las urbes, los permisos obtenidos no generan los resultados esperados, pues los apartamentos turísticos están vacíos durante la mayor parte del año. Por tanto, su rentabilidad es inferior a la lograda por el alquiler convencional y de temporada.

3) La oferta al inquilino de prestaciones adicionales al alquiler. Existen tres distintas posibilidades:

a) El amueblamiento de la vivienda. Supone efectuar dos contratos: uno de arrendamiento del piso y otro de alquiler de los muebles. El primero cumple estrictamente la ley y el importe fijado es equivalente al del último año del anterior acuerdo o al indicado en el índice de precios. El segundo lo pactan libremente las partes. A través de él, el propietario recupera parcial o totalmente la cuantía perdida por la instauración del control de precios.

b) El arrendamiento de un parking. El esquema es el mismo que en el caso anterior. Existen dos diferentes contratos y el propietario percibe por el alquiler de una plaza de garaje un importe superior al vigente en el mercado.

c) Una opción de compra de la vivienda. En esta ocasión, el caso percibe cada mes ingresos por el alquiler del piso y la opción de compra. La cuantía sufragada por la última se deduce del precio establecido en ella. Si el propietario no tiene ninguna intención de vender el inmueble, la única precaución que debe adoptar es establecer un importe notablemente superior al del mercado.

Según mi opinión, los profesionales inmobiliarios pueden percibir sus honorarios de los inquilinos si:

a) Les buscan una vivienda en el mercado de alquiler. En otras palabras, si actúan como *"personal - shoppers"*. Para cumplir con la legalidad, en los portales inmobiliarios no deben anunciar los distintos pisos que poseen en su cartera, sino estos de manera genérica. Por ejemplo, la disponibilidad en el distrito de Arganzuela (Madrid) de 9 viviendas entre 800 y 1.700 euros.

Una vez contactada la agencia y efectuada la petición detallada por parte del interesado, le muestran el piso que más se ajusta a sus intereses y disponibilidad económica. Por tanto, de manera directa, es el profesional inmobiliario el que le consigue la vivienda al interesado y no el inquilino al propietario, tal y como sucede en la actualidad.

Figura 4. Hogares por régimen de tenencia entre 16-29 años (2008 - 2022)

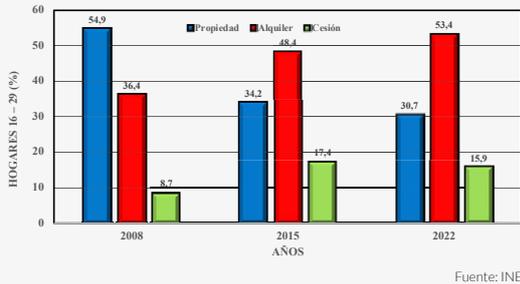


Figura 5. Hogares por régimen de tenencia entre 30-44 años (2008 - 2022)

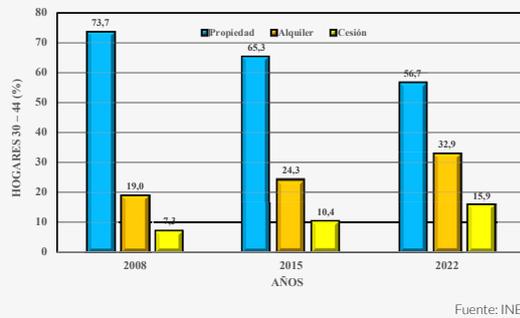


Figura 6. Hogares por régimen de tenencia entre 45-64 años (2008 - 2022)

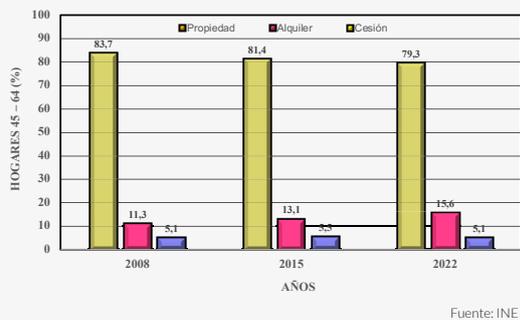
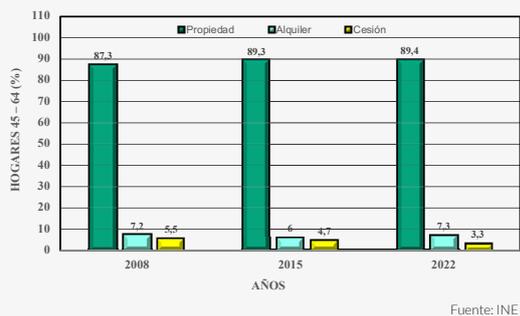


Figura 7. Hogares por régimen de tenencia de los > 65 años (2008 - 2022)



Los anteriores motivos me permiten afirmar que la mayoría de los inquilinos tiene menos de 45 años, pues la clasificación del INE distingue únicamente cuatro franjas de edad: 16-29, 30-44, 45-64 y mayores de 65. Según dicho organismo público, en 2022 el 53,4% del primero grupo y el 32,9% del segundo residían en régimen de arrendamiento. En cambio, solo lo hacían un 15,6% y un 7,3% del tercer y cuarto, respectivamente (véanse las figuras 4, 5, 6 y 7).

En las estadísticas del INE, a medida que aumenta la edad se observa claramente cómo incrementa el porcentaje de propietarios y se reduce el de inquilinos. Así, por ejemplo, en 2022 el 89,4% de los mayores de 65 años poseían una vivienda en propiedad, mientras que solo disponían de ella un 30,7% de los que tenían entre 16 y 29. También se advierte una correlación negativa entre los inmuebles cedidos y la edad de los residentes en ellos.

Desde 2008, el aumento de la precariedad laboral y un criterio bancario más estricto en la concesión de préstamos han provocado un aumento sustancial de los hogares que viven de alquiler cuyo miembro adulto de referencia tiene menos de 45 años. Entre 2008 y 2022, en las franjas 16 - 29 y 30 - 44, el incremento fue de 17 y 13,9 puntos, respectivamente. Así, por ejemplo, en dicha etapa y en el primer grupo, los que residen en régimen de arrendamiento han ascendido desde el 36,4% al 53,4%.

2) Diferencias en el tiempo de estancia y en la importancia de la ubicación de la vivienda

El período de permanencia en una vivienda de alquiler es inferior al de una de propiedad por la mayor satisfacción con la segunda, la estancia temporal en la ciudad de una parte de los residentes en régimen de arrendamiento, la duración determinada de los contratos y la menor estabilidad de las parejas que habitan en ellas.

La mayoría de los residentes en un inmueble de su propiedad gastan regularmente una pequeña parte de sus ingresos en mantener o mejorar sus prestaciones. También algunos, cada década, y otros cada dos, invierten un elevado importe en efectuar una gran reforma de la vivienda. Una buena parte de ellos recurre al endeudamiento para financiarla.

En numerosas ocasiones, dicha reforma afecta a la cocina, al baño, al suelo o a la distribución. El dispendio realizado les permite vivir en un piso cuyas prestaciones se adecuan a sus preferencias. Por eso, en el Barómetro de la Vivienda y el Alquiler de 2018, el 88,4% de los encuestados estaban muy o bastante satisfechos con el estado de conservación del inmueble donde residían.

Las prestaciones de una vivienda alquilada son inferiores a las de una de propiedad, siendo la excepción los pisos de alto *standing*. En las primeras, la mayoría de los propietarios evitan realizar reformas periódicas, pues merman la rentabilidad anual proporcionada por el inmueble. Una gran parte de los caseros, especialmente si han recibido en herencia uno o más pisos, considera que estos les han de proporcionar ingresos, pero no gastos.

Debido a ello, evitan realizar casi cualquier dispendio. No obstante, cuando un inquilino abandona una vivienda, después de una larga estancia en ella, algunos suelen pintar las paredes. El resto de las reformas realizadas son las imprescindibles para asegurar la llegada de un nuevo ocupante. Por eso, a medida que aumenta la antigüedad del piso, disminuye el confort proporcionado por él a sus arrendatarios.



Según el Barómetro de la Vivienda y el Alquiler, en 2018 solo un 14% de los arrendatarios preveía estar durante más de tres años en el piso donde vivían. En cambio, un 18,2% tenía claro que no estaría ni uno y un 30,6% que pasaría en él entre 12 y 36 meses. Por tanto, en dicho año existía una gran rotación de inquilinos.

Una elevada movilidad que probablemente haya disminuido en los últimos ejercicios debido al aumento de la duración mínima de los contratos. La reforma de la ley de Arrendamientos Urbanos de 2019 establece que, si el arrendador es un particular, dicho plazo pasa de tres a cinco años y, si es una persona jurídica, aumenta hasta siete. Por primera vez, la norma distingue entre uno y otro respecto al período de vigencia de la prórroga obligatoria.

No obstante, dudo mucho que la estancia media haya aumentado sustancialmente. La discrepancia entre arrendador y arrendatario sobre el nuevo precio del alquiler es uno de los motivos de abandono de la vivienda por parte de los segundos, pero no constituye el principal. La mayoría de los primeros valora en mayor medida una adecuada conservación del inmueble y el pago puntual de la renta a la percepción del precio de mercado.

En numerosas ocasiones, los motivos de la salida de los inquilinos son la ruptura de la pareja, la adquisición de una vivienda, la finalización de los estudios en la universidad o el traslado por motivos laborales a otra ciudad. En ninguno de los anteriores casos, tiene una influencia significativa la duración inicial del contrato de alquiler.

Para la mayor parte de la demanda de propiedad, especialmente la de mejora, la ubicación constituye la variable más importante. Por eso, los compradores potenciales, cuando buscan una, empiezan a hacerlo en el barrio deseado. Sin embargo, solo si creen que su capacidad de ahorro y endeudamiento les permitirá pagar algún piso situado en él.

Si sus cálculos son erróneos y les es imposible adquirirlo en la anterior localización, la decisión más habitual es comprar uno en una zona próxima a la anhelada. No obstante, solo si dispone de múltiples servicios (numerosos comercios, diversos colegios, uno o más centros médicos, etc.), buenos medios de transporte público y ofre-

ce una calidad de vida casi equivalente a la del área inicialmente pretendida. En numerosas ocasiones, si no consiguen lo que buscan ni en uno ni en otro lugar, postergan la adquisición.

Una limitada disponibilidad monetaria y una oferta escasa llevan a numerosos inquilinos a estar menos satisfechos que los propietarios con la vivienda donde residen. En la mayoría de las ocasiones, si no logran la que desean, se conforman con otra. Por regla general, los arrendatarios no buscan alquilar el piso de sus sueños. En cambio, muchos compradores, especialmente si pasan de uno de propiedad a otro, si pretenden conseguir el anterior objetivo.

Los demandantes de una vivienda de alquiler suelen necesitar con más urgencia un inmueble que los que buscan una de propiedad. Por dicho motivo, los primeros difícilmente permanecen en el mercado de arrendamientos durante más de un mes. Las excepciones son las coyunturas donde la oferta es muy escasa, exactamente lo que sucede en la actualidad.

En cambio, es habitual que los compradores potenciales permanezcan en el de adquisición durante más de medio año. No obstante, la búsqueda de algunos puede superar los doce meses, si son escasamente flexibles con la zona donde desean vivir, la superficie y las características de la vivienda. Lo anterior les podría pasar a los que quisieran residir en el barrio de la Sagrada Familia de Barcelona, en un piso de más 100 m², de cuatro habitaciones (tres exteriores) y un balcón como mínimo de 8 m².

En el último lustro, el elevado incremento del importe del alquiler ha provocado un gran desplazamiento de los inquilinos desde las grandes metrópolis del país a sus áreas metropolitanas. En ellas, el principal atractivo de la vivienda es el precio. Así, por ejemplo, según Fotocasa, en febrero de 2023, a treinta minutos del centro de la gran ciudad la cuantía del arrendamiento descendía hasta en un 60% en la provincia de Madrid (Getafe) y un 68% en la de Barcelona (La Llagosta).

No obstante, la huida ha sido especialmente importante durante el pasado año y el primer semestre del presente. En el último período, según Idealista, seis municipios de las áreas metropolitanas de



Barcelona y Madrid estaban entre las diez localidades más demandadas. Una cifra jamás observada en cualquier etapa previa. Entre las primeras, se encontraban Santa Coloma, L'Hospitalet, Cornellà y Badalona y, entre las segundas, Móstoles y Fuenlabrada.

A pesar de ello, siguen existiendo inquilinos, cuyos ingresos se sitúan alrededor del salario mediano (21.639 € en 2021), que valoran por encima de cualquier otra característica la localización de la vivienda. En la mayoría de las ocasiones, son los que quieren ir al trabajo caminado o llegar a él en metro o autobús en un máximo de quince minutos. También están los que pretenden vivir en las proximidades de los lugares donde hay más ambiente en la ciudad o cerca de su familia y amigos.

En términos económicos, distinguimos dos tipos de inquilinos. Los que tienen una demanda elástica respecto a la ubicación de la vivienda y los que la poseen inelástica. Los primeros son los mayoritarios y no tienen ningún problema en desplazarse a otro barrio de una ciudad o a una urbe distinta de la que vivían. En los últimos años, el desplazamiento cada vez ha sido más lejano, debido a las elevadas subidas del precio del alquiler en las metrópolis.

Los segundos son los minoritarios y muy reacios a perder más de una hora diaria desplazándose al trabajo o a residir lejos de la familia y amigos. Dada su limitada disponibilidad monetaria, son los que comparten piso con otros inquilinos, alquilan viviendas de una habitación o verdaderos zulos. Desgraciadamente, los últimos se comercializan con éxito porque alguien está dispuesto a vivir en ellos y pagar el precio solicitado por su propietario.

b) ¿Qué tipo de correlación existe entre el mercado de propiedad y el de alquiler?

1) Lo que dice la teoría económica

Para una sustancial parte de los analistas inmobiliarios, casi siempre existe una correlación inversa entre la coyuntura del mercado de compra y la del alquiler. En otras palabras, si el primero va mal,

el segundo irá bien, y viceversa. El motivo arguido es un desplazamiento de la de demanda desde el uno al otro.

El anterior argumento está implícitamente basado en una falsa hipótesis: la demanda potencial de los dos mercados es idéntica. En primer lugar, aquella no es fija, sino sumamente variable. Depende principalmente de la coyuntura económica y la variación de la población. No obstante, a medio plazo, ambos factores están muy relacionados. Si el PIB crece en una elevada medida durante un lustro o más, también lo hará la emigración neta. En cambio, si el país entra en una larga crisis, el saldo migratorio se convertirá en negativo.

En segundo, los mercados de compra y alquiler tienen una demanda sustancialmente distinta y solo comparten una pequeña porción. La conjunta está integrada principalmente por parejas jóvenes (menores de 40 años) que disponen del ahorro y la capacidad de endeudamiento necesarios para adquirir una vivienda.

a) La correlación directa

En la mayoría de las ocasiones, la coyuntura de ambos mercados es similar. En otras palabras, los dos están en expansión o sufren una contracción. El primer caso sucede cuando hay bonanza económica y el segundo si el país sufre una gran desaceleración o entra en recesión. En la situación inicial, aumentan a la vez la demanda de compra y alquiler y en la última disminuyen ambas.

En el mercado de propiedad, un gran aumento de las transacciones y uno considerable del precio generalmente será el resultado de un elevado incremento del PIB, un crecimiento del crédito hipotecario de dos dígitos y una notable creación de ocupación. Por un lado, las familias poseen más renta y confianza en el próximo futuro. Por el otro, disminuye el riesgo incurrido por los bancos al conceder préstamos, pues aumenta la solvencia de los hogares.

En el mercado de arrendamientos, el importe del alquiler aumentará en una elevada medida si crece tanto la calidad como la cantidad de los puestos de trabajo creados, especialmente entre los meno-

res de 40 años. En otras palabras, si coinciden una gran generación de empleo y un incremento significativo de la remuneración real de los asalariados.

