



**Facultad de Administración y Dirección de Empresas**

**BURBUJA INMOBILIARIA ESPAÑOLA Y NUEVAS FORMAS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR**

**Alumno: Antonio Frutos Ramírez  
Directora: Rosa Martínez Cal**

**Madrid  
Marzo 2015**

## **I. Resumen**

El presente trabajo analiza la burbuja inmobiliaria en España a través de diferentes indicadores analíticos para dar respuesta a la hipótesis planteada: ¿Ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España?, cuestión a la que se debe responder con una afirmación positiva. Además, se estudiará otra hipótesis: ¿Se han creado nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario?, segunda interrogación planteada a la que se responderá nuevamente de manera afirmativa a través del análisis de las SOCIMIS y sus inversiones en estos últimos años en el sector inmobiliario español.

## **Palabras Clave**

Burbuja inmobiliaria, crisis económica, sector inmobiliario, SOCIMIS

## **Abstract**

This paper analyzes the real estate bubble in Spain through different analytical indicators to address the hypothesis, has the real estate bubble been completed in Spain? to be answered with a positive affirmation. It shall further consider if new forms of investment in the Real State Sector were created? Second hypothesis address, which has to be answered in an affirmative way, by the SOCIMIS and their investments in the recent years in the Spanish real estate sector.

## **Key Words**

Real estate bubble, economic crisis, real estate sector, REITS

## **II. Metodología**

La metodología utilizada para desarrollar este trabajo, y responder a las hipótesis planteadas, consiste en una revisión bibliográfica de fuentes de información tanto primarias como secundarias.

Dentro de las fuentes de información primarias que se van a analizar, destacan los artículos de investigación sobre el Sector Inmobiliario, noticias especializadas y estudios sobre el Sector por expertos. A través, de diversos documentos se tratará de analizar los principales indicadores del Sector Inmobiliario, viendo cuales son los indicadores que más se estudian en los artículos de investigación y que opiniones tienen diferentes expertos sobre la evolución de los mismos en el periodo de investigación.

Asimismo, se utilizarán fuentes secundarias, donde se accederá a bases de datos como el INE, el Banco de España, Sociedad de Tasación, para analizar como ha sido la evolución de los indicadores seleccionados para el estudio del trabajo. Dichas bases de datos proporcionarán datos necesarios para comparar la evolución del Sistema Inmobiliario desde 1998 hasta 2014. Observando, como fueron variando indicadores como el precio de la vivienda, la oferta y demanda de viviendas, el stock de viviendas creado durante la burbuja y otros indicadores, se podrá dilucidar si ha finalizado la burbuja inmobiliaria o si por el contrario continuamos en un periodo de expansión en el sector.

Por último toda la información recabada, a través de las fuentes de información primaria y secundaria, se utilizará para ver si las nuevas formas de inversión que se han creado para potenciar la inversión en el sector inmobiliario están siendo útiles para reactivar un sector vital para economía española. Todas las fuentes utilizadas en este trabajo se han obtenido principalmente buscando artículos especializados de diferentes expertos que, tanto por su vinculación laboral o en su caso profesores que por su labor de investigación, tienen un conocimiento excepcional acerca de este sector. Para su uso se han leído diversas investigaciones de dichos autores para sacar conclusiones comunes de todos ellos sobre los aspectos que atañen a la elaboración de este trabajo de investigación.

# Índice

## **I. Introducción**

## **II. Marco Teórico**

## **III. Principales indicadores analíticos de la burbuja Inmobiliaria**

3.1 Indicadores del Sector Inmobiliario

3.2 Indicadores Bancarios

3.3 Indicadores Socioeconómicos

## **IV. Consecuencias del fin de la Burbuja Inmobiliaria**

4.1 Consecuencias sobre promotoras y agencias inmobiliarias

4.2 El fin de la burbuja y los concursos de acreedores, especial referencia a Martinsa-Fadesa.

4.3 Futuro del sector inmobiliario

## **V. Nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario**

5.1 Concepto de SOCIMI y sus particularidades.

5.2 Fases para la constitución de una SOCIMI.

5.3 Atracción para inversores: Ventajas principales de las SOCIMIS

5.4 Análisis de las principales SOCIMIS en España.

## **VI. Conclusiones**

## **VII. Bibliografía**

## **VIII. Anexos**

## **Lista de abreviaturas**

IPC: Índice de precios al consumo

INE: Instituto Nacional de Estadística

PWC: Price Waterhouse cooper

BdE: Banco de España

SOCIMI: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria

MAB: Mercado Alternativo Bursátil

EPA: Encuesta de Población Activa

## **I. Introducción**

El propósito general del presente trabajo de investigación consiste, en dilucidar si ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España o si por el contrario seguimos inmersos en la misma. Además, se analizará si se han creado formas de inversión alternativas en el sector inmobiliario a las que había en la etapa de máximo crecimiento del sector, los años 1998-2005 aproximadamente.

Para ello trataremos de dar respuesta a las hipótesis planteadas:

- ✓ ¿Ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España?
- ✓ ¿Se han creado nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario?

Por ello, tras el análisis de las dos hipótesis planteadas, el trabajo permite colegir en primer lugar, que la burbuja inmobiliaria ha finalizado en España. Pues el análisis de los años de crecimiento desorbitado, a través de los indicadores del sector, ya no son tales y por tanto, que la burbuja inmobiliaria española llegó a su fin. En segundo lugar, el presente trabajo tratará de demostrar que se han creado nuevas formas de inversión en el sector a partir del año 2009 y más concretamente a partir del año 2012, cuando se modificó y potenció la ley para la creación de SOCIMIS, que ha generado un gran volumen de inversión en los últimos años.

De forma más concreta, este trabajo se va a estructurar en cinco partes diferenciadas, a saber:

En primer lugar un apartado introductorio, el que nos encontramos en la actualidad, y que pretende explicar el por qué y la importancia de realizar un trabajo de investigación sobre el tema en cuestión, cómo se va a estructurar y la metodología empleada para desarrollar el mismo.

Para poder comprender la naturaleza e importancia de este sector en España y el por qué de la realización de este trabajo, se debe comenzar exponiendo que el sector inmobiliario ha sido uno de los pilares en los que se ha basado el crecimiento de la economía española desde mediados del siglo XX, creando riqueza, contribuyendo a la

formación de empleo y al aumento del Producto Interior Bruto. Especialmente, a partir de la década de los 90 y hasta el año 2005, se produjo un crecimiento exponencial en el sector inmobiliario que alimentó la que posiblemente sea la mayor burbuja inmobiliaria que se ha surgido en la historia reciente de España.

