

**Transversal**
José García MontalvoCatedrático de
Economía (UPF)

¿Burbuja o fundamentales?



El miércoles pasado la mayoría de la prensa se puso de acuerdo en destacar en las portadas el importante incremento de la compraventa de viviendas. Los calificativos eran diversos pero la comparación siempre era la misma: los años de la burbuja inmobiliaria. “La cifra más abultada en los últimos 18 años”, clamaba un medio, mientras otro titulaba: “Escala a nivel del crac de 2008”. *La Vanguardia* titulaba en portada: “La compra de pisos crece al ritmo de los años de la burbuja”. Cuando el 5 de septiembre el INE publique el índice de precios de la vivienda del segundo trimestre del 2025 volverán estos titulares, pues la información de otras fuentes, que ya poseemos actualmente, señala que los precios están creciendo entre el 14% y el 16% interanual. Una tercera similitud es el tamaño del descuento sobre el precio que pide el vendedor: en el 2007 era el 5,7%, similar al actual 6,1% y muy inferior al 13,6% del 2012, el peor momento de la crisis inmobiliaria.

Afortunadamente, y hasta el momento, estas son las únicas similitudes con la burbuja inmobiliaria de finales de los 2000. Las diferencias son sustanciales y muy evidentes. En primer lugar, mientras que durante la burbuja inmobiliaria de los 2000 el 60% de las viviendas que se vendían eran nuevas, en la actualidad sólo son el 22%. En segundo lugar, en la actualidad se terminan aproximadamente 100.000 viviendas mientras se forman unas 230.000 familias, con un déficit ya acumulado de unas 500.000 viviendas. El exceso de demanda genera aumento de precios sin necesidad de acudir más que al libro de economía básica. En los años de la burbuja, por contra, 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. Y esa explicación era que el exceso de crédito estaba proporcionando el aire para la formación de la burbuja. Y aquí tenemos una tercera diferencia significativa entre los dos periodos. En el 2007 el saldo de crédito para la construcción y actividades inmobiliarias alcanzaba el 44% del PIB, mientras que en la actualidad apenas llega al 5,8%. El crédito para adquisición de vivienda de las familias se situaba en el 62%, cuando ahora sólo representa el 30,8% del PIB. Lógicamente esta situación implica que las familias están mucho más saneadas financieramente que en la época de la burbuja. La proporción del crédito sobre el valor de la vivienda de las hipotecas está en el 65% y sólo un 10,9% superan el 80%, mientras que en la época de la burbuja la gran mayoría superaba el 100%.

Pero ¿hay burbuja? Conceptualmente hablamos de una burbuja cuando los precios de algún activo no pueden justificarse por sus fundamentales (dividendos y otros factores económicos) y/o cuando existen unas expectativas irreales (que no se cumplirán) sobre el crecimiento futuro de los precios. Desde la primera perspectiva, más macroeconómica, se puede concluir que en la actualidad el crecimiento del PIB, la creación de empleo, el aumento de la población y la bajada de los tipos de interés pueden explicar la gran mayoría de la evolución de los precios de la vivienda. Recordemos: el PIB aumentó un 3,2% en el 2024 y se

espera un 2,6% en el 2025; el empleo sigue creciendo rápidamente (2,4%); y la población ha crecido en 508.000 habitantes en el último año, según estimación del INE publicada el pasado jueves. La parte no explicable del crecimiento del precio de la vivienda, dependiendo de los factores que se consideran, oscila entre el 4% y el 8%. Esta situación es muy diferente al periodo de la expansión de los años 2000, cuando un 45% del incremento de los precios de la vivienda no podía ser explicado por factores fundamentales.

La segunda perspectiva, basada en las expectativas de incremento futuro de los precios, es más difícil de analizar puesto que no existe una estadística oficial que recoja su evolución. Ante la ausencia de información, en el 2006 realicé un análisis sobre las expectativas de los compradores de vivienda que mostraba con mucha claridad el tamaño de la burbuja. El 94,5% de los encuestados aseguraban que existía una burbuja inmobiliaria, pero pensaban que los precios, a pesar de estar muy sobrevalorados, crecerían al 23% en los siguientes 10 años. Estas expectativas poco racionales se veían aderezadas con una percepción distorsionada de la realidad: creían que el año anterior los precios habían crecido al 25% cuando, en realidad, lo hacían al 16,5%. Pero para lo que nos

Diferencias
El crédito para adquisición de vivienda de las familias se situaba en el 62% en el 2007; ahora representa el 30,8% del PIB

interesa en este artículo, vale la pena destacar que entre los que habían comprado el año anterior el motivo más destacado era que en el futuro las casas serían más caras. Aquí tenemos un fenómeno psicológico que, en la actualidad, también empieza a percibirse. Es lo que en inglés se denomina FOMO (*fear of missing out*) o miedo a perder la oportunidad de ser propietario. Por tanto, aunque desde una perspectiva macroeconómica no

existen motivos para pensar que existe una burbuja inmobiliaria, desde la subjetividad micro de los potenciales compradores de vivienda comienzan a darse algunos procesos psicológicos que precedieron a su formación en los años 2000.

No obstante, en este caso no habrá relajación en la concesión de hipotecas, BCE y Banco de España mediante. Además, algunos indicadores empiezan a señalar una ralentización del proceso de crecimiento de precios. En el segundo trimestre, según el informe de los registradores del pasado miércoles, los precios se han desacelerado. Además, si calculamos un indicador suavizado (medias móviles) del crecimiento de las transacciones de viviendas de los notarios, vemos que empieza a cambiar de tendencia. En los últimos dos ciclos este cambio precede al cambio que se observa en la serie del INE (que todavía muestra aceleración). Al final, el crecimiento de los precios ha acabado comiéndose la reducción de la cuota hipotecaria causada por la bajada de los tipos de interés, pero psicológicamente alimenta el miedo a que en el futuro la vivienda sea más inaccesible. Habrá que ver cuál de estos efectos tiene más importancia en las decisiones de los potenciales compradores de vivienda para determinar la evolución futura de precios y transacciones. |