No obstante, el anterior contexto comportará dos efectos de distinto signo. El positivo tendrá su origen en el crecimiento del número de jóvenes recientemente emancipados y de la emigración neta. El negativo aparecerá por el traslado de una parte de la demanda de alquiler al mercado de propiedad. El saldo final será favorable, pues la primera repercusión será más importante que la segunda.

En las distintas coyunturas, la demanda normalmente influirá en mayor medida que la oferta sobre los precios, las transacciones y el número de viviendas alquiladas. Los principales motivos serán su mayor volatilidad y una más rápida e intensa respuesta a las variaciones advertidas en las principales variables económicas y financieras, tales el PIB, el empleo y los tipos de interés del banco central.

La oferta responde ante los cambios observados en la demanda y viceversa. En el primer caso, la reacción suele ser lenta, pues las constructoras necesitan aproximadamente dos años para edificar un inmueble. Un período que supera la década, si previamente el promotor ha de transformar suelo agrícola o residencial en urbano.

En el mercado de obra nueva, el aumento de la producción destinada a la venta estará principalmente sustentado en un elevado incremento del precio y las transacciones. En cambio, la dedicada al alquiler (modalidad *build to rent*) dependerá en mayor medida de la rentabilidad ofrecida por la renta fija que de la evolución del importe del arrendamiento.

Una excepción a la anterior regla la constituye un gran aumento de la población itinerante en cualquier ciudad. En concreto, de los ciudadanos que no residían en ella, pero van a vivir en alguna de sus calles durante unos pocos meses, uno o dos años. Un incremento que dispara la demanda de arrendamiento de temporada, genera escasez de oferta, eleva el importe del alquiler y la rentabilidad ofrecida por los inmuebles.

A diferencia del caso anterior, no es necesario que los promotores construyan muchas más viviendas ni tampoco que los inversores adquieran un gran número de pisos usados. En esta ocasión, los últimos únicamente deben desplazar una parte de su cartera inmobiliaria desde el mercado convencional al emergente.

Una gestión fácil y rápida, pues en numerosas ocasiones el traslado de un mercado a otro se realiza en menos de un mes. Por regla general, el trasvase suele suponer la pintura del piso, la realización de unas pequeñas reformas, la adquisición de muebles y la decoración del piso. En el mercado de arrendamiento de temporada, el plus proporcionado por una vivienda confortable supera con creces el obtenido en el convencional.

La demanda suele reaccionar a los cambios en la oferta, solo si los últimos provocan variaciones sustanciales en los precios de los inmuebles. Si no lo hacen, la repercusión de la segunda variable sobre la primera es prácticamente inexistente. Así, por ejemplo, un elevado *stock* de viviendas en venta y alquiler conduce a una gran caída de su importe. Por tanto, aumenta el número de interesados en ellas, pues convierte en una oportunidad la compra y el arrendamiento de los inmuebles.

b) La correlación inversa

Una correlación inversa entre el mercado de propiedad y alquiler es factible, pero nada frecuente, pues constituye una excepción a la regla. Si aparece, su origen generalmente proviene de la intervención de la Administración en uno de ellos, una errónea política crediticia efectuada por la banca y una coyuntura extraordinaria en el mercado laboral.

El primer caso sucede si el sector público, de forma directa o indirecta, aumenta considerablemente la oferta de VPO de venta a un precio asequible. Un ejemplo es una producción anual de 200.000 unidades a un importe máximo cada una de ellas de 250.000 €. La mayoría deberían construirse en las principales ciudades del país y en su periferia cercana y solo las podrían adquirir aquellos que no tuvieran ninguna a su nombre.



La anterior medida impulsa la compra de vivienda por parte de numerosos inquilinos. Debido a ello, aumentan sustancialmente las transacciones de inmuebles y disminuye la tasa de ocupación de los pisos en arrendamiento. El resultado final es un auge de la propiedad y un declive del alquiler, así como unas consecuencias sobre ambos mercados bastante similares a las generadas por las políticas de vivienda del régimen franquista durante las décadas de los 60 y 70 del siglo pasado (véase el apartado la cultura de la propiedad).

El segundo ocurre si la banca expande o contrae excesivamente el crédito hipotecario. Un ejemplo es la concesión masiva de préstamos por el 100% del precio de la vivienda. En dicha coyuntura, numerosas parejas jóvenes pasan rápidamente del arrendamiento a la compra y muchas otras no llegan a arrendar ninguna, pues sustituyen el piso de sus progenitores por uno propio. En esta ocasión, el gran favorecido vuelve a ser el mercado de compraventas y el perjudicado el de alquiler.

El tercero aparece si existe una gran precariedad laboral entre los jóvenes. En concreto, los menores de 40 años padecen una elevada tasa de desempleo, muchos trabajan en una o varias empresas a tiempo parcial porque no tienen otra alternativa, les es difícil conseguir una ocupación fija y perciben una menor remuneración real inferior a la de hace un lustro o una década.

En dicha coyuntura, a los anteriores jóvenes les es casi imposible conseguir una hipoteca. En primer lugar, porque no disponen del ahorro necesario para sufragar aproximadamente el 30% del precio de la vivienda que no es prestado usualmente por los bancos. En segundo, las entidades financieras no confían en su solvencia debido a sus bajos salarios e inestabilidad laboral. El último constituye un problema derivado de los frecuentes cambios de empresa y la inexistencia de un contrato indefinido en la que actualmente trabajan.

Las escasas compras efectuadas por los jóvenes conducen al mercado de propiedad a la recesión y al auge del alquiler, pues el flujo de trasvase del segundo al primero es reducido.

No obstante, la evolución del último es más positiva en términos de cantidad que de importe, pues la escasa disponibilidad monetaria del colectivo impide un elevado aumento del precio del arrendamiento. La anterior relación inversa entre el mercado de compra y alquiler no se observa si la precariedad laboral de los mayores de 40 años es bastante inferior a la de los jóvenes y un tipo de interés muy bajo impulsa la demanda de mejora e inversión en el primero. Indudablemente, un contexto laboral y financiero bastante parecido al del período 2014 – 2019.

El primer factor no impide la concesión de préstamos y el segundo la favorece, al reducir notablemente el porcentaje de ingresos destinados al abono de la cuota hipotecaria. El último también atrae el mercado residencial numerosos inversores procedentes de la renta fija, al ofrecer a través del arrendamiento una rentabilidad superior a la proporcionada por aquella.

2) La evidencia empírica

a) La correlación directa

Entre 2001 y 2022, los mercados de compra y alquiler de vivienda tuvieron siempre una correlación directa. En dicha larga etapa, ambos pasaron por dos fases expansivas y una recesiva, al igual que lo hizo la actividad económica. Las primeras tuvieron lugar en los períodos 2001 – 2007 y 2014 – 2019, la última entre 2008 y 2013.

En la primera fase (2001-2007), según el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda aumentó un 13% anual. En relación a dicho ciclo, no existen datos fiables sobre el mercado del alquiler español, pero sí respecto al de la ciudad de Barcelona. Los proporciona la Generalitat de Catalunya y están basados en el importe de las fianzas depositadas por los propietarios de inmuebles en el Incasòl. En los años comprendidos, el incremento promedio se situó en un 9,8%.

En la segunda (2014-2019), según el INE, el importe anual de las compraventas aumentó un 4,6% y el del arrendamiento, en base a los datos proporcionados por Fotocasa, lo hizo en un 6,9%. Unos





incrementos significativamente inferiores a los del anterior período debido a un menor crecimiento económico, una mayor dificultad para obtener crédito, una superior precariedad laboral y una más elevada tasa de paro.

En la tercera (2008-2013), en promedio, la caída del precio de venta y alquiler fue de un 7,2% y 5,4%, respectivamente. Entre 2008 y 13, el PIB se redujo en un 7,7%, el número de empleos destruidos ascendió a 3.582.700, disminuyeron los salarios reales de un gran número de trabajadores y la tasa de desempleo llegó a situarse en un 26,9% (primer trimestre de 2023).

Además, el nuevo crédito destinado a la compra de la vivienda cayó en picado. En dicho período, la disminución fue de un 85%, pues en 2007 se concedieron 145.298 millones € y en 2013 solo 21.853 millones €. Los principales motivos fueron la escasa o nula solvencia de numerosas entidades financieras, una elevada tasa de morosidad y la conversión de la hipotecas en un producto de elevado riesgo debido a la menor renta y riqueza de las familias y el incremento del desempleo.

b) La correlación inversa

En 2023, la correlación entre ambos mercados será inversa, pues coincidirá un importante aumento del precio del alquiler convencional (un 7%) con una disminución del número de transacciones de inmuebles (un 15%) y de su importe de venta (un 5%) en el de propiedad.

Sin duda, una coyuntura excepcional derivada de una evolución de la economía española hasta agosto mejor de la prevista y una elevada resistencia a las repercusiones iniciales de la gran subida de tipos de interés efectuada por el BCE. Así, por ejemplo, en el primer semestre del ejercicio, el país ha sido capaz de generar 592.800 puestos de trabajo, la tercera mayor cifra en un idéntico período desde 2001.

Entre enero y junio, el elevado incremento del empleo ha disparado la demanda de alquiler. Por el otro, la Ley de Vivienda, los escasos incentivos para invertir en inmuebles y el temor a la *okupación* e impago de las rentas por parte de los inquilinos han provocado un retroceso de la oferta de arrendamiento convencional.

En el mercado de alquiler, el actual ejercicio se caracterizará por una menor rotación de inquilinos, un trasvase de inmuebles al arrendamiento de temporada, una reducción de la demanda patrimonialista y una mayor enajenación de pisos arrendados. Ninguno de los principales problemas que arrastra dicho mercado habrá sido resuelto, pero sí se habrán generado otros nuevos. Por tanto, la situación de arrendadores y arrendatarios será peor que en el año anterior.

De ninguna de las maneras, el desplazamiento de la demanda del mercado de compra al de alquiler será la principal causa del elevado aumento del importe en el segundo. No niego que dicho motivo pueda tener alguna influencia, sin embargo, su importancia me parece completamente secundaria.

Desde mi perspectiva, casi nadie que posea una vivienda en propiedad, y quiera adquirir otra porque no le gusta ahora la que tiene, dejará de residir en ella, la pondrá en alquiler y arrendará una donde residirá temporalmente la familia. Si el aumento de los tipos de interés le impiden comprar la vivienda deseada, un gran número de hogares esperará a que bajen o se conformará con una más barata que cumpla la mayoría de sus pretensiones, aunque no todas.

La recesión en el mercado de compra ha sido causada por la subida del tipo principal de referencia del BCE del 0% al 4,5% en quince meses y un criterio más estricto de concesión de préstamos. En julio de 2023, según el Consejo General del Notariado, las transacciones de viviendas disminuyeron un 18,4% y el precio un 4,6%.



c) La preferencia por la vivienda de propiedad

1) La cultura de la propiedad

En España, el origen de la cultura de la propiedad se sitúa en los años 50 del pasado siglo. En sus primeros periodos, se inicia el gran éxodo rural, cuya duración es de tres décadas. La población se traslada masivamente desde el campo a la ciudad para trabajar en la industria y los servicios, así como para mejorar su nivel de vida.

En 1950, según el Banco de España, un 65% de los habitantes del país residía en áreas urbanas. En cambio, en 1981, la tasa de urbanización ya estaba en un 82,2% (véase la figura 8). En dicha década, finalizó la ingente recepción de emigrantes por parte de las principales áreas metropolitanas, pues a lo largo de ella la indicada tasa solo aumentó en 1,8 puntos. Un incremento mucho menor que en la anterior (4,9) y las dos precedentes (7,8 y 4,1, respectivamente).

En la década de los 50, el régimen franquista adoptó una importante decisión estratégica: la mayoría de los españoles vivirá en las ciudades en una vivienda de su propiedad. Para lograrlo, estimuló la adquisición de pisos para residir en ellos y penalizó su compra, si su finalidad era destinarlos al alquiler.

Para conseguir el primer propósito, en las décadas de los 60 y 70, la Administración desarrolló un urbanismo relámpago que permitió la rápida construcción de un elevado número de viviendas de protección oficial (VPO) en las urbes más pobladas del país y en sus periferias. Así, por ejemplo, entre 1964 y 75 se erigieron 9.780 pisos en Bellvitge (L'Hospitalet) y entre 1970 y 74 se levantaron 5.372 en Ciudad Badia (ahora denominada Badia del Vallès).

Un gran aumento de la oferta de inmuebles, una elevada creación de empleo y un precio de la vivienda asequible para numerosos bolsillos convirtieron en pocos años en propietarios a numerosos emigrantes. El éxito de los recién llegados impulsó a muchos otros a imitarles y las metrópolis del país sufrieron una profunda transformación urbana.

La Administración no penalizó directamente la compra de inmuebles destinada al arrendamiento, sino indirectamente. Ni estableció un límite máximo por propietario, ni restringió su adquisición a determinadas áreas ni excluyó a las empresas del anterior mercado.

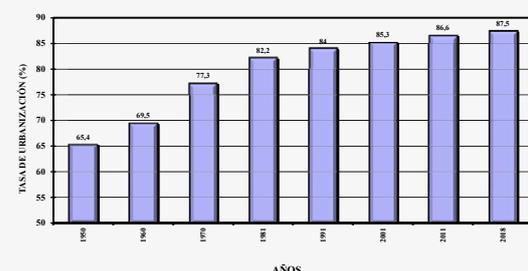
Para conseguir su objetivo, creó una legislación que redujo notablemente la rentabilidad proporcionada por el alquiler y convirtió a este en un pésimo negocio.

Para favorecer a los inquilinos y perjudicar a los caseros, a través de distintas leyes la Administración obligó a los segundos a firmar contratos de arrendamientos indefinidos, permitió dos subrogaciones del acuerdo original, restringió o congeló los incrementos anuales del importe del alquiler, limitó la repercusión anual a los arrendatarios de las obras realizadas en el edificio y concedió a los últimos un derecho de tanteo y retracto por un importe inferior al de mercado, si los arrendadores ponían sus viviendas en venta.

Las anteriores medidas cambiaron la geografía inmobiliaria de España, pues transformaron un país de inquilinos en uno de propietarios, especialmente en sus principales urbes. En 1950, el 50,8% de la población vivía de alquiler; en cambio, en 1981 ya solo lo hacía un 20,8%. Entre ambos ejercicios, tuvo lugar un espectacular incremento de la construcción de viviendas, el destino de casi todas las nuevas a la venta y la enajenación a sus arrendatarios de numerosos inmuebles dedicados al arrendamiento.

En 1950, los que se alojaban en una vivienda de su propiedad residían principalmente en municipios pequeños y los que lo hacían en

Figura 8. Tasa de urbanización en España (%) (1950-2018)



FUENTE: INE

régimen de arrendamiento en las ciudades. En las urbes, el precio de los pisos era sustancialmente superior al existente en los pueblos y en las primeras también había una mayor oferta de alquiler que en los segundos, pues las familias pudientes preferían invertir en las capitales más pobladas antes que en cualesquiera otras.

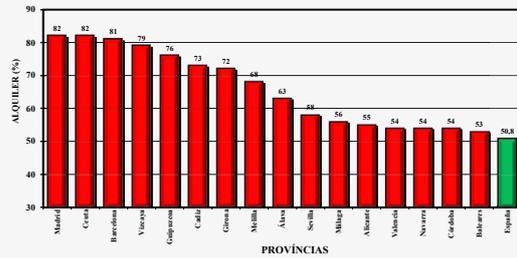
Por dichos motivos, en las provincias de Madrid y Barcelona, en 1950 el porcentaje de hogares que residían en régimen de arrendamientos ascendía a un 82% y 81%, respectivamente (véase la figura 9). Después del gran éxodo rural, en 1991 dicha proporción había descendido en ambas demarcaciones hasta un 16% y 22,3% (véase la figura 10).

La cultura de la propiedad, adquirida por una gran parte de la población en la segunda mitad del siglo pasado, se ha trasladado de padres a hijos y llegado hasta nuestros días. Así lo refleja un estudio de Fotocasa de 2021. Según él, el 73% de los encuestados, cuya edad se situaba entre los 25 y 34 años, quería adquirir un piso dentro del próximo lustro. Una cifra que certifica la preferencia de los jóvenes por comprar una vivienda y su escasa variación durante las dos últimas décadas.