En segundo lugar, se ha realizado un breve marco teórico definiendo el concepto de burbuja inmobiliaria, sus principales etapas y como las burbujas afectan a más de un sector de actividad.

En tercer lugar, se estudiarán una serie de indicadores analíticos que se dividirán en tres grandes grupos; Indicadores del Sector Inmobiliario, Indicadores Bancarios e Indicadores Socioeconómicos. El estudio de estos indicadores en diferentes etapas, primero una que comprende los años 1998-2005, que es la etapa en la que numerosos autores afirman que se fraguó la burbuja inmobiliaria española y, en segundo lugar, la etapa 2005-2014, que buscará afirmar como en un primer momento los indicadores que mostrarían que se creó una burbuja inmobiliaria ascienden a ritmo acelerado en esos años, para después dejar de crecer hasta empezar a decrecer como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria.

En cuarto lugar se analizarán las consecuencias que el fin de la burbuja ha tenido sobre sectores de actividad como los agencias inmobiliarias y promotoras, exponiendo ejemplos concretos de algunas de las principales promotoras del país y lo que ha supuesto para ellos el fin de la burbuja inmobiliaria. Además, y gracias a la ayuda de diversos autores, se expondrán algunas proyecciones sobre el futuro del sector, y las nuevas estrategias que deberán llevar a cabo agencias y promotoras inmobiliarias para superar la crisis inmobiliaria. Estos primeros apartados buscan dar respuesta a la primera de las hipótesis planteadas es decir, si ha finalizado la burbuja inmobiliaria, que en mi opinión habría que responder con una respuesta afirmativa.

En quinto lugar, se pretende explicar si se han creado nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario tras el fin de la burbuja inmobiliario y el comienzo de su crisis, donde se hará especial referencia a las SOCIMIS. Este apartado buscará dar

respuesta a la segunda de las hipótesis planteadas, es decir si se han creado nuevas formas de inversión en el sector inmobiliario.

Por último, en sexto lugar, se extraerán las principales conclusiones que se han obtenido al realizar el trabajo y si estábamos en lo cierto a la hora de responder a las hipótesis planteadas.

## **II. Marco Teórico**

El presente trabajo trata de dilucidar si ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España, y si se han creado formas de inversión tras la crisis inmobiliaria. Por ello, parece importante entender en primer lugar, a que nos referimos cuando hablamos de burbuja y cuales son las causas y características básicas del concepto burbuja.

Ruiz, (2013) definió burbuja como el incremento en el precio de un activo o activos de forma continuada en el tiempo. En este incremento del precio la autora diferencia dos etapas, a saber:

En un primer momento, el incremento del precio de un activo o activos genera expectativas positivas en el mercado, lo que genera el interés de nuevos inversores especialmente especuladores, que buscan maximizar sus beneficios y no piensan en el activo y su posible utilidad. El incremento del precio de los activos hace que dichos activos estén sobrevalorados y se alejen de su valor real.

En un segundo momento, y tras el fin de las expectativas positivas por parte de los inversores, los precios de dicho activo o activos comienzan a disminuir, lo que da lugar a una crisis de dicho activo, activos o sector. Este suceso se debe a que el aumento del precio en la etapa anterior crea un precio inalcanzable para inversores y consumidores lo que hace que consecuentemente el precio disminuya bruscamente.

El principal problema de las burbujas es que no solo afectan a un activo o clase de activos. Por ejemplo, el sector inmobiliario del que tratamos en este trabajo afecta a un gran número de industrias que están relacionadas con él, como el sector de las materias primas usadas en la construcción (cemento, hierro, hormigón), el sector de la electricidad o el sector bancario entre otros, que también contribuyen al PIB y crean riqueza y puestos de trabajo. Analizando específicamente el sector inmobiliario, podemos observar que el mercado de la vivienda es a la vez tanto un bien de consumo para las familias, como también un bien de inversión. Una de las características principales de los bienes de consumo es que van perdiendo valor a medida que se usan,

pero no así en el caso de las viviendas ya que el terreno es limitado, lo que hace que estos bienes aumenten su valor con el paso del tiempo, es decir que se aprecien. Por tanto no resulta difícil que se creen burbujas en el sector inmobiliario, que cuando estallan provocan una gran crisis financiera debido a su estrecha relación con otros sectores. (Ruiz 2013)

### III. Principales indicadores analíticos de la burbuja Inmobiliaria

Se analizará en este apartado los principales indicadores analíticos para poder confirmar que la burbuja ha llegado a su fin y que el sector inmobiliario español se encuentra en un periodo de crisis inmobiliaria.

#### 3.1 Indicadores del Sector Inmobiliario

##### a) El Precio de la vivienda en España.

En primer lugar se va a analizar el precio de la vivienda en España en el periodo comprendido entre 1998 y 2014 para ver si el precio se ha mantenido constante o se han producido fluctuaciones. Para hablar de fin de la burbuja, de acuerdo con el concepto de burbuja inmobiliaria visto con anterioridad, el precio de la vivienda debería haber crecido de forma significativa durante los años de la burbuja y haber descendido cuando finalizó la burbuja inmobiliaria, teoría que se baraja como más posible.

