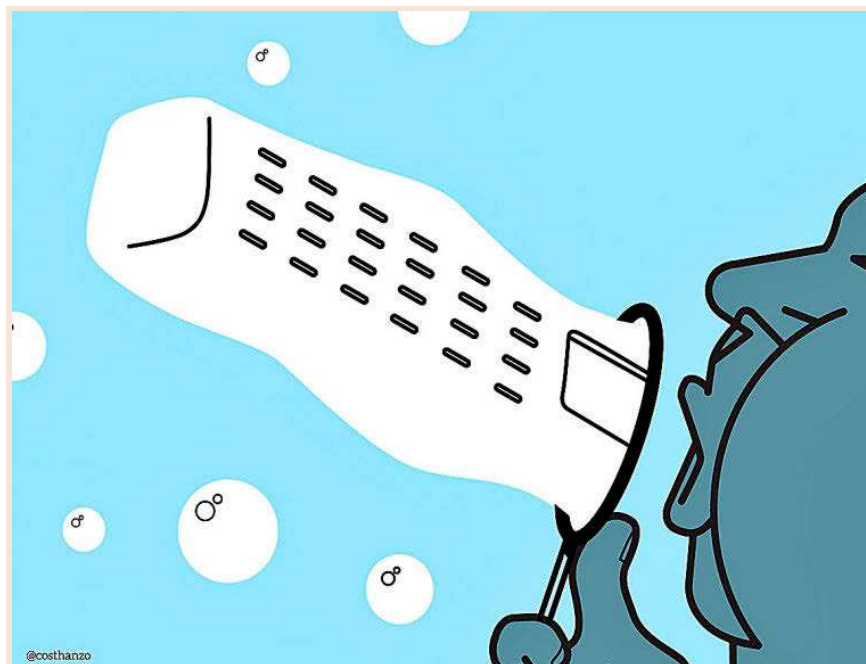




Pr: Diaria
Tirada: 18.233
Dif: 10.396



¿Nueva burbuja inmobiliaria?



José García Montalvo

Si camina como un pato, grazna como un pato y nada como un pato... es un pato. Esto parece que fue un pensamiento bastante generalizado tras la publicación ayer del incremento de los precios de la vivienda del 12,2% en el primer trimestre de 2025, lo que supone el mayor aumento interanual desde hace 17 años. Pero vale la pena analizar si realmente camina, grazna y nada como una burbuja inmobiliaria. En primer lugar, para que existe una burbuja es necesario un proceso de llenado. El aire en este caso es el exceso de crédito. Pero si comparamos la situación actual con la anterior a la crisis inmobiliaria, vemos que son muy diferentes. En 2007 el saldo de crédito para la construcción y actividades inmobiliarias alcanzaba el 44% del PIB, mientras en la actualidad apenas llega al 6%. El crédito para adquisición de vivienda de las familias se situaba en el 62%, ahora solo representa el 30% del PIB. Por tanto, no hay aire en esta supuesta burbuja.

En segundo lugar, en 2007 era necesario acudir a alguna explicación no convencional para entender por qué construyéndose 650.000 viviendas, pero formándose sólo 320.000 familias (por tanto, con un claro exceso de oferta) los precios de la vivienda subían tan rápido. Era el crédito fácil lo que estaba disparando los precios. En la actualidad no hace falta buscar explicaciones tipo burbuja, pues la diferencia entre la formación de hogares en los últimos años y la construcción de viviendas supera las 500.000 unidades. Existe un claro exceso de demanda que, de forma directa, podría explicar un aumento de precios.

Tercero, la economía está creciendo con rapidez. El PIB aumentó un 3,2% en 2024 y se espera que lo haga un 2,6% en 2025. Esta tasa sitúa a la economía española en el pódium del crecimiento de los países de la UE, e incluso en el mundial. Además, el empleo sigue creciendo rápidamente (un 2,4%) y marcando máximos de afiliación. Evidentemente, estos números son muy positivos, pero conllevan efectos colaterales menos deseables, entre ellos el aumento de la demanda de vivienda. Una parte sustancial del crecimiento se basa

en el sector servicios y, más concretamente, en el turismo. Esto genera externalidades como la masificación de los centros de las ciudades turísticas, el aumento de los pisos turísticos y la *disneyficación* de las ciudades.

Tipos de interés y ahorro

Y por si el aumento de los hogares y del ingreso disponible de los mismos no fuera suficiente, tenemos también una caída contemporánea de los tipos de interés que produce presión adicional sobre la demanda. Y ojo porque la presión podría aumentar. Hace unas semanas supimos que la tasa de ahorro de los hogares en 2024 había subido al 13,6%, la mayor de 2021 y por encima de la media europea. Las magnitudes actuales no son fruto del ahorro forzoso relacionado con el periodo del Covid-19 y se podrían transformar en compras de bienes duraderos (entre ellos viviendas) en los meses venideros.

Una forma de determinar el tamaño de una burbuja inmobiliaria es en relación el crecimiento de los precios con sus factores fundamentales (evolución de la demografía, renta disponible y tipos de interés) para ver cuánto crecen por encima de lo que se puede explicar con los fundamentales. En 2007 este cálculo daba sobrevaloraciones que oscilaban entre el 15% y el 45%. El último Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España sitúa la sobrevaloración entre un 1,1% y 8,5%.

De nuevo, la evidencia de burbuja es muy débil.

Es cierto que en esta situación hay personas que pueden tener expectativas irreales sobre lo que pueden crecer los precios de la vivienda en el futuro. Familias que anticipan sus compras ante el miedo de que los precios suban todavía más o inversores que compran viviendas pensando en grandes rentabilidades futuras. Pero incluso si esta situación resultara en una sobrevaloración poco justificada, las consecuencias de un cambio de ciclo no serían en absoluto similares a las de la crisis inmobiliaria de 2008. Las ratios crédito/valor son mucho más bajas que en 2007 y muchas familias que compran por mejora (tras vender su anterior vivienda) e inversores lo hacen al contado. De esta forma un cambio súbito en la evolución de los precios afectaría al capital invertido, pero no provocaría las consecuencias desastrosas de no poder pagar deuda o créditos hipotecarios. Oro parece, pato no es...

Catedrático de Economía en la UPF

El Banco de España ha situado la sobrevaloración de la vivienda entre un 1,1% y un 8,5%