En definitiva, en nuestro país, la cultura de la propiedad goza de una excelente salud, a pesar de tener diversos y poderosos adversarios. Entre los anteriores, están destacados políticos, economistas y analistas inmobiliarios partidarios de que los españoles vivan siempre en régimen de alquiler. No obstante, los otros, pues ellos residen en un piso o chalet de su propiedad.

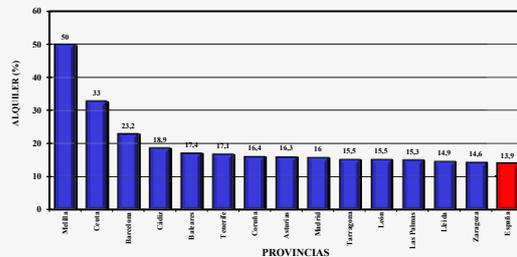
Una gran parte de la población que vive en régimen de arrendamiento lo hace de forma temporal, ya sean porque están desplazados a otra ciudad por motivos laborales, estudiantiles o debido a que su convivencia con la pareja no está suficientemente consolidada. La inmensa mayoría que lo hace permanentemente es porque no dispone del ahorro necesario o la capacidad de endeudamiento para adquirir una.

Figura 9. Hogares en régimen de alquiler por provincias (%) (1950)



Fuente: Censo de edificación y viviendas (1953)

Figura 10. Hogares en régimen de alquiler por provincias (%) (1991)



Fuente: Censo de población y viviendas (1991)



2) ¿Por qué los españoles prefieren la propiedad al alquiler de vivienda?

Desde mi perspectiva, existen cuatro principales motivos por los que los ciudadanos prefieren residir en una vivienda de su propiedad a hacerlo en régimen de arrendamiento. En primer lugar, porque así lo han hecho sus padres. En segundo, por la mayor estabilidad proporcionada a la familia por la primera alternativa. En tercero, porque muchos creen que alquilar equivale a malgastar el dinero. En cuarto, debido a que la compra de un inmueble constituye un magnífico plan de pensiones para una sustancial parte de la población.

Para numerosos descendientes, los progenitores constituyen una gran referencia. Por tanto, si los segundos han vivido en su edad adulta casi siempre en un inmueble de su propiedad, los primeros también pretenden hacerlo. Si no lo consiguen, consideran un fracaso no haber podido adquirir una vivienda.

Dicho sentimiento lo tienen debido a las palabras que han escuchado a sus padres en múltiples ocasiones, especialmente si los últimos pertenecen a la clase media u obrera. Para muchos de los anteriores progenitores, la adquisición del piso donde viven constituyó su mejor compra y uno de sus principales logros económicos y sociales de su vida.

Entre las cualidades de una vivienda de propiedad, numerosos hogares destacan la estabilidad ofrecida. Para ellos, la disyuntiva entre la compra y el alquiler equivale al dilema entre seguridad e incertidumbre. La primera característica viene principalmente determinada por la posibilidad de residir en un mismo inmueble el resto de su vida, si la familia así lo desea. Una posibilidad que difícilmente tendrán como inquilinos, pues ahora la duración máxima de un contrato de alquiler es de siete años.

En la actualidad, los arrendatarios soportan una mayor incertidumbre que hace una, dos y tres décadas atrás. Los principales generadores de incerteza son un elevado incremento del precio del alquiler y la existencia de un exceso de demanda de viviendas. Según Idealista, entre 2013 y 2022, el anterior importe aumentó un 62,8%.

A los inquilinos, el primer factor les induce a pensar que deberán abandonar el piso donde residen en el momento que finalice su contrato. Cuando llegue la fecha de renovación, muchos creen que no podrán pagar el nuevo precio establecido por el propietario, incluso si el aumento propuesto por este es inferior al observado en el mercado.

El segundo provoca que haya bastante más de un demandante por inmueble ofrecido. Una coyuntura que limita considerablemente su capacidad de elección y les hace competir con otros inquilinos. Por tanto, prácticamente ningún arrendatario dejará un piso sin tener apalabrado otro, aunque el primero satisfaga escasamente sus deseos.

Para una parte de la población, la compra de una vivienda ofrece unas ventajas económicas superiores a las del arrendamiento. En primer lugar, porque consideran el pago del alquiler una actuación similar a la de tirar el dinero al cubo de la basura. Según Fotocasa, en 2022 un 43% de los jóvenes tenía la anterior impresión. No obstante, no siempre es verdad. La anterior afirmación constituye un acierto si el importe pagado por el inquilino supera a los intereses sufragados en la cuota hipotecaria y un error si el primero es inferior al segundo.

Un gran número de españoles cree que la adquisición de un inmueble es el mejor plan de pensiones posible, pues espera una revalorización





zación del piso adquirido superior a la de cualquier activo financiero de similar riesgo. La anterior expectativa se cumplió con creces entre 1960 y 2007 e hizo que en 2008 nosotros fuéramos más ricos que la mayor parte de los habitantes de la zona euro dos años después (véase la figura 11).

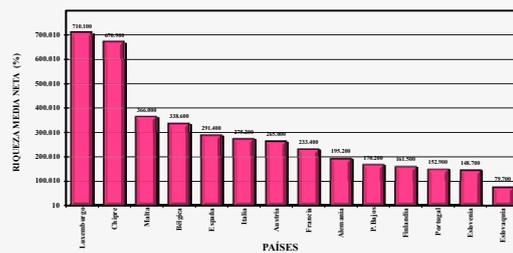
En las fechas anteriores, según un estudio del BCE, la riqueza neta media de los españoles superaba en un 80,4%, 71,2% y 49,3% a la de los finlandeses, holandeses y alemanes, respectivamente. La clave del anterior resultado no era un mayor precio de la vivienda en nuestro país, sino una superior revalorización de los inmuebles en los últimos 40 años y un más elevado porcentaje de propietarios. En España, dicha proporción era del 82,7%, mientras que en Finlandia, Países Bajos y Alemania solo ascendía a un 67,8%, 57,1% y 44,2% (véase la figura 12).

El arrendamiento, en contraposición a la propiedad, permite a los inquilinos tener una mayor libertad, movilidad laboral y el soslayo de diversos costes e impuestos. En primer lugar, porque es mucho más fácil el traslado de una vivienda a otra. En segundo, debido a que amplía la zona geográfica donde los ciudadanos buscan trabajo. En tercero, el arrendatario se ahorra la cuota hipotecaria mensual, el IVA o ITP pagado al adquirir el inmueble, el IBI anual y los gastos periódicos necesarios para mantener en el tiempo la confortabilidad de la vivienda.

La mayoría de los partidarios del alquiler son las familias obligadas por motivos laborales a vivir en una urbe distinta de la que desean residir, las parejas cuya relación no está suficientemente consolidada para compartir la propiedad de una vivienda y las que el arrendamiento les permite alojarse en un barrio mejor al que podrían acceder mediante la compra de un inmueble. De las últimas, cada vez hay menos, debido al elevado aumento del importe de los alquileres en la última década, especialmente en las grandes ciudades del país.

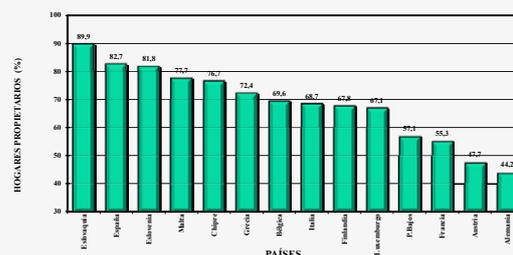
En definitiva, por tradición, seguridad y generación de riqueza, la mayor parte de la población española prefiere vivir en una vivienda de propiedad a hacerlo en régimen de arrendamiento. Una proporción que aumenta a medida que avanza la edad de las personas, pues la mayor libertad y movilidad laboral que ofrece el alquiler son cualidades especialmente valoradas por los jóvenes.

Figura 11. Riqueza media neta por habitante en la Zona Euro (2010)*



Fuente: BCE
*Datos para España y Portugal de 2008 y Grecia de 2009

Figura 12. Hogares en régimen de propiedad en la Zona Euro (2010)*



Fuente: BCE
*Datos para España y Portugal de 2008 y Grecia de 2009



El mercado de la vivienda de propiedad

Por Gonzalo Bernardos

1) EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN 2022

a) Récord histórico de transacciones

En el pasado ejercicio, durante los tres primeros trimestres, continuó el boom inmobiliario iniciado en abril de 2021. Un gran crecimiento del PIB, una elevada creación de empleo, un reducido tipo de interés hipotecario y una magnífica predisposición de la banca a la concesión de crédito generaron un significativo incremento del precio y las transacciones de viviendas.

En el cuarto trimestre de 2022, el mercado residencial ofreció las primeras señales de la llegada de un cambio de ciclo, cuya confirmación tuvo lugar en 2023. Durante él, el importe de venta disminuyó un 0,8% y el número de transacciones descendió en 19.221 unidades respecto al mismo período del año anterior. Además, dicha cifra fue inferior a la observada en el primero y segundo del mismo ejercicio.

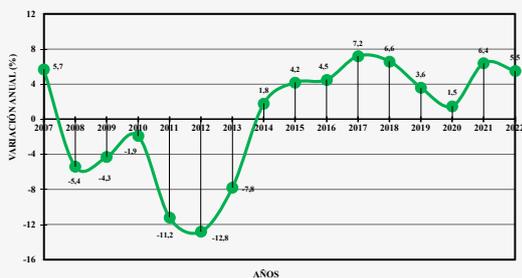
El último dato es inusual, pues el trimestre final del año suele ser la etapa donde las compraventas alcanzan un mayor volumen. Así, por ejemplo, entre 2004 y 2021 solo en cinco ejercicios las transacciones del cuarto período fueron inferiores a las del segundo. En 2006, 2007 y 2008 la causa fue la explosión de la burbuja inmobiliaria, pues la elevada disminución de la demanda repercutió antes en las ventas que en el precio.

En el pasado ejercicio, el precio aumentó un 5,5% (véase la figura 1) y las transacciones lo hicieron en un 6,4% (véase la figura 2). La variación de la primera magnitud tuvo menos importancia que la de la segunda. En primer lugar, porque en términos reales el importe de venta bajó un 0,2% (véase la figura 3), debido a la gran inflación existente (5,7%). En segundo, porque su variación nominal fue inferior a la observada en tres de los últimos cinco años (2017, 2018 y 2021).

En 2022, las transacciones alcanzaron las 717.734 unidades. Supuso la cifra más elevada desde 2008 y la quinta de la serie histórica del Ministerio de Fomento iniciada en 2004. Así pues, únicamente durante la etapa de creación de la burbuja inmobiliaria se vendieron más viviendas que en el pasado año.

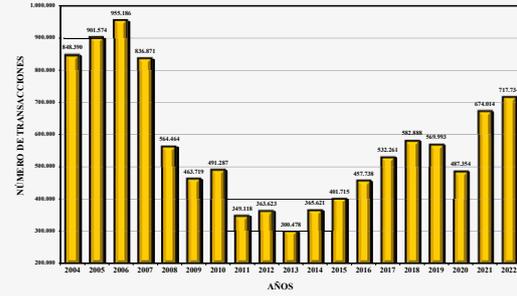
No obstante, la cifra más relevante vino proporcionada por las compraventas de segunda mano, al situarse en 630.844 unidades (véase la figura 4) y suponer un récord histórico. El anterior no pertenecía a ninguno de los ejercicios durante los que se creó la burbuja inmobiliaria, sino a 2021. La explicación a ambos datos está en la escasa oferta de nuevos inmuebles existente durante el último lustro y la abundante observada entre 2003 y 2007 (véase la figura 5).

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



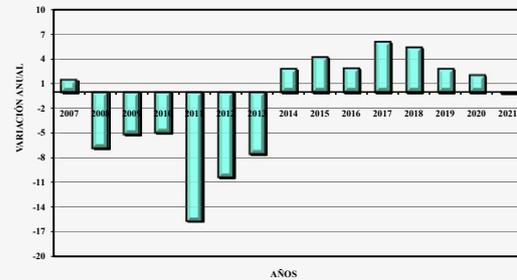
Fuente: INE

Figura 2. Transacciones de viviendas (2004-2022)



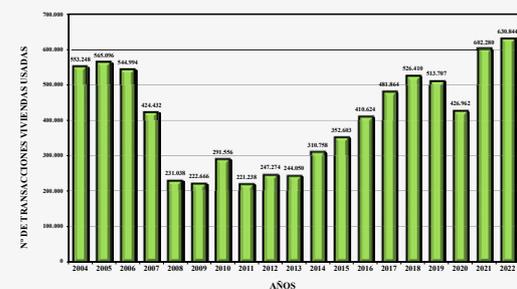
Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 3. Variación real del precio de la vivienda (2007-2022)



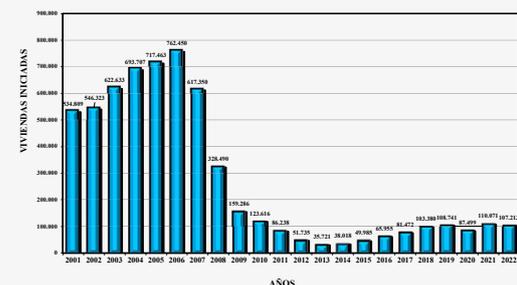
Fuente: Elaboración propia (en base a los datos del INE)

Figura 4. Transacciones de viviendas usadas (2004-2022)



Fuente: Ministerio de Fomento

Figura 5. Viviendas iniciadas (2001-2022)



Fuente: Ministerio de Fomento

b) Una gran reducción de la oferta de viviendas nuevas

En ambos períodos, la media anual de viviendas iniciadas alcanzó las 100.131 y 658.457 unidades, respectivamente. Una diferencia tan elevada viene esencialmente explicada por dos causas: la distinta situación financiera de los promotores en dichas etapas y la disparidad de criterio de la banca respecto a la financiación de la compra de suelo. Indudablemente, la relevancia del segundo motivo es muy superior a la del primero.

En los primeros años del siglo XXI, los promotores históricos disponían de un elevado número de terrenos edificables y una nutrida caja, pues las ventas les habían ido muy bien desde 1998. A ellos se les unieron muchos otros sin experiencia, pues en aquella etapa no había mejor negocio que la construcción de viviendas.

En la actualidad, la mayoría de las promotoras tiene algunas de las tres siguientes características: son nuevas compañías cuya financiación proviene del capital riesgo extranjero, antiguas que han sobrevivido al estallido de la burbuja o renacidas. En los últimos quince años, las terceras entraron en concurso de acreedores y la mayor parte de ellas no consiguió superarlo.

Las supervivientes son sumamente prudentes, sean cuales sean las características del ciclo inmobiliario. Por eso, en el período 2003 – 2007, su endeudamiento era escaso y la mayoría no cayó en la tentación de reinvertir completamente los beneficios obtenidos en la compra de terrenos edificables. Una parte sustancial de ellas construyó una cartera de inmuebles en renta, ya fuera de viviendas, oficinas o naves industriales.

Las anteriores características les permitieron sortear la gran crisis inmobiliaria cediendo a los bancos unos pocos solares de su cartera o incluso ninguno. No obstante, en los últimos años se han vuelto más adversas al riesgo que nunca. A pesar de que venden la totalidad de lo construido, no quieren aumentar sustancialmente su oferta. Aunque la empresa no desapareció, entre 2008 y 2013 sus

propietarios lo pasaron muy mal y no están dispuestos a repetir la experiencia.

Las renacidas disponen de un escaso suelo y una reducida capacidad económica. La mayoría de ellas no construye anualmente ni el 20% de lo que llegó a producir en 2007. Después de la explosión de la burbuja inmobiliaria, casi todos sus terrenos edificables pasaron a la cartera de activos de los bancos, ya fuera mediante una dación en pago o una ejecución hipotecaria.