**Gráfico 1: Valor Nominal Vivienda Euros / Metro cuadrado**

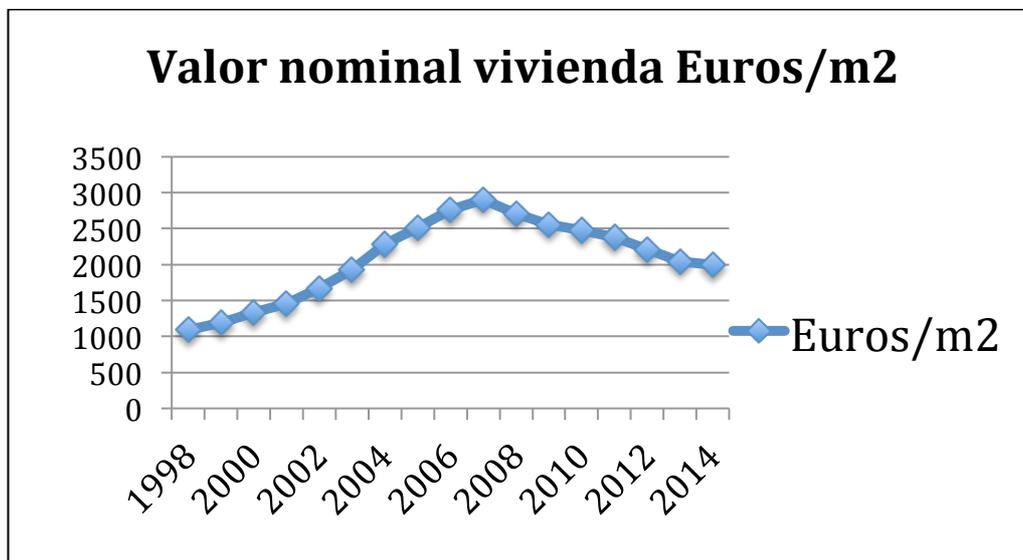


Gráfico: Elaboración Propia

Fuente: Sociedad de Tasación

El gráfico 1 muestra el valor medio de la vivienda en España por metro cuadrado en términos nominales en el periodo 1998-2014, según la Sociedad de Tasación, (2014). Analizando el gráfico se puede observar que en los años en que autores como Bernardos, (2009), Ruiz, (2013) hablan de creación de burbuja inmobiliaria, que son los

correspondientes a los años 1998-2005, el valor medio de la vivienda se incrementa de forma significativa. En 1998 el valor medio de la vivienda en España era de 1089 € el metro cuadrado y en el año 2005 el valor ascendía a 2516 € el metro cuadrado. Este incremento supone un 130% de subida en el valor medio de la vivienda en términos nominales en el periodo señalado.

Prosiguiendo con el análisis de este gráfico y tomando como punto de inflexión de cambio de ciclo inmobiliario, desde un periodo de burbuja inmobiliaria a un periodo de crisis inmobiliaria, el año 2006 a 2007 (Bernardos 2009) donde el valor medio de la vivienda continua creciendo, (2763 €/m<sup>2</sup> a 2905 €/m<sup>2</sup> respectivamente) será a partir del año 2007 cuando el valor medio de la vivienda comienza a descender pasando de 2905 €/m<sup>2</sup> a 2712 €/m<sup>2</sup> en el año 2008. Los años siguientes muestran un claro descenso en el precio del valor medio de la vivienda en España. Si se toma como referencia el punto álgido de 2007, donde el valor encontró sus máximos y analizando los resultados hasta el año 2014, donde el valor medio de la vivienda se sitúa en 1994 €/m<sup>2</sup> , se puede concluir que se produce un descenso de cerca del 45% en los años 2007 a 2014 consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria y el comienzo de la crisis inmobiliaria.

Los datos analizados con anterioridad han mostrado un gran incremento en el precio de la vivienda en un periodo de años comprendido entre 1998 y 2007, y cómo a partir del año 2007 comenzaban a descender. Según los datos del INE, (2015) los datos correspondientes a la variación anual del precio de la vivienda en tanto por ciento, en el periodo 1998-2009 son los siguientes:

**Tabla 1: Variación anual del precio de la vivienda en tanto por ciento según INE**

1998	5,1	2002	14,7	2006	9,8
1999	9	2003	15,8	2007	5,1
2000	12,5	2004	18,4	2008	-6,6
2001	8,8	2005	10,1	2009	-5,7

Fuente: INE Tabla: Elaboración propia

Estos datos se van a comparar con el aumento del valor de los principales bienes y servicios del país, ya que la mayoría de los salarios de los trabajadores españoles se ajustan anualmente a la evolución del conjunto de precios, que se recoge a través de un indicador conocido como IPC, y que es el índice más representativo del aumento del valor de los bienes y servicios de las personas residentes en España (INE 2015).

Según el INE, (2014) la evolución del IPC en el periodo señalado fue el siguiente:

**Tabla 2: Evolución del IPC según el INE**

Año	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
IPC	1,4	2,9	4	2,7	4	2,6	3,2	3,7	2,7

Año	2007	2008	2009
IPC	4,2	1,4	0,8

Fuente: INE

Tabla: Elaboración propia

Los datos expuestos con anterioridad muestran que, mientras que el IPC no ha sido superior en media al 3,5% en los años de máxima expansión del sector inmobiliario en España (1998-2006), con una cifra máxima de 4% en los años 2000 y 2002, la variación anual del precio de la vivienda se incrementaba de media 11,5 % en el mismo periodo, superando en el año 2004 el crecimiento del 18% mientras que en ese mismo año el IPC se situaba en 4%. Este análisis no deja duda de que el periodo 1998-2006 fue un periodo de burbuja inmobiliaria como señalaban los autores Bernardos, (2009) y Ruiz, (2013).

A mas a mas, sin ningún género de duda, la variación anual del precio de la vivienda muestra como se pasó de un periodo de burbuja inmobiliaria a un periodo de crisis inmobiliaria. En efecto, el incremento en los años anteriores al fin de la burbuja se puede situar a unos ritmos medios del 12% y por el contrario pasan del año 2006 al año 2007, de un crecimiento del 5% a un decrecimiento del 6,6% y continúa esa tendencia el año siguiente con otro decrecimiento de 5,7% respecto al año anterior.

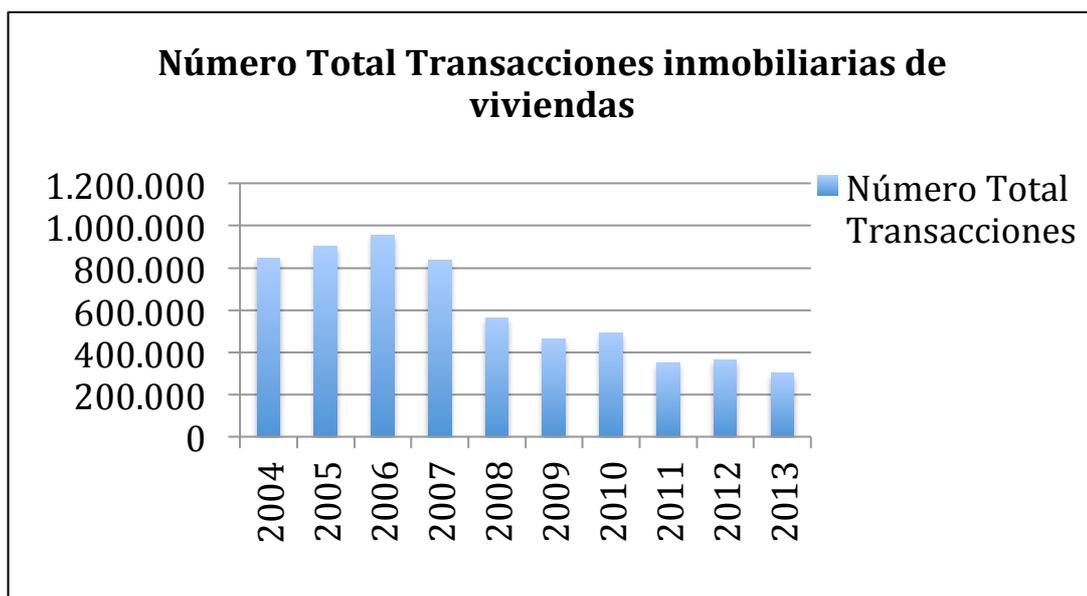
## b) Demanda y Oferta de vivienda.

En este segundo apartado parece conveniente analizar como han ido evolucionando la demanda y la oferta de viviendas por parte de familias y promotores respectivamente.

### b.1) Demanda de vivienda

En el caso de la demanda de viviendas por parte de las familias se tendrá en cuenta como ha ido evolucionando en el periodo 2004-2013 el número total de transacciones de vivienda, para que se refleje como descienden estas cifras cuando la burbuja inmobiliaria llegó a su fin y la demanda de viviendas comenzó a descender bruscamente.

**Gráfico 2: Número total de transacciones inmobiliarias de viviendas**



Fuente: Ministerio de Fomento

Gráfico: Elaboración propia

A la hora de analizar la demanda de viviendas, uno de los indicadores más utilizados es el número de transacciones inmobiliarias de viviendas. En este gráfico se va a analizar el número total de transacciones inmobiliarias de viviendas según los datos del Ministerio de Fomento, (2015). En 2004 este número se situaba en 848.390 transacciones y esta cifra fue aumentando hasta la época de máxima expansión de la

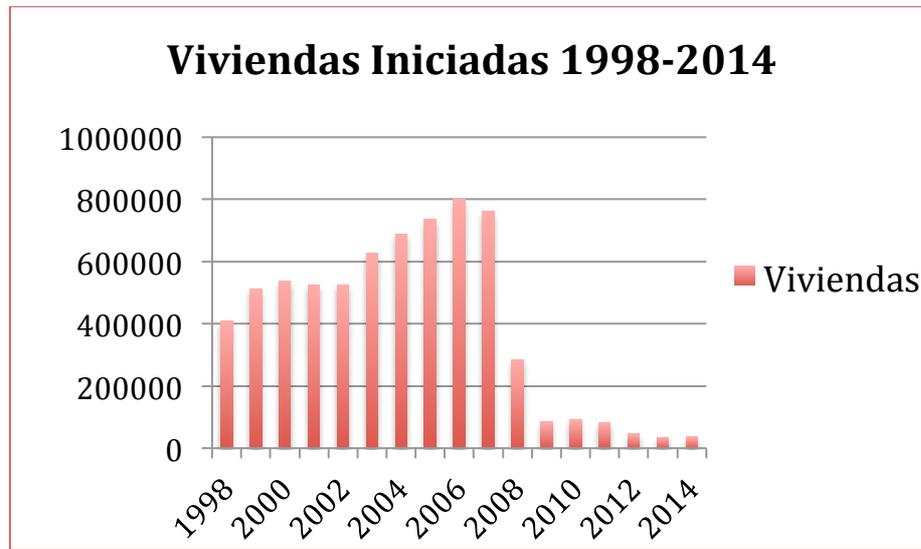
burbuja, 2006, cuando se alcanzó la cifra record de 955.186 transacciones de compraventa inmobiliaria. A partir de ese año se puede apreciar una caída progresiva del número de transacciones, cuyo mayor descenso se produce del año 2007 al año 2008, donde se desciende a 564.464 transacciones desde 836.871, es decir se realizan alrededor de 300.000 transacciones menos. Salvo en los años 2010 y 2012, en los que el número de transacciones aumenta en cerca de 25.000 y 10.000 transacciones respectivamente, las cifras bajan continuamente hasta situarse en 300.000 en el año 2013, año de menor número de transacciones de los últimos 10 años.

Una vez analizado como la demanda de viviendas asciende cuando la economía española se encontraba en plena burbuja inmobiliaria y desciende al finalizar la burbuja inmobiliaria, se va a analizar si sucede lo mismo con la oferta de viviendas por parte de los promotores inmobiliarios, para ver si realmente hay un fin de la burbuja y se reduce tanto la oferta como la demanda o esta reducción es un simple hecho aislado.

#### b.2) Oferta de viviendas

Algunos de los indicadores que pueden mostrar de manera más clara como en la etapa 1998-2005 se produjo una burbuja inmobiliaria y, sobre todo, como desde el 2006 hasta el 2014 se puso fin a esa etapa son los dos indicadores analizados en el presente apartado. En concreto estamos hablando, de el número de viviendas iniciadas y el número de viviendas acabadas, además del consecuente stock de viviendas creado en este periodo (Colom 2012).

**Gráfico 3: Número de Viviendas Iniciadas**



Fuente: Sociedad de Tasación

Elaboración propia

El gráfico número 3 muestra el número de viviendas iniciadas en España en el periodo de referencia según la Sociedad de Tasación, (2014). Como se puede observar, en 1998 el número de viviendas iniciadas por parte de los promotores inmobiliarios fue de cerca de 400.000 viviendas, una cifra que continuó creciendo en los años posteriores hasta situarse en el año 2006 en su cifra máxima de 800.000 viviendas iniciadas. Este incremento supone un aumento del 100 % aproximadamente en el volumen de viviendas iniciadas en los años 1998-2006. Teniendo en cuenta que dicho periodo es el que hemos considerado como periodo de burbuja inmobiliaria es entendible que el volumen de viviendas iniciadas creciera de manera desmesurada en ese periodo. A partir del año 2007 se puede constatar que el volumen de viviendas iniciadas se reduce drásticamente al pasar de 760.000 aproximadamente a menos de 300.000 en el año 2008. Dicha disminución, en menos de un año, supuso una caída en la iniciación de viviendas del 166% lo que hace pensar que en dichas fechas se puede situar el comienzo del fin de la burbuja inmobiliaria que había caracterizado los años anteriores.