En la etapa de creación de la burbuja, era habitual que los bancos financiaran una gran parte del importe del suelo finalista adquirido por las promotoras. No obstante, en algunas ocasiones, especialmente si se trataba de grandes empresas, la cuantía prestada equivalía al precio del terreno, incluido el IVA. Un elevado riesgo para los bancos, cuyos ejecutivos creían que no era tal, pues estaban convencidos que el precio de la vivienda en España nunca bajaría sustancialmente.

Dicha etapa proporcionó una dura lección a la banca. No obstante, en los últimos años sus actuaciones en el mercado residencial demuestran que la aprendió y recuerda. Por eso, durante ellos no ha prestado capital a la inmensa mayoría de los promotores, si su destino era la adquisición de suelo. Además, a los pocos que lo ha hecho, el porcentaje financiado difícilmente superó el 50% del precio del terreno edificable.

Las anteriores razones explican los motivos por los que ha disminuido considerablemente la producción de viviendas. También por qué en el mercado existen unas pocas empresas promotoras de gran tamaño, muchas pequeñas y casi ninguna mediana.

Las primeras buscan terrenos para edificar 100 o más viviendas. La mayoría de las segundas solares donde se pueden erigir 15 o menos. No obstante, en 2022 una parte significativa de ellas estaba construyendo casas unifamiliares. Finalmente, a las terceras les gusta los que permiten levantar entre 40 y 60 pisos.





En la actualidad, su escaso número comporta que no haya casi demanda para los últimos terrenos, aunque su precio por m² sea muy asequible. Solo son fácilmente comercializables si están situados en una buena ubicación dentro de las principales áreas metropolitanas del país.

c) Un exceso duradero de demanda de viviendas nuevas

En definitiva, en el último ejercicio la oferta de viviendas nuevas ha sido sustancialmente inferior a la demanda potencial. En una coyuntura económica normal, el volumen mínimo de la segunda sería de 250.000 unidades anuales. No obstante, en los recientes años, la cifra máxima ofrecida ascendió a 110.071 unidades y correspondió al período de 2021. Una cantidad producida que difícilmente aumentará en una elevada medida en los próximos ejercicios.

Debido a ello, el exceso de demanda de inmuebles nuevos será duradero y permitirá a los promotores vender toda su producción. Lo harán aunque suban significativamente su precio y haya recesión inmobiliaria. Es lo que creo que sucederá en 2023, un ejercicio donde disminuirá el importe de venta de las viviendas usadas y continuará aumentando el de las iniciadas o recién acabadas.

Dicho exceso de demanda genera un desplazamiento de compradores desde la vivienda nueva a la usada. En primer lugar, por la escasa oferta y, en segundo, porque no encuentran el inmueble deseado a un precio que se ajuste a sus posibilidades. El motivo consiste en una producción destinada esencialmente a la clase media – alta y alta. Por eso, cuando su público objetivo es la familia media, la promoción suele ser vendida prácticamente en su totalidad durante el primer semestre de comercialización.

En 2021 y 2022, dicho desplazamiento ha sido el responsable de los dos récords históricos de venta de inmuebles de segundo mano. Una coyuntura que no se repetirá en 2023, pues la recesión inmobiliaria afectará notablemente al anterior mercado, aunque solo un poco al de vivienda nueva.

Durante el actual año, en el último segmento, el ritmo de ventas será inferior al del pasado año. No obstante, cuando la promoción esté finalizada, casi todas las empresas habrán conseguido vender

más del 90% de las viviendas construidas a un precio significativamente superior al de 2022.

2) HIPOTECAS

a) El regreso de las hipotecas por el 100%

1) El gobierno estimula la concesión de hipotecas por el 100%

Entre 2004 y 2007, las entidades financieras compitieron ferozmente entre ellas por conceder hipotecas a las familias. Por tanto, casi cualquier ciudadano que solicitó una, la consiguió. La clave del éxito estuvo en el traje a medida que hicieron a sus clientes. Para cuadrar las cifras, estiraron el número de años del préstamo, otorgaron créditos con cuotas crecientes o por un importe equivalente al precio de la vivienda.

Después de la explosión de la burbuja inmobiliaria y la desaparición de numerosas cajas de ahorros, la banca dejó de ser imprudente. En otras palabras, pasó de ser una sastrería financiera a una tienda *prêt à porter*. Sus directivos suprimieron la mayoría de las anteriores arriesgadas prácticas y las que sobrevivieron tuvieron una escasa relevancia estadística.

En el último grupo, estaban las hipotecas por el 100% del importe del piso. Las continuaron ofreciendo, pero de forma mucho más selectiva. Los principales beneficiados fueron sus clientes más rentables, tanto los antiguos como los nuevos. A los primeros, otro banco les había ofrecido un préstamo de las anteriores características. Los segundos disponían de elevados ingresos, una gran solvencia y estaban dispuestos a vincularse mucho con la entidad, pues aceptaban contratar diversos productos de su cartera.

El domingo 7 de mayo, los anteriores préstamos volvieron a ser protagonistas, pues Pedro Sánchez los rescató de su ostracismo. En un mitin en Santa Cruz de Tenerife, anunció su regreso masivo. A partir del citado mes, el ICO avalaría el 20% del precio de la vivienda adquirida por determinados colectivos y estimularía a los bancos a otorgar hipotecas por el 100% de su importe, en lugar del porcentaje estándar del 80%.

Los beneficiados por el anterior aval serán los jóvenes de hasta 35 años y las familias con hijos menores de 18, sea cual fuera la edad de sus progenitores. No obstante, unos y otros han de utilizar la vivienda comprada como residencial habitual y no haber adquirido previamente ninguna otra. Si el comprador es una persona, esta solo puede beneficiarse de la anterior medida si sus ingresos anuales no superan los 37.800 €. En cambio, si los adquirentes son una pareja, el anterior límite asciende a los 75.600 €.

2) El precedente del Reino Unido: principales repercusiones

La propuesta no constituye una novedad, pues una muy similar la ha aplicado el Partido Popular en Murcia, Madrid, Castilla y León, Galicia y Andalucía. No obstante, la original procede del Reino Unido. En concreto, constituye una de las medidas estrella del programa *Help to Buy*, iniciado el 1 de abril de 2013 por el gobierno conservador de Cameron y derogada su última parte el 31 de marzo del actual año.

En dicho programa, la Administración proporcionaba a los compradores de viviendas un aval, un préstamo participativo o una pequeña subvención. En los dos casos iniciales, los adquirentes solo desembolsaban un 5% del importe del piso y los gastos e impuestos derivados de la compra.

En el Reino Unido, dichas actuaciones tuvieron una repercusión mixta. En las pequeñas ciudades, su impacto fue positivo, pues ayudó a numerosas familias a mudarse desde una vivienda de alquiler a una de propiedad y a aumentar el número de inmuebles construidos. A pesar del incremento de la oferta, los precios subieron. Sin embargo, en la mayoría de las anteriores urbes lo hicieron de forma moderada.

En cambio, en las metrópolis más pobladas, sus consecuencias fueron negativas, pues el programa contribuyó de forma decisiva a ge-

nerar una espiral inflacionista. Además, una parte sustancial de los beneficiados no fueron familias de limitados recursos económicos, sino clase media – alta que cambiaba una buena vivienda por otra mejor. Por tanto, en dichas ciudades, donde más difícil era acceder a un piso en propiedad, *Help to Buy* no solucionó los problemas existentes, sino que los agravó.

Los resultados obtenidos no fueron sorprendentes, sino previsibles. La propaganda del programa se centró en las familias con menos recursos económicos, especialmente las formadas por jóvenes parejas. No obstante, los distintos gobiernos conservadores eran perfectamente conscientes que el gran estímulo otorgado a los demandantes de inmuebles favorecería a los promotores y los propietarios, pues ambos obtendrían un mayor precio por la venta de sus propiedades.

Las dos últimas repercusiones ya les parecían bien, pues la primera comportaba una mayor ocupación y actividad económica y la segunda un aumento de la riqueza de muchos de sus votantes. Por eso, destinaron al programa cuantiosos recursos, permitieron acogerse a él a compradores de pisos de elevado precio y ofrecieron también ayudas a los adquirentes de una vivienda de mejora, además de a los que compraban su primer inmueble.

Un ejemplo permite visualizar claramente la generosidad de la Administración. En Londres, en 2022 una familia podía recibir una ayuda en forma de préstamo participativo para la adquisición de una vivienda, si su precio no sobrepasaba las 600.000 libras. Dicho crédito ascendía como máximo al 40% del precio del piso, tenía durante los cinco primeros años un tipo de interés nulo y en los siguientes uno muy bajo, aunque el Banco de Inglaterra subiera significativamente los tipos.

Por tanto, en la última década, la gran subida del precio de la vivienda en la capital ha estado sustentada en los elevados salarios



obtenidos por una parte de sus ciudadanos, la atracción de extranjeros de gran poder adquisitivo y en una sustancial medida el programa *Help to Buy*. Para comprar en ella, los británicos disponían de dos vías de financiación: una hipoteca y el préstamo participativo otorgado por el gobierno. La primera suele concederse por el 75% del importe de venta y el segundo podía ascender hasta el 40% del precio.

3) Los programas españoles: sus principales consecuencias

En nuestro país, aunque las medidas propuestas por PSOE y PP constituyen una copia de una parte del programa *Help to Buy*, su repercusión sobre el mercado residencial será muy diferente. En el Reino Unido, sus efectos tuvieron una gran importancia, en cambio, en España tendrán un carácter residual. No constituye un error de diseño, sino que es su verdadera intención.

La clave está en la escasa dotación presupuestaria de los planes presentados por unos y otros políticos. El mejor ejemplo lo proporciona la Comunidad de Madrid. El importe destinado al programa *Mi Primera Vivienda* equivale a calderilla (18 millones €). Por eso, en marzo de 2023, el número de avales otorgados únicamente era de 307.

La propuesta del gobierno de la nación puede a priori beneficiar a muchos hogares. En primer lugar, porque hay 9.250.779 residentes en nuestro país con edades entre 18 y 35 años. En segundo, debido a que en los últimos tres lustros, los bajos salarios han impedido a muchas familias con hijos menores de edad disponer del 31% del coste de la vivienda que no financia el banco en las autonomías con un más elevado Impuesto de Transmisiones Patrimoniales.

En tercero, porque el umbral de renta (37.800 €) para acceder al aval es sustancialmente superior al salario anual medio y mediano, respectivamente. En 2020, el primero se situó en 25.165,51 € y el segundo en 20.920,12 €. No obstante, según ha reconocido Raquel Sánchez, ministra de Fomento, dicho plan solo permitirá ayudar a comprar un piso a 50.000 familias en los próximos dos años y medio. Una cuantía insignificante en relación al número potencial de beneficiados.

4) ¿Por qué estoy a favor de las hipotecas por el 100%?

A pesar de lo indicado unas líneas más arriba, estoy a favor de las hipotecas por el 100% del precio. Jamás de forma generalizada, cuando hay un *boom* inmobiliario o para beneficiar a los que ya poseen una vivienda en propiedad. El plan debe ayudar a las familias de ingresos medios y bajos a adquirir un primer piso, solo estar vigente en períodos de estabilidad de precios o recesión inmobiliaria y poseer la hipoteca un tipo de interés fijo, al menos durante sus diez primeros años.

De la experiencia del Reino Unido, los políticos españoles habrían de aprender que el aval de la Administración no debería permitir la adquisición de una buena vivienda en un magnífico distrito de Barcelona y Madrid. Si esta es su pretensión, el resultado será nefasto.

Sus objetivos tendrían que ser los siguientes: la compra de un piso en casi cualquier calle de una pequeña ciudad, en la mayor parte de los barrios de las urbes medianas y en la periferia de las grandes. Por eso, el importe de la vivienda adquirida no habría de superar los 200.000 €.

Es indudable que dicha política debería de ir acompañada de estímulos a la construcción de viviendas. Si no se hace así, una importante subida del precio constituirá una consecuencia indeseable. No obstante, esta será menos peligrosa en las pequeñas ciudades que en las grandes, pues en las primeras el importe de venta continúa siendo sustancialmente inferior al de 2007, mientras en las segundas ya lo supera.

Finalmente, el programa ha de durar un mínimo de 10 años, aunque sea de forma discontinua, y beneficiar al menos a 200.000 familias en cada ejercicio. Si así lo hace, constituirá una verdadera ayuda a la adquisición de un primer piso y drenará poco a poco la gran bolsa de demanda potencial de vivienda que actualmente integran los menores de 40 años.

En definitiva, para mejorar el acceso a una vivienda en propiedad por parte de los que no poseen una, un programa de concesión de hipotecas por el 95% o 100% del precio de venta, puede constituir una medida acertada, equivocada o simplemente humo. En el Reino Unido, supuso lo primero en las pequeñas ciudades y lo segundo en las grandes. En España, hasta ahora, es simplemente lo tercero.



Ojalá me equivoqué y el anuncio del presidente del gobierno sea el principio de un plan de largo alcance para convertir en propietarios a muchos inquilinos. Es exactamente lo que desean la inmensa mayoría de ellos.

b) ¿Qué he de hacer para pagar menos por mi hipoteca?

1) Unos tipos de interés muy bajos

Por regla general, el tipo de interés nominal de los préstamos excede a la tasa de inflación del período. La diferencia, denominada interés real, consiste en la penalización que sufre el prestatario por disponer de un capital ajeno. Por tanto, si el incremento anual del IPC se sitúa alrededor del 2%, tal y como desea el BCE, su tipo principal es probable que esté próximo al 3% y el Euríbor a un año supere por poco dicho nivel.

Desde la creación del euro, el anterior contexto sucedió entre 1999 y 2007 y la principal referencia hipotecaria de la eurozona alcanzó un promedio anual del 3,38% (véase la figura 6). No obstante, su importe se desplomó entre 2012 y 2021 e hizo que su media fuera de un - 0.04%. La última constituyó una coyuntura nada normal y sí muy especial (véase la figura 7).

En el siglo xx, en ningún país occidental, los tipos de interés destinados a sufragar la compra de una vivienda habían sido tan reducidos como en la última etapa. En cambio, durante una sustancial parte de la década de los 90, si lo fueron en Japón. Un período donde la explosión de una gran burbuja inmobiliaria en 1991 generó una crisis bancaria durante los siguientes años.

Entre 2012 y 2021, un motivo similar llevó al BCE a realizar una política monetaria ultraexpansiva. A partir de marzo de 2015, compró deuda pública y, durante una significativa parte del anterior período, situó su tipo de interés principal en un 0% y la facilidad marginal de depósito en un - 0,5%.

Con dichas medidas, pretendía mejorar la liquidez y la solvencia de los bancos, estimular a las familias y empresas a solicitar crédito y a las entidades financieras a concederlo. Su objetivo era actuar como contrapeso de una política fiscal contractiva (la austeridad en el gasto público), evitar una deflación persistente en la zona euro e impulsar el crecimiento económico.

2) La equivocación de las familias

La elevada duración de la anterior política monetaria indujo a numerosas familias a efectuar un diagnóstico erróneo, pues no consideraron lo sucedido entre las anteriores fechas como una situación excepcional, sino habitual. Por tanto, los que ya tenían una hipoteca variable creyeron que era normal pagar un tipo de interés inferior al 1% y en torno a dicha cifra los que la acababan de contratar.

Por eso, hicieron caso omiso a mis advertencias y a las de otros economistas. Su principal argumento era el siguiente: ¿por qué me he de cambiar a una hipoteca fija si pago menos con una flexible? No entendieron, o no quisieron comprender, dos aspectos clave del mercado hipotecario: la larga duración de los préstamos y las características de la oferta de tipo estable.

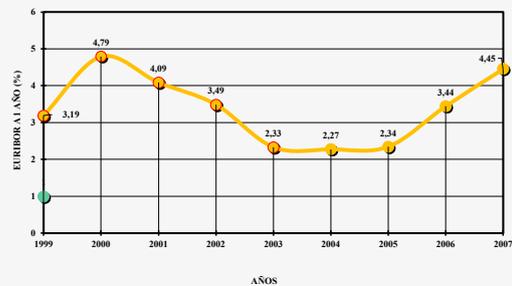
En diciembre de 2021, el tiempo inicial de vida de las hipotecas constituidas en dicho mes era de 24 anualidades (véase la figura 8).