Además, y siguiendo con el análisis comparado de los siguientes años, de 2008 a 2009 también vuelve a haber un descenso significativo en las viviendas iniciadas al reducirse cerca de 85.000 el número de viviendas iniciadas, lo que supone 215.000 menos que el año anterior. Estas cifras siguieron reduciéndose los años siguientes, hasta llegar a tan solo 35.800 viviendas iniciadas en el año 2014.

Es decir, desde el año 2006 y más en concreto desde el año 2007 se produjo una gran disminución del volumen de viviendas iniciadas que pasó de 798.700 en 2006, año de máxima iniciación de viviendas, a tan solo 35.800 viviendas ocho años más tarde. Por tanto, este indicador muestra de manera clara como sí se puede hablar sin ambages del fin de la burbuja inmobiliaria, pues promotores y constructores ya no quieren comenzar la construcción de viviendas debido a la escasa demanda y el fin del boom inmobiliario además del gran stock de viviendas que hay repartido por toda España.

No sólo el volumen de vivienda iniciada ha vivido un periodo de auge y posterior descenso, también el volumen de viviendas terminadas ha pasado por un proceso similar. Como muestra el gráfico 4, las viviendas terminadas en España en el periodo 1998-2014 también gozaron de una época de crecimiento en el periodo 1998-2007, años de creación de la burbuja inmobiliaria y comenzaron a descender a partir de entonces, cuando posiblemente finaliza el periodo de la burbuja inmobiliaria en España, según los datos de la Sociedad de Tasación, (2014).

**Gráfico 4: Número de Viviendas Terminadas**



Fuente: Sociedad de Tasación

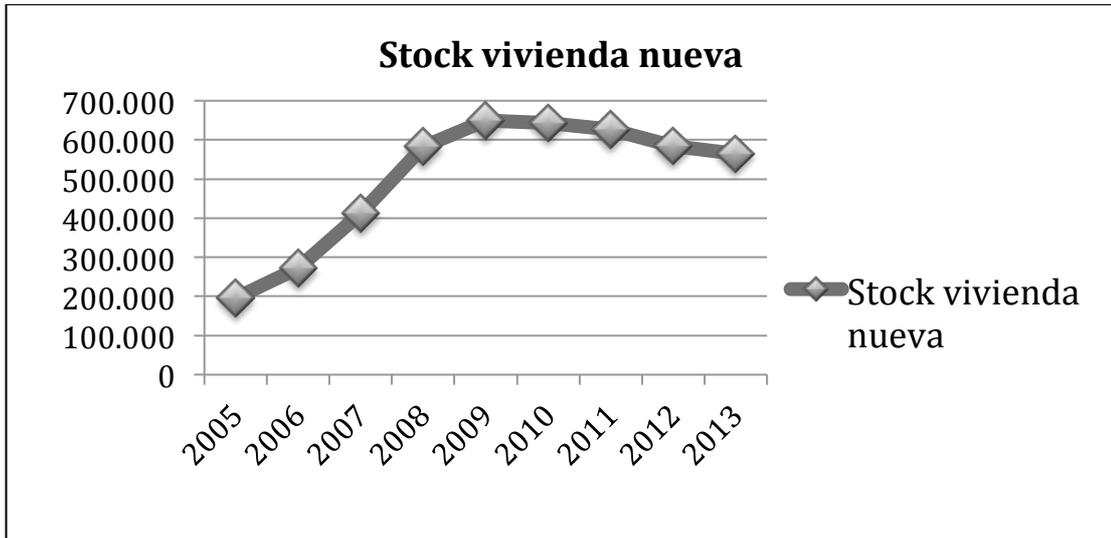
Gráfico: Elaboración propia

En 1998, el número de viviendas terminadas se situó en alrededor de 300.000, volumen que fue incrementando hasta el año 2007, cuando el número de viviendas se situó en cerca de 640.000. Esto supone un crecimiento de más del 100% en un periodo de 9 años, coincidiendo con los años en los que se gestó la burbuja inmobiliaria y la demanda de viviendas se incrementaba a pasos acelerados. Sin embargo, a partir del año 2007, el volumen de viviendas terminadas comienza a descender, situándose en 46.000 viviendas terminadas en el año 2014 frente a los 640.000 de siete años atrás. Este descenso supone comparativamente algo más de doce veces menos viviendas terminadas en un año frente al otro.

Si ya el análisis de los gráficos 3 y 4 determina de manera clara el fin de la burbuja inmobiliaria queremos resaltar una idea final en este apartado de la oferta inmobiliaria que corrobora aún más este cambio de tendencia. Resulta lógico presuponer que un menor número de viviendas iniciadas conlleva a que asistamos a un menor número de viviendas terminadas, pero no sólo eso. En efecto, también hay que destacar otra variable explicativa como es el hecho de que un gran número de promociones inmobiliarias se abandonaron y dejaron a medio construir por la situación crítica de algunas constructoras y los concursos de acreedores y quiebras en las que se vieron involucradas, que hizo que no fuera posible terminar las promociones y que como es lógico redujo aún más el número de viviendas terminadas, sobre todo a partir de 2008 (Colom 2012).

Por último, y para poner en relación la oferta y la demanda de viviendas en España, se ha analizado a través de los datos ofrecidos por el Ministerio de Fomento, (2015) la evolución del stock de viviendas nuevas desde el año 2005 hasta el año 2013.

**Gráfico 5: Stock de vivienda nueva**



Fuente: Ministerio de Fomento      Gráfico: Elaboración propia

Las consecuencias del descenso de la demanda a partir del año 2007, así como el gran volumen de viviendas iniciadas en pleno boom inmobiliario generaron un stock de vivienda nueva que se fue elevando de manera exponencial al finalizar la burbuja inmobiliaria como se puede ver en este gráfico. Según los datos del Ministerio de Fomento, (2015) el stock inmobiliario de vivienda nueva en el año 2005 era de aproximadamente 200.000 viviendas. En solo dos años el stock se dobló hasta las 400.000 viviendas, lo que se puede entender como una posible consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria para familias, promotores y especuladores que dejaron de comprar viviendas.