Una etapa suficientemente larga para que el prestatario priorizara el importe que pagará en el resto de ejercicios respecto al sufragado en 2022. El primer semestre del pasado año, un período en el que la inflación se disparó al alza, constituyó la última oportunidad para sustituir un préstamo variable por uno fijo y conseguir en este un tipo de interés igual o inferior al 1,5% a 30 años.

3) Las soluciones

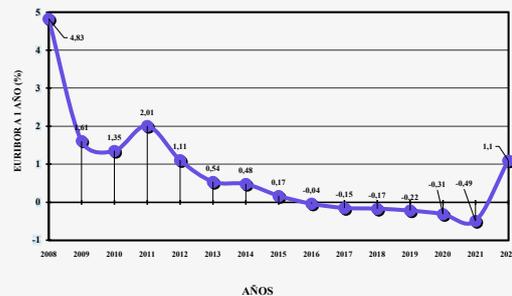
En junio de 2022, el erróneo diagnóstico de numerosas familias llevó al 70,5% de las hipotecas sobre viviendas a estar referenciadas a una tasa de interés variable. En términos absolutos equivalía a 3.313.506 préstamos, siendo esta una deuda soportada por alrededor de 3 millones de hogares, pues una pequeña parte de ellos tenía más de un crédito hipotecario.

Figura 6. Euríbor a 1 año (1999-2007)



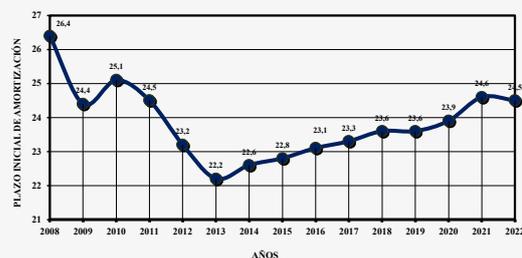
Fuente: Global Rates

Figura 7. Euríbor a 1 año (2008-2022)



Fuente: Investing

Figura 8. Período de vida inicial de un préstamo hipotecario (2008-2022)



Fuente: Banco de España



Para evitar un elevado aumento de la cuota mensual sufragada, dichas familias tienen las siguientes alternativas:

1) Acogerse al Código de Buenas Prácticas Bancarias. Pueden ampararse en él, los hogares cuyos ingresos no excedan de los 29.400 € anuales. Su auxilio les permitirá abonar un menor tipo de interés, la reducción durante unos años de la cuota hipotecaria por carencia de capital (no devolución del importe prestado) o la ampliación del período de retorno de la hipoteca.

Hasta el momento, la aplicación del citado Código ha tenido un escaso éxito, pues en el mes de junio solo se habían acogido a él 33.000 familias. Una cifra muy pequeña en relación al millón esperado por la ministra Nadia Calviño. Las principales razones son cuatro: la escasa publicidad realizada, la exigua información ofrecida en las entidades, la complejidad del trámite burocrático y la parcial repercusión de los aumentos observados en el Euríbor a 1 año en las cuotas hipotecarias de numerosos préstamos.

La burocracia de la Administración convierte en difícil una gestión que debería ser muy sencilla y accesible a todas las familias que cumplan los requisitos. Además, comete el error de dejarla por completo en manos de los bancos. A pesar de ello, hasta el momento, los problemas financieros de numerosos hogares son menores de los previstos. Las principales explicaciones se encuentran en la elevada antigüedad de la mayoría de las hipotecas a tipo variable y el pago en la actualidad de un interés sustancialmente inferior al que abonarán en la próxima revisión semestral o anual.

2) Pedir al banco una novación. En otras palabras, un cambio de las condiciones de la hipoteca. La mayoría de las entidades la desestimara, pues supondría una reducción de los ingresos actuales proporcionados por el préstamo. No obstante, es bastante probable que el empleado del banco le diga que la están estudiando. Durante el período de análisis, numerosos hipotecados han visto como los tipos de interés continuaban subiendo y su problema, en lugar de mejorar, empeoraba.

Por tanto, mi consejo es que no pierda el tiempo, consiga una oferta de otro banco que mejore el tipo de interés actualmente sufragado

y después haga una corta negociación con el suyo. Si en el período de dos semanas no le ha dado una respuesta satisfactoria, traslade la hipoteca a otra entidad financiera.

3) Realizar una subrogación o cambio de hipoteca. La primera supone la mejor alternativa para las familias que no pueden acogerse al Código de Buenas Prácticas, si su banco no quiere concederles una novación. Su coste es la suma del importe de la tasación de la vivienda y la comisión de subrogación. No obstante, para que la entidad puede percibir la segunda, es necesario que aquella esté especificada en el contrato del préstamo.

La cuantía de la tasación no suele superar los 400 € y el importe máximo de la comisión depende del número de años que han pasado desde que el banco concedió la hipoteca al prestatario. Cuanto mayor es el período de tiempo transcurrido, menor coste tiene la subrogación.

Si la hipoteca antigua es a tipo de interés variable, la ley identifica tres franjas temporales para determinar el importe máximo de la comisión: por encima de cinco anualidades, entre tres y cinco y por debajo de tres. En el primer caso, la cuantía sufragada es nula, en el segundo un 0,15% del capital pendiente de amortizar y en el tercero un 0,25%

Por tanto, en 2023 el coste de la subrogación de un préstamo cuyo capital pendiente es de 150.000 € difícilmente superará los 400 €, si la hipoteca tiene más de cinco años de antigüedad. En cambio, puede llegar a los 775 €, si posee menos de tres. La primera constituye la cuantía mínima a sufragar y la segunda la máxima. Ninguna de las dos alternativas es onerosa, especialmente si comparamos su importe con el de los intereses ahorrados.

No obstante, en numerosas ocasiones la subrogación no es posible, pues la entidad que ha efectuado la oferta al prestatario no quiere proporcionar al banco que concedió la hipoteca la posibilidad de igualar su propuesta. Por tanto, para conseguir un mejor préstamo, a la familia no le queda más remedio que cancelar el antiguo.

El coste de la cancelación es mayor cuanto más elevado es el importe original de la hipoteca. Para lograr eliminar esta, el prestatario

debe sufragar los honorarios del notario, registrador y gestor. Por término medio, la suma de los tres se sitúa alrededor de los 1.000 €. Así pues, la mayoría pagará un poco menos de 1.400 € por cambiar su hipoteca de un banco a otro, previa cancelación de la anterior, pues la nueva entidad siempre exige la tasación de la vivienda.

4) Las conclusiones

En definitiva, numerosos prestatarios se arrepienten de su conformismo y la falta de conocimiento sobre el funcionamiento del mercado hipotecario. En el primer semestre de 2022, a la mayoría de los hogares con una hipoteca a tipo de interés variable, uno o ambos problemas les han impedido cambiarla por una de carácter fijo o mixto.

En dicho período, las condiciones hipotecarias eran fantásticas, ahora son simplemente normales. No obstante, usted puede mejorar las actuales acogido al Código de Buenas Prácticas, si su renta no supera los 29.400 € y cumple el resto de requisitos. Si no tiene su amparo, aún puede conseguir su objetivo mediante una subrogación a una hipoteca fija o mixta. Si así lo hace, conseguirá reducir significativamente lo abonado en los próximos años.

A pesar de ello, lo más sencillo hubiera sido ofrecer a todos los prestatarios, cuyo esfuerzo hipotecario superara el 35% de sus ingresos brutos, el canje de un préstamo a tipo de interés variable por otro de igual modalidad pero con cuota fija. En la nueva hipoteca, las variaciones de los tipos generarían un aumento o disminución del plazo del crédito, pero en ningún caso un alteración del importe mensual sufragado.

Una solución que beneficiaría a las familias, la banca y al país. Las primeras evitarían pagar más cada mes en concepto de cuota hipotecaria. La segunda obtendría a medio plazo más ingresos por intereses y una menor morosidad a corto. El tercero aumentaría en mayor medida el PIB debido a un más elevado gasto de las familias. Una propuesta completamente viable si existe voluntad política, visión a medio plazo de los ejecutivos de la banca y el Banco de

España acepta que el cambio en las condiciones del préstamo no implique ninguna dotación adicional de provisiones por parte de las entidades financieras.

c) Los tipos de interés del BCE suben y bajan los de las hipotecas

1) El último trimestre del año: un período de cara o cruz

Para solicitar una hipoteca, el último trimestre puede ser un magnífico momento o uno pésimo. El final del ejercicio se acerca y las entidades financieras pronto deberán hacer balance sobre si han logrado o no el volumen de negocio presupuestado en diciembre del año pasado. De su grado de ejecución, dependerán en una sustancial medida sus beneficios, cotización bursátil y la cuantía de la retribución variable obtenida por sus principales directivos.

Cuando pedimos un préstamo hipotecario, las variables que determinarán si nos llevamos una agradable o amarga sorpresa son tres: el importe del crédito concedido durante los meses previos respecto al presupuestado, el monto del capital amortizado y la evolución de la tasa de morosidad.

En el cuarto trimestre del año, la solicitud de una hipoteca constituirá una oportunidad si el banco previamente ha incumplido sus expectativas de crecimiento del crédito, ha incrementado significativamente la cuantía amortizada por sus clientes, la tasa de 'dudosidad' es reducida y no tiene perspectivas de aumentar a corto plazo.

En cambio, cuando la entidad financiera les comunique su oferta, los prestatarios tendrán un disgusto si ha prestado hasta el momento más capital del previsto y desde hace meses la tasa de morosidad crece de forma constante. En dicha coyuntura, si el banco realiza una gestión prudente, frenará la concesión de hipotecas. Por tanto, solo las concederá a los clientes actuales rentables y a los nuevos si sus ingresos familiares netos son sustancialmente superiores a los del hogar medio (por ejemplo, 4.000 € mensuales).



2) La sequía crediticia: principales causas

Según el Banco de España, entre enero y julio de 2023, el crédito concedido a los hogares para la adquisición de vivienda ha disminuido un 22,4% interanual, pues ha pasado de 39.709 a 30.801 millones €. Un importe decepcionante para las entidades financieras, pues casi todas ellas estarán lejos de cumplir sus objetivos de concesión de hipotecas. También una coyuntura muy distinta de la observada durante 2022, pues en dicho ejercicio la anterior variable aumentó un 14,5% (véase la figura 9).

La disminución de la concesión de hipotecas ha sido consecuencia de la elevada subida del tipo de interés principal del BCE y del establecimiento por parte de los bancos de un criterio más restrictivo de selección de prestatarios. Entre junio de 2022 y septiembre de 2023, el primer indicador ha aumentado desde un 0% hasta un 4,5%. Desde la llegada de la democracia, jamás el tipo de referencia del banco central había aumentado tanto en tan poco tiempo.

A pesar de que el último es el tipo de interés más elevado del BCE desde octubre del 2000, el Euríbor a un año se sitúa lejos de su máximo histórico. En los diecinueve primeros días de septiembre, el promedio de la anterior variable ha ascendido a un 4,092%, un porcentaje bastante inferior al 5,393% de julio de 2008.

En dicha fecha, existía una gran desconfianza entre los bancos sobre la capacidad de sus homólogos de retornar los préstamos otorgados y había la expectativa de nuevas subidas de tipos de interés por el reciente aumento de la inflación. Por ello, la diferencia entre el Euríbor a un año y el tipo de interés de referencia del BCE era de 1,301 puntos.

En cambio, en la actualidad, las entidades financieras esperan que el próximo movimiento de tipos de interés del BCE sea a la baja, debido a la previsible disminución del IPC de la Zona Euro y el progresivo deterioro de la economía del área durante los siguientes meses. No obstante, excepto si Alemania entra en una profunda recesión, dudo mucho que dicho movimiento se produzca antes de mayo de 2024.

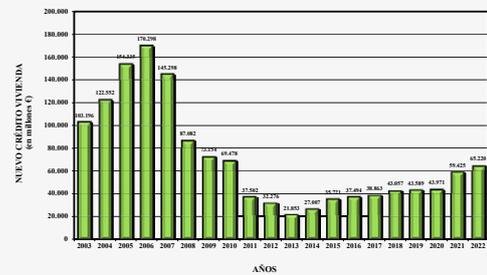
3) El aumento de las amortizaciones y una baja tasa de 'dudosidad'

La amortización de los préstamos se realiza por dos distintas vías: automática y premeditada. En términos macroeconómicos, la importancia de la primera es muy superior a la de la segunda. La inicial tiene una frecuencia mensual, pues la realizamos cuando pagamos

la cuota hipotecaria, siendo su importe destinado a la devolución del capital recibido. La última posee un carácter esporádico y supone el adelanto del retorno del dinero prestado, ya sea mediante la reducción del pago efectuado cada mes o del plazo de vida de la hipoteca.

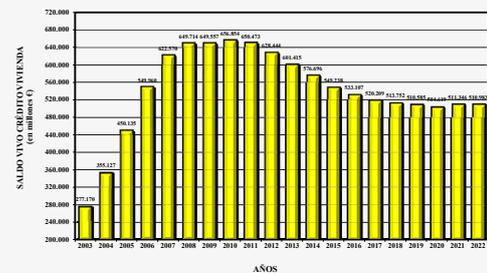
En julio de 2023, el saldo vivo del crédito destinado a la adquisición de viviendas se situó en 499.922 millones € (véase la figura 10). Es el menor importe desde junio de 2006. No obstante, dicho dato estaría más alejado en el tiempo, si descontara de la anterior cifra el importe generado por la existencia de inflación. Por tanto, en la actualidad, los bancos tienen capacidad para dar más crédito que el recientemente concedido y no incurrirían en ninguna temeridad si así lo hicieran durante los próximos meses.

Figura 9. Nuevo crédito destinado a la compra de vivienda por hogares (2003-2022) (en millones €)*



Fuente: Banco de España
*Son nuevas operaciones y tienen en cuenta las renegotiaciones

Figura 10. Saldo vivo del crédito destinado a la compra de vivienda (2003-2022) (en millones €)



Fuente: Banco de España





Entre enero y julio de 2023, la cuantía amortizada ha ascendido a 41.862 millones €, un monto sustancialmente superior a los 34.813 millones € del mismo período del año anterior. La principal diferencia entre uno y otro importe está en el importe de las amortizaciones anticipadas efectuadas. El elevado aumento de los tipos de interés ha llevado a muchos prestatarios a utilizar una parte de su ahorro para reducir la cuota hipotecaria y pagar mensualmente una cifra similar a la que abonaban antes de dicha gran subida de tipos.

En junio de 2023, la tasa de morosidad de la banca estaba en un 3,5% (véase la figura 11). Era inferior a la de diciembre de 2022 (3,59%), suponía el menor porcentaje del actual ejercicio y la proporción más reducida desde enero de 2009. En el segundo trimestre, la tasa de 'dudosidad' de los créditos hipotecarios tenía un nivel inferior a la anterior, pues se situaba en un 2,45% (véase la figura 12).

A pesar de la elevada subida del tipo de interés de las hipotecas variables, las dos anteriores tasas no han repuntado y las familias y empresas han pagado más puntualmente de lo previsto. La explicación está en el magnífico comportamiento del empleo durante el primer semestre (592.800 puestos de trabajo creados), el ahorro acumulado y la adopción por parte de los bancos de distintas medidas que facilitan a los prestatarios estar al corriente de pago. Las dos principales son la extensión del período de vida del préstamo y la carencia de intereses.

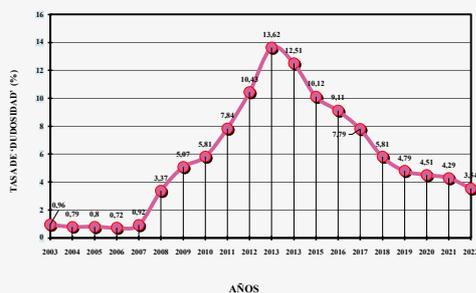
4) Conclusiones

En definitiva, debido a las anteriores razones, las entidades financieras estarán dispuestas a dar más crédito para adquirir una vivienda en el último trimestre del año que en los anteriores. Para conseguir su objetivo, bajarán el tipo de interés de los préstamos fijos, el de la parte estable de los mixtos y el diferencial sobre el Euríbor a un año de los variables.

Por tanto, estaremos ante una excepción a la regla general, pues normalmente cuando aumenta sus tipos de interés el BCE, incrementa el coste de la captación de recursos por parte de los bancos, sube el Euríbor y las tasas de las distintas modalidades de préstamos. La anomalía aparece porque, para lograr un mayor crecimiento de sus ingresos, las entidades financieras están dispuestas a sacrificar durante un tiempo una parte de su margen de beneficio por euro negociado.

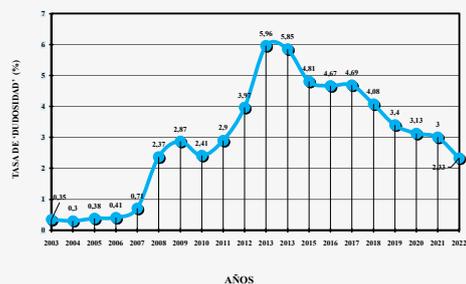
No obstante, ni mucho menos los tipos de interés de los créditos fijos y la parte invariable de los mixtos volverán a los niveles del primer semestre del ejercicio anterior. Dichos tipos equivalían a un buen premio de la quiniela, pero como usted no jugó (no pidió ningún préstamo ni se cambió de una hipoteca variable a una estable), no le cayó nada.

Figura 11. Tasa de 'dudosidad' (2003 -2022)



Fuente: Banco de España

Figura 12. Tasa de dudosidad de los créditos destinados a la compra de vivienda (2003-2022)



Fuente: Banco de España



La lectura de los periódicos económicos no será una guía adecuada para conocer los tipos de interés vigentes, pues reproducirán los oficiales de cada uno de los bancos. Indicarán las tasas a las que desean prestar dinero las entidades financieras, si los clientes están dispuestos a contratar una hipoteca, pero nada más.

En numerosas ocasiones, los tipos de interés finales son inferiores a los anteriores. En primer lugar, por los descuentos obtenidos por vincularse el cliente en una elevada medida con el banco. En segundo, por la negociación establecida entre prestamista y prestatario. Aunque muchos ciudadanos lo ignoran, con las entidades financieras casi todo es negociable. No son una tienda de un zoco marroquí, pero a veces se parecen a ella.

En los próximos meses, si quieren lograr el mejor interés posible, mi consejo es que llamen o escriban a un bróker hipotecario virtual, ya sea para cambiar de préstamo o conseguir uno nuevo. A diferencia de los tradicionales, no le cobrarán entre 3.000 y 5.000 € por concederles uno, sino una parte de ellos ni tan solo un euro (les paga el banco que le ofrece la hipoteca). Hay muchos y entre ellos destacan Trioteca, Finteca, Iahorro, Idealista o Rastreator.

En el mes de agosto, el tipo de interés medio de las hipotecas concedidas por la primera empresa se situó en un 2,5% para la parte estable del préstamo mixto y en un 2,81% en el fijo. Para obtener dichos tipos, la mayoría de los clientes se vinculó con el banco mediante la domiciliación de la nómina, la contratación del seguro de hogar y menos de la mitad suscribieron el de vida.

Estoy convencido que los anteriores tipos de interés son bastante más bajos de los que la mayoría de los lectores creían y muy probablemente serán más reducidos en los próximos meses. El secreto de los anteriores brókeres es muy sencillo: ofrecerles a los clientes precios de mayorista, aunque todos sean unos minoristas.

Si alguna empresa hubiera hecho lo mismo con la venta de alimentos, en los últimos veinte meses ustedes habrían ahorrado bastante dinero. No obstante, aquel será una minucia con lo que van a dejar de pagar al banco por usar a dichos brókeres virtuales como intermediarios hipotecarios. Para ahorrar con la hipoteca no es imprescindible tener grandes conocimientos financieros, basta con estar bien informado.

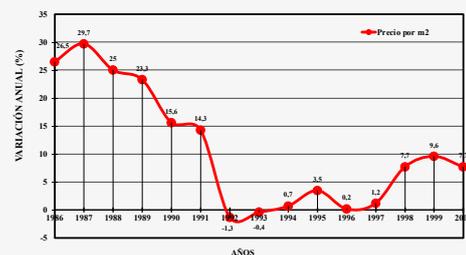
C) UNA BREVE RECESIÓN INMOBILIARIA

1) Las causas de una recesión inmobiliaria

Una recesión inmobiliaria aparece generalmente como consecuencia de una contracción del PIB, un elevado aumento de los tipos de interés del banco central, una sustancial reducción del crédito bancario y un exceso de oferta de vivienda nueva. En algunas ocasiones, un cambio legislativo la hace más intensa, ya sea por la desaparición de una desgravación fiscal o el establecimiento de un control de alquileres.

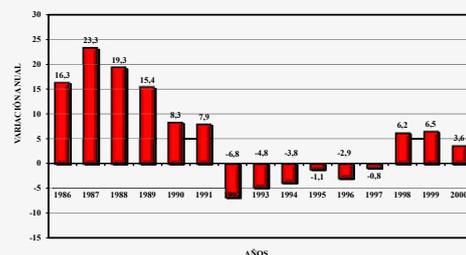
En el período 1992-1993, el precio de la vivienda disminuyó un 1,7% (véase la figura 13). No obstante, en términos reales, la caída fue muy superior, pues ascendió a un 11,3% (véase la figura 14).

Figura 13. Variación nominal del precio de la vivienda libre (1986-2000)



Fuente: Ministerio de Fomento y Sociedad de Tasación (valor de tasación)

Figura 14. Variación real del precio de la vivienda libre (1986-2000)



Fuente: Elaboración propia (con datos de Ministerio de Fomento, Sociedad de Tasación e INE)

Los principales motivos fueron un crecimiento económico nulo y la desaparición en 1992 de la desgravación fiscal por la compra de una segunda vivienda. El mercado más afectado fue el de la vivienda de playa.

Entre 2008 y 2013, en términos nominales y reales, el importe de los pisos bajó un 38% y 41,1%, respectivamente (véanse las figuras 1 y 15). No obstante, la mayor disminución afectó al número de transacciones, al descender estas un 64,1%. En 2007, se vendieron 836.871 unidades y en el último año del anterior período solo 300.478, siendo este el número de compraventas más reducido desde 1990.

En dicha crisis, confluyeron casi todas las causas anteriormente indicadas. Una subida del tipo de interés principal del BCE desde el 2% en noviembre de 2005 al 4,25% en julio de 2008, una gran contracción económica (bajada del PIB del 7,7%), una elevada reducción del crédito por la aparición de una crisis bancaria y un impresionante exceso de oferta de vivienda nueva. Entre 2004 y 2007, se iniciaron 2.699.777 nuevos inmuebles, sin embargo, entre 2006 y 09 solo es escrituraron 1.397.111.

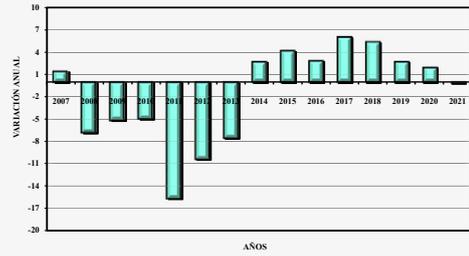
2) La recesión inmobiliaria de 2023: los culpables

En esta ocasión, la culpa no será del PIB. Aunque la economía española crecerá menos que en 2022 (5,8%), en el actual ejercicio el incremento de la producción se aproximará al 2,5%. Un nivel propio de un período de expansión y superior a la media de la UE, pues probablemente nuestro país estará entre los cinco del área que mejor vayan.

En 2023, el éxito de la economía española estará basado en el boom turístico (véase la figura 16), el ahorro acumulado por las familias durante la pandemia (véase la figura 17), el elevado gasto efectuado por las Administraciones Públicas al celebrarse diversos comicios, el aumento de la ejecución de los fondos Next Generation y una considerable creación de ocupación (más de 450.000 empleos).

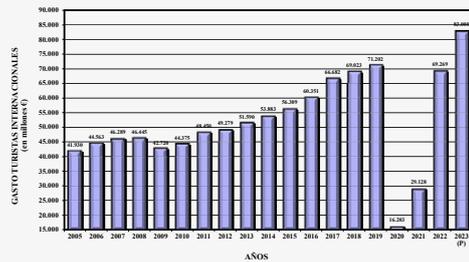
Tampoco los problemas vendrán de un exceso de viviendas nuevas. No sobrarán, sino que continuarán siendo escasas. En 2023, difícilmente se iniciarán más de 100.000 unidades, una cuantía equivalente

Figura 15. Variación real del precio de la vivienda (2007-2022)



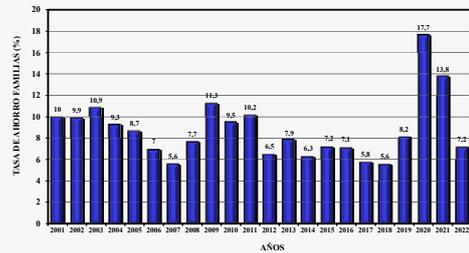
Fuente: Elaboración propia

Figura 16. Gasto de turistas internacionales* (2001 - 2023) (en millones €)



Fuente: Banco de España
*Aportación a la balanza de pagos

Figura 17. Tasa de ahorro de las familias* (%) (2001-2022)



Fuente: INE
*sobre renta disponible bruta



al 24,2% de las ventas en 2007 (máximo histórico - véase la figura 18 -). El pasado año, los promotores comenzaron 106.217 inmuebles y tuvieron más demanda que oferta. Por eso, a algunos no les quedó ninguna acabada por vender y a otros solo las peores de los distintos edificios construidos.

Las malas noticias las proporcionarán las entidades financieras. Por un lado, por la subida de tipos de interés del BCE (del 0% al 4,5% en quince meses) y, por el otro, por la menor disponibilidad de crédito. El primer factor hará que no les salgan las cuentas a numerosos interesados y, por tanto, no puedan adquirir una vivienda. También llevará a que muchos otros se resignen y compren un inmueble peor del deseado. No obstante, más barato que el inicialmente pretendido.

La crisis bancaria de EE.UU., el recuerdo de la sufrida en España durante la pasada década y un elevado incremento de los ingresos derivados del aumento de los tipos de interés de los préstamos variables llevarán a las entidades financieras a arriesgarse muy poco. Su prioridad será evitar un aumento sustancial de la tasa de morosidad.

En junio de 2023, la anterior tasa tenía un reducido nivel (3,5%). No obstante, los bancos temen un aumento sustancial de la misma, cuando la elevada subida de los tipos de interés repercuta por completo sobre las finanzas de las familias y las empresas. Por eso, será muy difícil conseguir un préstamo excepcional (por el 100% del importe de la vivienda), si no es facilitado por un programa gubernamental, y más complicado de lo habitual uno estándar (por el 80%).

La actuación del gobierno también perjudicará a la evolución del mercado residencial. La ley de vivienda hará menos atractiva la inversión en inmuebles en las comunidades que implanten el control de precios de alquiler. En primer lugar, por la obtención de una menor rentabilidad y, en segundo, debido a una mayor inseguridad.

En los próximos años, los inversores patrimonialistas no podrán repercutir completamente el aumento del IPC a los arrendatarios, pues la nueva norma pretende que los incrementos observados en el nuevo índice de precios, aún pendiente de diseñar, sean inferiores a la inflación del período.

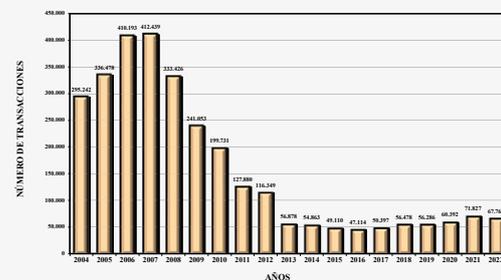
Una parte de dichos inversores, los denominados grandes tenedores, también harán frente a un superior riesgo, si la Administración declara vulnerables a los inquilinos de algunas de sus viviendas. En este caso, dejarán de percibir la renta pactada o se tendrán que conformar con una inferior a ella. Difícilmente, la compensación pública, si existe alguna, les resarcirá completamente de la pérdida generada por la aplicación de la ley.

Por tanto, en las comunidades que asuman por completo la nueva norma, esta generará tres negativas repercusiones: una disminución de las transacciones, una recesión inmobiliaria más intensa y un progresivo desplazamiento de la demanda desde ellas a las autonomías que no adopten el control de precios. Dicho desplazamiento provocará también el de la oferta, pues las medianas y grandes promotoras priorizarán la construcción de inmuebles en las segundas ubicaciones.

3) ¿Por qué bajará el precio y las transacciones de viviendas?

En el actual ejercicio, el precio y las transacciones de viviendas bajarán por tres motivos: la menor capacidad de endeudamiento de las familias, la denegación de la hipoteca a muchos hogares y la desaparición del mercado de numerosos inversores. No obstante, la caída del importe de venta será lenta y progresiva; en cambio, la de las ventas mucho más rápida. Al final del año, su disminución se situará alrededor del 5% y 15%, respectivamente.

Figura 18. Transacciones de viviendas nuevas (2004-2022)



Fuente: Ministerio de Fomento





a) La disminución de la cuantía del préstamo: principales repercusiones

A la mayor parte de los demandantes, la caída de su capacidad de endeudamiento les llevará a adoptar una de las dos siguientes opciones: postergar la compra de una vivienda o conformarse con una de inferior calidad. En el último caso, el adquirente suele aceptar una ubicación menos preferente, un número inferior de m², una peor distribución de espacios o más habitaciones que dan a un patio interior del edificio.

La primera decisión supone una reducción del número de compraventas y la segunda una disminución del precio de mercado, pues con un salario similar al del año pasado la mayoría de los interesados estará dispuesto a pagar menos por la misma vivienda.

La inicial suele ser adoptada por los que no tienen prisa en comprar o poseen la expectativa de hacerlo bastante más barato dentro de un año. En cambio, la última es tomada por los que quieren adquirir un piso lo más pronto posible y están convencidos que la espera no les ayudará a adquirir una mejor vivienda, sino incluso una peor.

Un ejemplo permitirá observar mejor las consecuencias de la reducción de la capacidad de endeudamiento. En 2023, una familia, cuyo dos miembros adultos perciben el salario más frecuente, obtendrá unos ingresos netos equivalentes a 2.770 € mensuales. Durante el primer semestre de 2022, el anterior hogar podía haber conseguido fácilmente un tipo de interés fijo del 1,5%. En el actual ejercicio, después del aumento en septiembre del tipo principal del BCE, numerosos nuevos prestatarios deberán pagar un 3,5%.

Si la familia pretende destinar un 35% de sus ingresos mensuales al pago de la hipoteca y escoger un plazo de 30 años, en el primer semestre de 2022 hubiera tenido la posibilidad de obtener del

banco 280.917 €. En cambio, en el segundo período de 2023, solo conseguirá 215.903 €. Por tanto, excepto si aumenta la parte de su ahorro destinada a la compra del piso, el anterior hogar podrá pagar por él 65.014 € menos.

b) La denegación de numerosos préstamos: las consecuencias

En 2022, las entidades financieras concedieron a los hogares préstamos para adquirir viviendas por valor de 65.220 millones €. Un importe que excedió en un 9,8% al de 2021, constituyó el más elevado de la última década, triplicó el prestado en 2013 (21.853 millones €), pero que solo supuso un 44,9% del otorgado en 2007 (145.298 millones €).

En el actual año, el volumen dispensado disminuirá aproximadamente un 25%. Una reducción basada en la menor demanda de crédito debido a la subida de los tipos de interés, la aplicación de criterios de concesión más rígidos derivada de una coyuntura económica menos favorable y el temor a un aumento sustancial de la tasa de morosidad, así como a la necesidad por parte de los bancos de disponer de una superior liquidez.