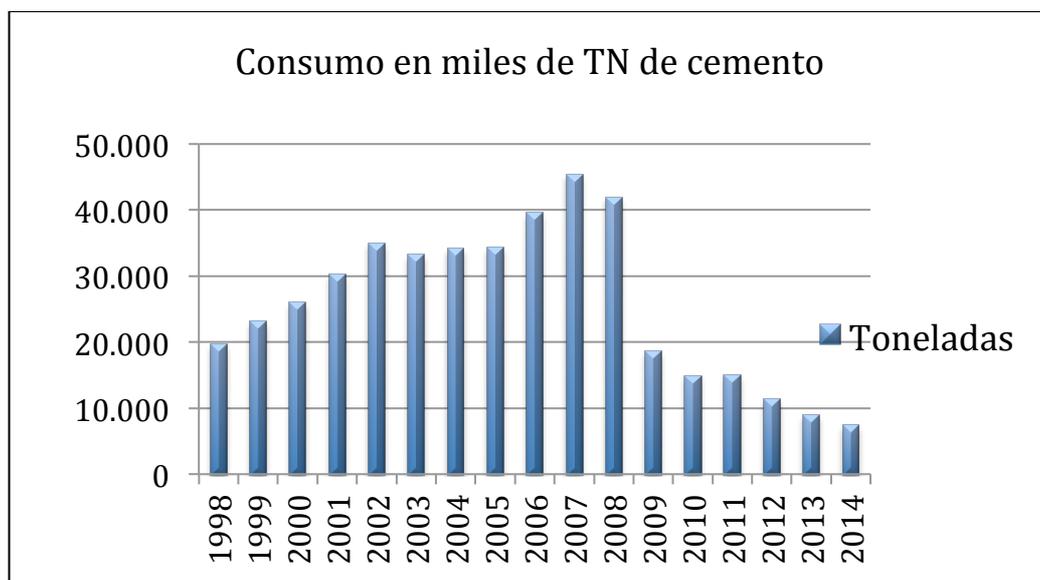
El número de viviendas iniciadas en el año 2006 fue el mayor de la serie, lo que dio lugar en cierto sentido a que en el año 2008 el número de viviendas terminadas fuera el mayor de su serie. Todo ello influyó en el stock inmobiliario que alcanzó su pico en el año 2009, con un stock de viviendas nuevas de 649.780. Los años siguientes comenzó a bajar el stock ya que se dejaron de iniciar viviendas, además de aquellas que quedaron a medio construir. Aun así, el número de transacciones de compra venta de viviendas como ya hemos visto anteriormente se sitúa en números muy bajos, incapaz por tanto para poder absorber el stock generado en la burbuja inmobiliaria. Por ese motivo el stock de viviendas empezó a descender en el año 2009 pero a pasos reducidos hasta situarse en 563.908 en el año 2013, es decir apenas 90.000 adquisiciones de viviendas

nuevas en 4 años, unas cifras que muestran el fin de la burbuja inmobiliaria y de la compra masiva de viviendas.

c) Cemento: el material de la construcción

A la hora de analizar diferentes indicadores que pueden ayudar a responder a la pregunta de si ha finalizado la burbuja inmobiliaria, numerosos autores hacen referencia al consumo de cemento en España. Ya que se trata de un indicador inequívoco, efectivamente si el consumo se encuentra en niveles elevados y continua creciendo se podría argumentar que la burbuja no ha llegado a su fin. Sin embargo si los niveles de consumo de cemento hubieran disminuido en los últimos años, como parece que ha sido el caso, podría argumentarse que el nivel de construcción de viviendas ha disminuido como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria.

**Gráfico 6: Consumo de cemento en miles de toneladas**



Fuente: INE

Gráfico: Elaboración propia

El presente gráfico muestra los niveles de consumo de cemento de España, en miles de toneladas, en el periodo 1998-2014 según los datos del INE, (2014). En este gráfico se puede observar como el consumo de cemento asciende de cerca de 20.000.000 toneladas en el año 1998 a más de 45.000.000 de toneladas en el año 2007. Este

incremento supone un consumo de cemento superior a un 125% en los años de máximo crecimiento de consumo de cemento pero a medida que ha llegado el fin de la burbuja inmobiliaria se ha ido desinflando. En este sentido, podemos comprobar que de máximos en 2007 de 45.000.000 de consumo de cemento, se ha pasado a tan sólo 7.300.000 toneladas en 2014, lo que supone una disminución en el consumo de cemento seis veces menos desde el año 2007 al año 2014.

Todos estos datos arrojan la certeza de que nos encontramos ante una crisis en el consumo de cemento a nivel doméstico. En este sentido se manifiesta un experto del sector como es el director general de Oficemen, Aniceto Zaragoza en una entrevista concedida en enero de 2015 en la que le preguntaron a cerca del sector y su posible evolución, y que se recoge aquí los puntos más importantes:

Según Zaragoza, y sobre la pregunta relativa al momento ha vivido en los últimos años el sector cementero, apunta: *“En los siete últimos años hemos caído hasta unos niveles de consumo de cemento que son casi idénticos a los de hace 50 años. Si bajaran aún más, nuestro tejido industrial, tal y como lo conocemos, sería imposible de mantener.”* *“Supongo que no podremos decir que la crisis ya es historia hasta que recuperemos los niveles de consumo propios de un país como España, que deberían rondar los 25 millones de toneladas, una cifra que no creemos que se recupere hasta 2022.”*

Sobre la pregunta del momento actual y futuro del sector del cemento este experto responde de la siguiente manera, *“Según las previsiones del departamento de Estudios Económicos de Oficemen, el consumo de cemento en 2014 no llegará a los 11 millones de toneladas, una cifra prácticamente idéntica a la alcanzada en 2013. El consumo per cápita se situará al cierre de 2014 en los 231 kg por habitante, una cifra similar a la del pasado año y que nos remonta al año 1962.”*

*“En un principio, debemos alegrarnos de que después de siete años de caídas ininterrumpidas de dos dígitos, el consumo al fin se estabiliza, pero lo cierto es que nuestra situación continúa siendo crítica. Nuestra previsión de crecimiento para 2015*

*es de sólo un 5 %, después de una caída acumulada de un 80% en los últimos siete años. Evidentemente, aún dependemos y dependeremos en los próximos años de las exportaciones para paliar las bajas cifras de consumo del mercado doméstico.”*

Todos los datos arrojados en esta entrevista demuestran que el sector está inmerso en una profunda crisis, que es consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria, al hablar de una caída acumulada del 80% en los últimos siete años, año en el que finalizó la burbuja inmobiliaria.

### **3.2 Indicadores Bancarios**

Los indicadores bancarios son claves a la hora de entender cómo fue posible que se creara una burbuja inmobiliaria como la que se creó, pero además son de gran ayuda a la hora de constatar que la burbuja inmobiliaria ha llegado a su fin. Por ello se ha tenido en cuenta en este apartado dos indicadores diferentes.

En primer lugar, se analiza la media ponderada de los préstamos a más de 3 años de las entidades financieras del mercado hipotecario, medido en el mes de enero de cada año, en el periodo 1998-2014.

Por otra parte, se evalúa el número e importe de las hipotecas concedidas en el periodo 2003-2014, donde se analizará tanto el número de hipotecas concedidas, lo que demuestra la demanda de hipotecas por parte de las familias además de la oferta de hipotecas por parte de bancos y demás instituciones financieras, como el importe en millones de euros de las hipotecas concedidas, lo que hace ver el gran volumen de financiación que eran capaces de absorber dichas instituciones y que evidentemente no les es posible absorber en la actualidad.

Antes de analizar los datos ofrecidos por el INE, (2014), y para comprender cómo afectan dichos indicadores al sector inmobiliario, se introducirá de manera breve la situación de las instituciones financieras en España en los años anteriores al fin de la burbuja inmobiliaria.

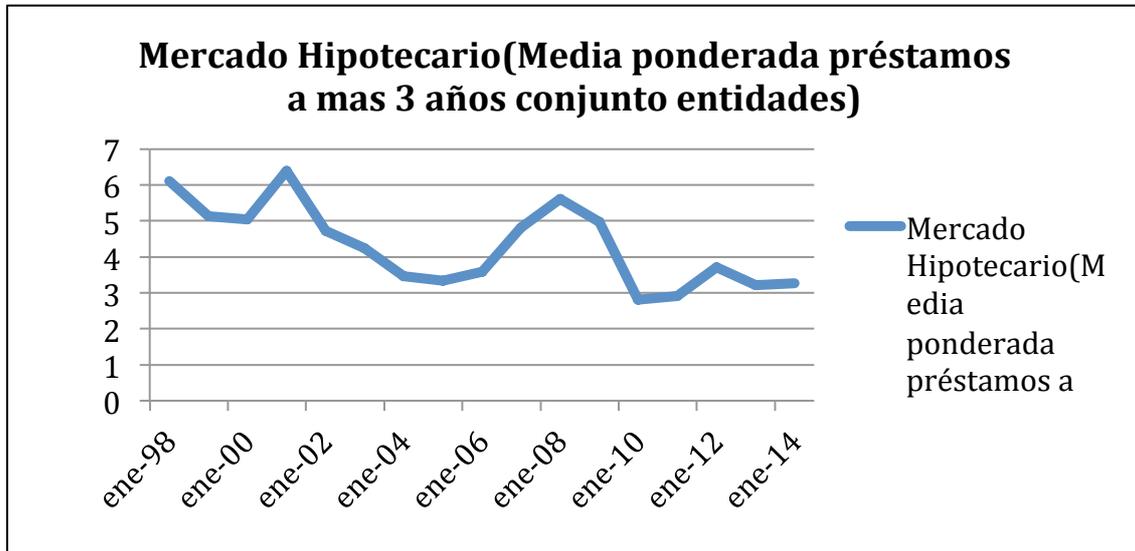
Según Bernardos, (2009) los bancos, cajas de ahorro y demás instituciones financieras jugaron un papel fundamental en la creación de la burbuja inmobiliaria. Durante el periodo 1998-2005, dichas instituciones concedían abundantes cantidades de crédito a familias y promotores, lo que propició un aumento record en la demanda y oferta de viviendas y con ello, el número de hipotecas concedidas por las instituciones financieras y demandadas por las familias.

Prosigue el autor argumentando que la elevada liquidez en la economía española afectó a las cajas de ahorro particularmente, ya que sus ambiciones de expansión y de hacer rentables las distintas sucursales que iban abriendo a lo largo del territorio español, así como la elevada competencia en el sector bancario debido al gran número de competidores, propició unas condiciones de financiación a los promotores y familias muy beneficiosas. Algunos de estos ejemplos significaban en el caso de las familias de financiaciones superiores al 100% de la vivienda, para realizar obras e incluso que les sobrara algo de dinero. En el caso de las promotoras significó condiciones de financiación por el 100% del importe del terreno además de todos los costes asociados a la construcción de la promoción inmobiliaria. Esta financiación ventajosa en las hipotecas que se concedían a las familias y promotores supuso como es normal un aumento en la demanda de hipotecas ya no solo a bancos, si no también a cajas de ahorro.

A su vez Ruiz, (2013) confirma que estas políticas de financiación a las familias y promotores por parte de las cajas de ahorro pronto afectó a los bancos del país, que podían o bien rendirse ante las políticas comerciales de las cajas de ahorro o seguirlas. La competencia entre bancos y cajas de ahorro en España produjo un exceso de liquidez aun mayor en el mercado, dónde se redujeron los márgenes por parte de las instituciones financieras, pero al aumentar la concesión de créditos el efecto fue positivo en los mismos. Por el lado de las familias y promotores disminuyeron las exigencias necesarias para que pudieran recibir créditos, lo que hizo que fluyera aun más el crédito. Entre las ventajas de las que se beneficiaron las familias y promotores durante los años 1998-2005 cabe destacar reducciones en el tipo de interés, alargamientos en las

devoluciones del capital e intereses y como hemos señalado financiación en algunos casos superiores al 100% del precio de la vivienda.