A diferencia del pasado ejercicio, las entidades financieras no proporcionarán a casi nadie un préstamo por un importe equivalente al precio de un inmueble o por un valor muy próximo a él. También disminuirá el porcentaje sobre dicho precio otorgado a una parte de los inversores y a numerosos compradores de segundas residencias. En bastantes ocasiones, se situará por debajo del 80%.

La banca incurre en un mayor riesgo financiando las anteriores adquisiciones que la vivienda habitual de los hogares, pues considera más elevada la probabilidad de impago de las primeras hipotecas que la de la segundas. Sus datos demuestran que las familias dejan de pagar antes los préstamos que gravan los inmuebles donde no residen permanentemente que aquel en el que habitan.



En las coyunturas donde existe un elevado crecimiento económico y los tipos de interés son muy reducidos, disminuye el riesgo de financiar la compra de inmuebles de inversión y de residencia ocasional. Por tanto, se reduce la diferencia del porcentaje prestado para adquirir la vivienda habitual y los anteriores activos. Para los mejores clientes, no es inusual que se convierta en nula.

En cambio, si una gran expansión económica es sustituida por una moderada y el Euríbor a un año se dispara al alza, aumenta sustancialmente la prima de riesgo de la banca derivada de la financiación de adquisiciones distintas de la vivienda habitual. Por tanto, incrementa la diferencia del porcentaje del precio financiado en unos y otros inmuebles. La primera situación ocurrió en 2022 y la segunda sucederá en 2023.

Las operaciones de financiación de los bancos por parte del BCE a plazos más largos de los habituales, conocidas como LTRO y TLTRO, les han permitido acumular abundante liquidez. Por eso, las entidades españolas no han mejorado significativamente la retribución de las imposiciones a plazo e incluso algunas han instado a sus clientes a trasladar su saldo a fondos de inversión de renta fija a corto plazo.

Sin embargo, la desaparición del Silicon Valley Bank y Credit Suisse les incentiva a ser más prudentes de lo que eran y disponer de un exceso de liquidez superior al acumulado hasta el momento. Con dicha finalidad, en los próximos meses mejorarán significativamente la remuneración de sus depósitos a plazo fijo para retener los de los actuales clientes y atraer capital de los que no lo son. No obstante, preferentemente reducirán el volumen de crédito concedido.

Los más afectados por la nueva política crediticia serán los autónomos con una gran variabilidad de ingresos, los trabajadores por cuenta ajena cuyo salario es inferior a la media nacional y tienen una escasa antigüedad en la empresa y los que necesitan destinar al pago de la cuota hipotecaria más del 35% de su remuneración mensual neta.

4) Repercusiones sobre el mercado de vivienda

La reducción del capital prestado, el aumento de las denegaciones de hipotecas y el menor porcentaje del precio concedido a inversores y compradores de segundas viviendas repercutirán de forma muy diferente sobre los distintos segmentos del mercado residencial.

Las ciudades más perjudicadas serán las que poseen una mayor dependencia del turismo, excepto si su reputación en el extranjero es magnífica y les permite compensar la disminución de la demanda de los españoles con el incremento de la foránea. Una coyuntura improbable, pues la restricción crediticia no solo perjudicará a España, sino al conjunto de Europa. Además, nuestro país será uno de los menos afectados por ella.

El *boom* del turismo beneficiará a los propietarios de viviendas de uso turístico. Conseguirán una mayor rentabilidad por su alquiler porque obtendrán un aumento de la renta media semanal y del ratio de ocupación de los apartamentos. No obstante, no facilitará la enajenación de los inmuebles de playa. Sin duda, una excepción a la regla, pues normalmente hay una relación directa entre el aumento del número de visitantes y de las ventas de dichas viviendas.

En las grandes ciudades, especialmente en las zonas más céntricas, los tenedores de pisos con un deficiente estado de conservación deberán bajar más el precio de venta que el resto. El motivo será la elevada caída de la demanda de su principal cliente: el inversor especulador. En un plazo inferior a un año, su pretensión consiste en comprar, reformar y vender. En otras palabras, dar el pase y obtener una elevada plusvalía.

Un gran número de ellos está decepcionado y tiene dudas sobre cómo actuar. En 2023, esperaban una coyuntura inmobiliaria similar a la del primer semestre de 2022 y será muy diferente. Por tanto, tendrán muy difícil tener éxito con el pase. Una dificultad que ya se observa en los portales inmobiliarios, pues hay un elevado número de pisos completamente reformados pendientes de venta.

Los anteriores inversores disponen de dos opciones. Por un lado, rebajar sustancialmente el precio de sus inmuebles, olvidarse de obtener un importante plusvalía y lograr liquidez. Por el otro, esperar a la recuperación de la demanda en el segundo semestre de 2024. A lo largo de 2023, el importe de venta no subirá, sino que a medida que pasen los meses bajará en mayor medida. A veces, una retirada a tiempo, equivale a una victoria. En la indicada coyuntura, creo que así será.

Una evolución peor que la media de los inmuebles también la tendrán las casas unifamiliares de la periferia de las grandes y medianas ciudades. La principal causa no será la restricción del crédito o su mayor carestía, sino el regreso masivo al trabajo presencial. La pandemia disparó sus ventas y el retorno a la normalidad acabará con lo que algunos analistas denominaron una nueva tendencia, pero que para mí simplemente fue una moda. En 2023, su cuota de mercado será muy similar a la que poseían en 2019.

Un crédito más escaso y caro afectará en mayor medida a las familias con ingresos medios que a las que los poseen elevados. Por tanto, un mayor número de las primeras desistirá de adquirir una vivienda o lo hará en una ubicación peor de la deseada. La primera repercusión será superior a la segunda y generará un mayor descenso de las ventas en los distritos más baratos de las ciudades, excepto si en los más caros existía una gran demanda de inversión.

5) Conclusiones

En 2023, el mercado residencial en España entrará en recesión. El precio bajará alrededor de un 5% y las transacciones de un 15%. La principal explicación del gran cambio de la coyuntura inmobiliaria consistirá en un crédito más escaso y caro. El volumen concedido disminuirá alrededor de un 25%.

El primer factor será una consecuencia del mayor riesgo de las hipotecas y de una superior prudencia bancaria, siendo esta espe-

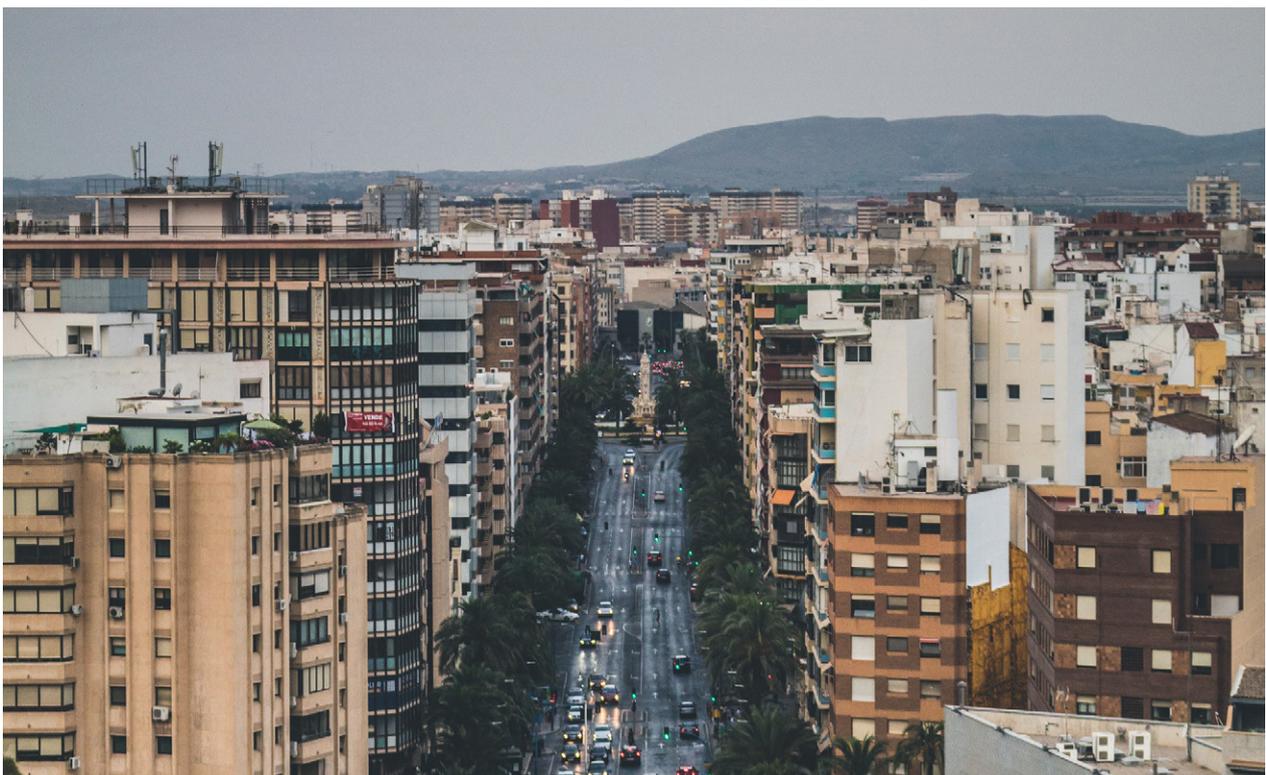
cialmente importante después de la desaparición del Silicon Valley Bank y Credit Suisse. El segundo vendrá determinado por la elevada subida de los tipos de interés del BCE. En quince meses, su tipo principal ha aumentado desde un 0% a un 4,5%.

La recesión inmobiliaria afectará de manera distinta a diferentes ciudades y a sus distritos. Así, por ejemplo, el precio de la vivienda caerá más en Usera que en Chamberí, en Móstoles que en Madrid y en Santa Pola que en Alicante. También lo hará en mayor medida en las casas que en los pisos y en los inmuebles destrozados que en los que únicamente necesitan pequeñas reformas.

No obstante, la recesión inmobiliaria durará poco. La disminución del crecimiento de la economía mundial derivada de un crédito más caro y escaso ayudará a reducir la elevada tasa de inflación actual. En dicha evolución, la bajada del precio de las materias primas tendrá una gran relevancia. Por tanto, el principal factor generador de una gran inflación en 2022, contribuirá decisivamente a su caída durante el próximo ejercicio.

Debido a ello, en la primavera de 2024, el BCE empezará a bajar su tipo de interés principal. Una disminución a la que seguirán otras durante el segundo semestre. Por eso, al final del año, la anterior variable probablemente se situará en un 3,5%. En la última mitad del próximo año, la política monetaria expansiva del BCE y el aumento del crédito concedido por los bancos impulsarán el PIB y sacarán a la economía española del letargo en que entrará en el último trimestre de 2023.

Por dicho motivo, en el segundo semestre de 2024, las transacciones y el precio de la vivienda volverán a crecer, pero lo harán lentamente. No obstante, la segunda variable lo hará más tarde que la primera. A pesar de ello, en el próximo ejercicio, las ventas disminuirán alrededor del 10% y su importe aproximadamente un 3%, pues los efectos negativos del primer período del ejercicio tendrán más importancia que los positivos del segundo.





Commercial Real Estate

Por Gonzalo Bernardos



A) EL MODELO ECONÓMICO DE BARCELONA: TRES ALTERNATIVAS

En los últimos meses, después del cambio de alcaldía, ha emergido con fuerza el debate sobre el modelo económico de Barcelona. No obstante, está más presente en los medios de comunicación y en el tejido empresarial y social que en el político. No constituye ninguna sorpresa, pues dicho modelo no tuvo un papel relevante en la campaña electoral y el nuevo alcalde no se ha pronunciado sobre el suyo.

Desde mi perspectiva, existen tres principales alternativas. Por un lado, están los defensores de una ciudad tranquila y una disminución de su actividad económica. Por el otro, los que desean convertir a la capital catalana en el principal motor de España y en una de las urbes de referencia de la economía mundial.

Entre ambas opciones, antagónicas entre sí, surge una tercera. Sus defensores no apuestan por ningún modelo económico concreto, sino por una determinada manera de gestionar el municipio. No pretenden transformar la ciudad, sino resolver con éxito los distintos problemas que vayan surgiendo. En los últimos años, la anterior visión constituye la guía de actuación de la mayoría de los alcaldes del PSC en el área metropolitana de Barcelona.

1) Una ciudad de provincias

La primera opción es defendida por los que quieren transformar la capital catalana en una ciudad de provincias. Una urbe donde el porcentaje de empleo generado por el sector privado sea cada vez menor y mayor el ofrecido por el público. El modelo a seguir sería Oviedo, Mérida, Huesca o Santiago de Compostela. No obstante, para bastantes de sus partidarios, la última urbe tiene un excesivo número de turistas.

Dichas ciudades proporcionan una buena calidad de vida a sus residentes. Para los jubilados y los que poseen un gran arraigo a su

tierra, pero escasas expectativas profesionales, constituye un magnífico lugar donde vivir. No obstante, no lo es para la mayoría de los jóvenes con estudios superiores y deseos de tener una carrera profesional relevante. Para ellos, solo hay un destino: la emigración a otra urbe. Una donde les sea mucho más fácil encontrar un empleo mejor remunerado y más acorde con su formación.

Los defensores de convertir Barcelona en una ciudad tranquila también están a favor de importantes restricciones a la circulación de automóviles, una menor actividad comercial, una reducción de los turistas y los estudiantes que llegan del resto de España y el extranjero a cursar un grado, máster o doctorado en nuestras universidades y escuelas de negocios.

En otras palabras, buscan un decrecimiento económico y una reducción del nivel de vida de sus residentes. Para conseguir tal propósito, dificultan la instalación de algunas empresas en la ciudad, están en contra de casi cualquier mejora de las infraestructuras y se oponen a la generación de nuevos atractivos turísticos, si estos pretenden instalarse en una ubicación preferente. En los últimos años, son los que han dicho no a la ampliación del puerto, aeropuerto o al proyecto del Museo Hermitage.

Para los anteriores, una disminución de la actividad económica y académica es esencial para lograr una caída del importe del alquiler y el precio de la vivienda. Si así sucediera, según ellos, los barceloneses no tendrían que emigrar a otras ciudades del área metropolitana de Barcelona y podrían continuar residiendo en el barrio donde nacieron.

La última alternativa constituye un derecho adquirido simplemente por haber nacido en ella. No obstante, como no está reconocido en ninguna norma, pues supone una discriminación entre unos y otros, la mejor manera de hacerlo efectivo consiste en convertir a Barcelona en una ciudad escasamente atractiva para los foráneos, ya sean del resto de Catalunya, España o el extranjero.

Los partidarios de dicha opción renuncian a captar talento fuera del municipio. No harán nada por atraer profesionales cualificados a la urbe, emprendedores que generen nuevas empresas, directivos que impulsen las ya constituidas y profesores e investigadores que mejoren el nivel académico de sus universidades. Tampoco favorecerán la llegada de mano de obra escasamente formada. Consideran que la capital catalana solo la han de disfrutar los barceloneses y ocasionalmente unos pocos turistas de elevado poder adquisitivo

2) Una metrópoli global

Los valedores de la segunda alternativa parten de una suposición: Barcelona no constituye una ciudad más, sino una muy especial. Lo es por su belleza, privilegiada localización, buenas comunicaciones y magnífico clima. Una localidad ideal para formarse, especializarse, realizar investigación, crear una empresa o simplemente trabajar. Para ellos, si en lugar de ser una urbe fuera un automóvil, su chasis sería el de un Ferrari.

A pesar de la pérdida de reputación internacional durante la última década, los anteriores motivos explican por qué sigue siendo una de las preferidas de los europeos para establecer su residencia permanente o temporal, ya sea la última durante unos meses o años. A dicho éxito, han contribuido decisivamente el prestigio de sus universidades y escuelas de negocios, pues atraen anualmente a un gran número de estudiantes y una pequeña parte de ellos se queda en la ciudad para desarrollar un proyecto empresarial o su carrera profesional.

Para los defensores de un mayor dinamismo económico, Barcelona tiene una capacidad de atracción de empresas, universidades, organismos y delegaciones de instituciones internacionales que no posee ninguna urbe de su área metropolitana. Por tanto, la capital catalana debería especializarse en la creación de empleo bien re-

munerado y en la generación de riqueza y las ciudades de su periferia en cubrir las necesidades de viviendas de una parte sustancial de las personas que trabajan en la capital catalana.

Para atraer a grandes compañías, es necesario ofrecerles edificios modernos situados en una ubicación preferente, un reducido precio de alquiler, una fácil y rápida conexión con el resto de la ciudad y las urbes de la periferia, una gran aeropuerto y la financiación del traslado por parte de alguna entidad financiera. De ninguna manera, el ayuntamiento ha de esperar a que las empresas le llamen, sino que debe ir a buscar. No una vez, sino muchas, si es necesario.

Para conseguir la anterior finalidad, el alcalde de la ciudad ha de incentivar el crecimiento del número de inmuebles de oficinas. Un gran aumento de su oferta conducirá a una disminución del precio por m² y al sufragio por parte de las empresas de un montante inferior al que habrían de abonar en casi todas las demás grandes ciudades europeas. Por tanto, supondría un estímulo para el traslado a la capital catalana de algunas sedes de compañías multinacionales o para la creación en ella de nuevas firmas.

En consecuencia, el primer edil no debe ceder a las presiones de determinados colectivos cuya objetivo es reducir el espacio de oficinas para aumentar el dedicado a vivienda. En los edificios de nueva construcción, el ayuntamiento puede incrementar ambos, si permite la edificación de un mayor número de plantas. En algunas calles con una gran anchura, ha constituido un error impedir la edificación de inmuebles de más de cuatro alturas.

Tampoco debe favorecer a los que desean transformar numerosas plantas bajas, inicialmente destinadas al comercio, en pisos. Para muchos foráneos, especialmente extranjeros, la vitalidad de los barrios de Barcelona constituye una parte esencial de la ciudad y la distingue de muchas otras urbes. En ningún caso, la ciudad debe



resignarse a perder el tejido comercial actual, sino que el ayuntamiento debe actuar para potenciarlo y diferenciarlo del existente en numerosas localidades.

3) La tercera vía

La tercera vía supondría implantar en la capital catalana el sistema de gestión adoptado por los alcaldes del PSC en las ciudades de la periferia de Barcelona. Dicho sistema les ha proporcionado un gran éxito, pues la mayoría de ellos revalida la alcaldía elección tras elección al obtener mayoría absoluta o un número de regidores próximo a ella.

Los anteriores primeros ediles ni son favorables ni contrarios a un aumento de la actividad económica en sus municipios, pues su posición depende si el viento impacta en su cara o espalda. Debido a ello, casi nunca favorecerán la creación de riqueza, si una pequeña parte de la población rechaza la instalación de una gran empresa. En cambio, serán favorables a ella si su llegada genera un gran consenso social. Por eso, en una misma legislatura pueden adoptar medidas a favor y en contra de un mayor dinamismo empresarial.

La mayoría de ellos no hará nada para atraer empresas, aumentar el número de comercios y mejorar la calidad de los productos y servicios ofrecidos por ellos. No obstante, si a alguna compañía mediana o grande le interesa instalarse en el municipio, el alcalde recibirá a su representante, le escuchará con suma atención, pero difícilmente le facilitará su implantación en él.

Tampoco contratará a una consultora para ofrecer su suelo industrial a numerosas compañías nacionales o internacionales. En materia económica, casi ninguno de los alcaldes del área metropolitana del PSC efectúa una gestión activa de atracción de empresas. Durante los últimos años, la pasividad en la captación ha sido su norma de actuación.

4) Conclusiones

En definitiva, las tres alternativas indicadas suponen convertir la capital catalana en una ciudad provinciana, una metrópoli global o un parque temático para turistas. La primera era la deseada por Ada Colau, la segunda por un elevado número de asociaciones empresariales y la tercera será lo que acabaremos siendo, si el actual alcalde no realiza una gestión activa. Una última posibilidad bastante probable si Jaume Collboni sigue la línea de actuación adoptada por numerosos alcaldes del PSC en el área metropolitana.

Si así sucede, estaremos mejor de lo que estábamos con Colau, pero bastante lejos de lo que podríamos lograr. La anterior alcaldesa hizo que el chasis del Ferrari proporcionará prestaciones propias de un Seat 600, el actual primer edil probablemente haga que genere las de un Volkswagen Golf. No obstante, las del automóvil alemán están bastante lejos de las del italiano. Para mí, las últimas son las que se merecen los habitantes de Barcelona y su área metropolitana.

B) EL MERCADO DE COMPRAVENTA Y ALQUILER

1) La coyuntura económica

Entre junio de 2022 y septiembre de 2023, el tipo de interés principal del BCE aumentó desde un 0% a un 4,5%, La última tasa es la más elevada desde octubre del 2000. No obstante, al mercado comercial inmobiliario le ha perjudicado en mayor medida el gran aumento observado en quince meses que el nivel alcanzado por dicho tipo, siendo el primero el más elevado de los últimos cuarenta años.

En el primer semestre de 2023, la economía española tuvo una positiva evolución, a pesar de la política monetaria restrictiva realiza-





da por el BCE. En promedio, creció un 3,2% interanual y lo hizo por encima de la mayoría de los países de la Unión Europea. Un mayor incremento de la actividad derivado de una más elevada dependencia del turismo, una inferior participación de la industria en el PIB y una escasa penetración de las exportaciones españolas en China.

Sin embargo, en el segundo período del actual año, la cara se volverá cruz, pues España entrará en recesión o conseguirá un crecimiento económico muy reducido. Una coyuntura que se extenderá al primer semestre de 2024 debido a un menor incremento del PIB mundial, la necesidad de reducir el déficit público y especialmente la plena repercusión sobre las familias y las empresas del incremento del coste del dinero.

En el próximo ejercicio, la atonía económica continuará, siendo superior la observada en el primer trimestre que en el segundo. En dicho año, el incremento medio del PIB se situará alrededor del 1,5% y será aproximadamente un punto inferior al obtenido en 2023. Por tanto, el próximo ejercicio será peor que el actual.

No obstante, la contracción de la demanda de bienes y servicios permitirá la reducción de la inflación y del tipo de interés principal del BCE. La primera disminución llegará en mayo de 2024 y las posteriores harán que en diciembre dicho tipo no supere el 3,5%. En el segundo semestre, una política monetaria más expansiva favorecerá el incremento de la actividad económica. No obstante, esta aumentará solo un poco. A pesar de ello, el crecimiento en el último período del ejercicio será mayor que en el primero, aunque en ambos continuará siendo decepcionante.

2) Efectos sobre el mercado de compraventa y alquiler

a) Repercusiones generales

En 2023, la demanda y la oferta de activos no se han encontrado. Los interesados han solicitado una sustancial rebaja de precios y los propietarios solo han estado dispuestos a aceptar una pequeña disminución. Después de dos magníficos años, los segundos no han asumido el giro de 180° efectuado por el mercado. Debido a ello,

en el actual ejercicio el volumen de inversión es probable que no llegue ni a la mitad del observado durante el anterior.

Propietarios solo han ofrecido elevados descuentos en ubicaciones secundarias. No obstante, los compradores no han mostrado interés por ellas. En las recesiones inmobiliarias, el riesgo de invertir en dichas localizaciones aumenta considerablemente, pues una guerra de alquileres puede comportar la pérdida de una significativa parte de los inquilinos.

El mercado de arrendamiento de espacios ha funcionado mejor que el de venta de inmuebles. El elevado aumento de los tipos de interés ha influido plenamente en la segunda variable, pero lo ha hecho escasamente hasta el momento en la primera. No obstante, las ventas interiores interanuales de las empresas llevan disminuyendo desde abril y en septiembre del actual año cayeron un 7,6%, siendo este el peor dato del ejercicio.

En el último trimestre de 2023 y el primer semestre de 2024, los ingresos de las empresas seguirán disminuyendo. Las principales causas serán el contagio de numerosas firmas de servicios de la recesión padecida en la actualidad por muchas compañías del sector industrial, la disminución de las ventas al exterior, la reducción del ahorro de las familias y la menor demanda de crédito de hogares y empresas. Por tanto, en el mercado de alquiler el próximo año será peor que el actual.

b) La decepcionante evolución del mercado de oficinas

En el ejercicio actual, el peor segmento de mercado ha sido el de oficinas. Los adquirentes han huido de él y en las dos principales ciudades del país la absorción neta de espacio ha sido escasa. No obstante, negativa en el distrito 22@. El alquiler de superficie ha evolucionado peor en Barcelona que en Madrid debido a la existencia de un menor número de grandes empresas y más startups tecnológicas en la primera que en la segunda ciudad.

La decepcionante evolución del mercado de oficinas ha tenido cuatro principales causas: la irrupción del teletrabajo, la crisis de numerosas startups tecnológicas, el gran aumento de la oferta de



espacio y la escasa flexibilidad de los propietarios respecto a los precios de sus inmuebles. Un cóctel explosivo que ha conducido a dicho mercado a la recesión, a pesar de que la economía española ha crecido al ritmo de una moderada expansión.

En 2023 ha finalizado la adaptación de numerosas empresas al trabajo en remoto. La principal consecuencia ha sido una superficie alquilada superior a la utilizada y la aparición de una nueva fuente de ahorro de costes, si la primera variable se ajusta a la segunda. Debido a ello, una parte de las anteriores compañías ha decidido mudarse a otro inmueble y otras continuar en el actual reduciendo el número de m² arrendados.

El aumento de los tipos de interés y el menor crecimiento de la economía mundial ha vuelto más cautelosos a numerosos inversores y ha reducido el flujo de inversión destinado al capital riesgo. Dicha disminución ha provocado la desaparición de algunas startups tecnológicas, reducido la liquidez de muchas otras e incrementado la presión a sus ejecutivos para convertir en beneficios sus actuales pérdidas.

La principal consecuencia ha sido la implantación, por primera vez en algunas de ellas, de un programa de ahorro de costes. Dicho programa ha provocado el despido de una parte de la plantilla, una menor necesidad de espacio y en determinados casos la sustitución de una magnífica oficina por otra más modesta y barata.

Unas actuaciones que han repercutido especialmente en el distrito 22@ de Barcelona, el lugar donde hay la mayor concentración de empresas innovadoras de España. Para numerosos inversores, en el corto período de un año ha pasado de ser la gallina de los huevos de oro a un fiasco, pues su tasa de desocupación ha superado con holgura el 30%. Desde mi perspectiva, ni era lo uno ni en la actualidad es lo otro. Antes y ahora, continúa siendo la gran reserva de suelo destinada a la creación de riqueza y empleo de alta calidad en la capital catalana.

En el presente ejercicio, en el mercado de oficinas ha tenido lugar una combinación perversa: una elevada disminución de la deman-

da de espacio y un gran aumento de la oferta. En los dos últimos años, únicamente en el distrito 22@, la segunda ha incrementado en 350.000 m². Dicho incremento de superficie necesitaría de un lustro de una elevada absorción neta (75.000 m²) y la parálisis de cualquier nuevo proyecto, ya sea en fase de construcción o proyección.

Por tanto, en la ciudad de Barcelona existe exceso de oferta de oficinas para muchos años, pues no está previsto un nuevo período de auge de las *startups* tecnológicas ni la llegada de diversas empresas multinacionales. En cambio, si la finalización de varios edificios en construcción. No obstante, sería maravilloso que la elevada disponibilidad y el comparativamente reducido precio por m² atrajeran a la ciudad algunas de ellas.

A pesar de los negros nubarrones que se cernían sobre el mercado de oficinas, los fondos de inversión propietarios de inmuebles han actuado como si nada hubiera pasado. Cuando algún interesado en la compra de alguno de sus activos les ha sondeado, los demandantes se han llevado una gran sorpresa. Por los inmuebles situados fuera de la zona prime de la capital catalana, los anteriores esperaban lograr un gran descuento (un mínimo del 25%) y en la mayoría de los casos el ofrecido no ha superado el 5%.

c) El impasse en el mercado de naves y locales comerciales

La elevada subida del tipo de interés ha aumentado la rentabilidad exigida por los demandantes de naves logísticas, industriales y locales comerciales. Dada la relación inversa existente rentabilidad obtenida y precio de mercado, el incremento de la primera debería suponer una disminución del importe de venta de los activos. No obstante, no ha sido así.

Las ofertas a la baja realizadas por los interesados han sido desestimadas por casi todos los propietarios, constituyendo la principal excepción algunos locales situados en los ejes comerciales de los barrios. En primer lugar, porque muchos caseros creen que las naves logísticas son el nuevo oro inmobiliario y las rentas y el precio de mercado aumentarán mucho en los próximos años. En segundo,

porque la tasa de desocupación en ninguno de los tres mercados analizados ha aumentado sustancialmente en el pasado ejercicio.

En el mercado de naves logísticas es esencial distinguir entre Barcelona y Madrid. La primera ubicación es bastante más valorada que la segunda por los inversores. Una mayor valoración sustentada principalmente en la expectativa de una menor oferta en la capital catalana que en la de España. Las principales claves están en la geografía, pues Madrid no limita con ningún mar u océano, y la mayor disponibilidad de los municipios próximos (a menos de 40 km² de la gran urbe) para crear suelo logístico.

La reducida oferta existente en los alrededores de Barcelona ha permitido una escasa tasa de desocupación de las naves logísticas. No obstante, dicha variable aumentará durante el próximo año debido a la decepcionante evolución de la economía española. A pesar de ello, en 2024 dicha tasa se situará significativamente por debajo del 10%.

En el próximo ejercicio, en el segundo semestre, se recuperará el mercado de transacciones de naves logísticas y el volumen de inversión será bastante más elevado que en los tres períodos previos. Las principales claves serán el inicio de la recuperación económica y la disminución del tipo principal de interés del BCE. La primera variable bajará el riesgo de invertir en ellas y la segunda aumentará el precio dispuesto a pagar por los demandantes, al reducir estos la rentabilidad exigida para efectuar la inversión.

El mercado de locales comerciales sigue sin superar por completo el impacto de la COVID - 19. Con la excepción de algunas ubicacio-

nes prime, el importe de los alquileres continúa siendo inferior al observado en 2019. En numerosos ejes comerciales de los barrios, aún se observa un significativo número de locales vacíos. En gran medida, por la resistencia de numerosos pequeños propietarios a ajustarse a las nuevas condiciones de la demanda.

En 2023, la reactivación del comercio ha venido de la mano del turismo. Por eso, las calles más favorecidas han sido las más transitadas de Ciutat Vella y la parte más glamurosa y turística de l'Eixample. Una coyuntura que se repetirá en 2024, pues los ciudadanos europeos seguirán viajando casi tanto como lo han hecho en el último año, a pesar de la deficiente situación económica. Las nuevas tendencias de consumo llevan a las familias a ahorrar en alimentación y bienes duraderos y, en cambio, a gastar más en viajes y ocio.

En definitiva, el actual año ha sido un ejercicio decepcionante para el commercial real estate. No obstante, especialmente para el mercado de oficinas en Barcelona y en concreto para el distrito 22@. El elevado exceso de oferta existente en la actualidad tardará muchos años en ser absorbido por completo.

La desaceleración de la economía y la posible entrada en recesión presagian un negativo 2024 para el mercado del alquiler. En naves logísticas y locales comerciales, el aumento de los precios del arrendamiento será inferior al de la inflación. En el de oficinas, seguirá bajando. No obstante, en los dos primeros mejorará el volumen de inversión y el número de compraventas por la bajada de los tipos de interés. En el tercero, solo lo hará si los fondos de inversión empiezan a hacer descuentos importantes a los interesados en sus activos.





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
C/ Caputxins 11, Local 2
07002 Palma de Mallorca

Sevilla
T. 954 577 341
Av. Irlanda, 4, Local A
41012 Sevilla

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

65^F FORCADELL



UNIVERSITAT DE
BARCELONA