**Gráfico 7: Mercado Hipotecario de préstamos a más de 3 años**



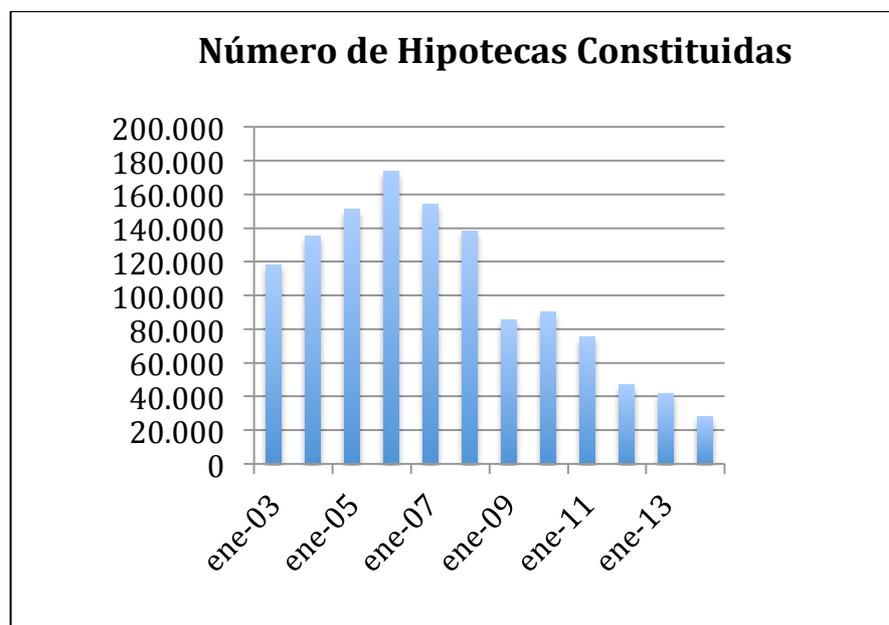
Fuente: INE Gráfico: Elaboración propia

Este indicador bancario muestra la media ponderada de préstamos a más de 3 años de todo el conjunto de entidades financieras del sector español en el mercado hipotecario según datos del INE, (2014). Se mide teniendo en cuenta el mes de enero de cada año que esta presente en la gráfica (1998-2014). Al inicio de la burbuja inmobiliaria, 1998 la media ponderada del conjunto de entidades en el mes de enero fue de 6,1%. Durante los primeros años de la burbuja inmobiliaria no hubo grandes fluctuaciones al situarse la media ponderada de los préstamos alrededor del 5, 5%. Todo cambió desde el máximo de la serie, en 2001, cuando la media ponderada se situaba en 6,4%. A partir de entonces las instituciones financieras comenzaron a rebajar los tipos de intereses del mercado hipotecario de manera consecutiva hasta el mes de enero de 2005, cuando se situaron los tipos en 3,33%. Esta medida fue tomada por las instituciones financieras desde enero del 2001 hasta enero de 2005 para fomentar la demanda de viviendas y el endeudamiento por parte de las familias y promotores como se ha señalado antes, lo que provocó en cierta medida la burbuja inmobiliaria por las expectativas de crecimiento y liquidez que había en el mercado. (Bernardos 2009). A partir del año 2006 comienzan a remontar los tipos de interés del mercado hipotecario

hasta situarse en el año 2008 en el 5,5% principalmente por el exceso de demanda de hipotecas por parte de las familias durante los años anteriores.

Por último, desde el desplome de la demanda y oferta de vivienda como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria los tipos de interés del mercado hipotecario se han reducido a mínimos de la serie pasando de un 5,5% en el año 2008 a un 2,81% en el año 2010. Los tipos no han subido mucho más desde entonces situándose cercanos al 3,2% los años siguientes. A pesar de estos tipos de interés tan bajos para fomentar la demanda de vivienda, a los que acompañan un reducido Euribor y un reducido tipo de interés por parte del BCE, el boom inmobiliario como se conocía ha terminado y se puede hablar de fin de la burbuja inmobiliaria, ya que ni con estas condiciones ventajosas se está consiguiendo reactivar el mercado inmobiliario (Colom 2012).

**Gráfico 8: Número de Hipotecas Constituidas**



Fuente: INE

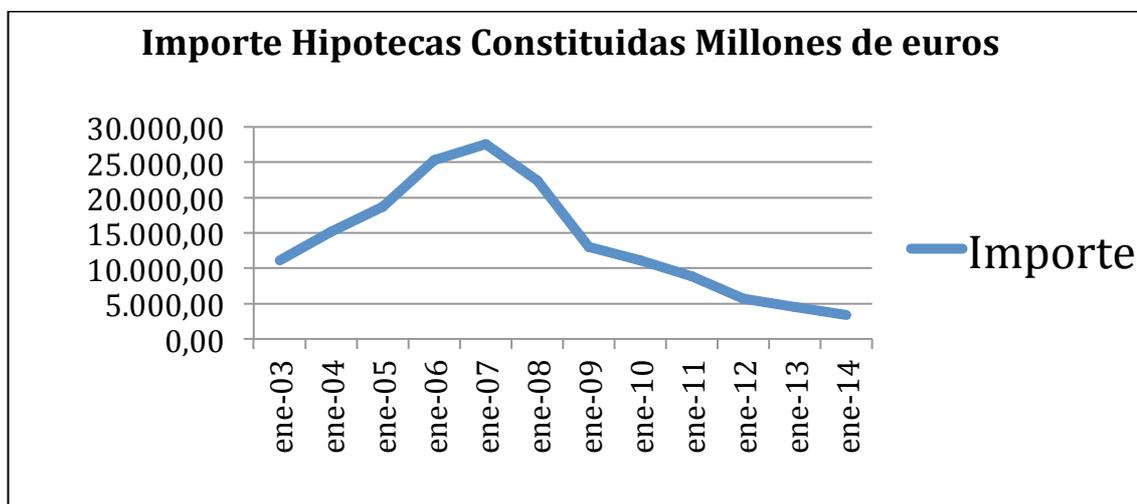
Gráfico: Elaboración Propia

El gráfico anterior muestra el número de hipotecas concedidas tomando como referencia el mes de enero, en el periodo 2003-2014 según datos del INE, (2014). Estos datos reflejan como en plena burbuja inmobiliaria el número de hipotecas concedidas por bancos y otras instituciones financieras creció rápidamente hasta llegar a situarse en

173.000 hipotecas en el mes de enero del año 2006, lo que supone un crecimiento de cerca del 46% desde el mes de enero del año 2003 principalmente por el exceso de liquidez que había en el mercado, tanto para familias como para instituciones financieras. A partir de ese año y con el estallido y fin de la burbuja inmobiliaria el número de hipotecas concedidas descendió a gran velocidad al situarse en el año 2014 en tan solo 28.269 en enero. Esto supuso una disminución de 7 veces el número de hipotecas concedidas en 2014 frente a aquellas concedidas en el año 2006 teniendo en consideración dicho mes.

De los datos anteriores se puede colegir que el fin del exceso de liquidez en el mercado afectó a ambas partes de la ecuación, familias que vieron descender sus rentas, subir los tipos de interés y disminuir las facilidades de acceso al crédito y que por tanto tenían más complicado el acceso a las hipotecas e instituciones financieras, que ante la falta de liquidez y de demanda de hipotecas por parte de familias, además de los riesgos que entrañaban prestar dinero redujeron el número de concesiones.

**Gráfico 9: Importe de hipotecas en millones de euros**



Fuente: INE

Gráfico: Elaboración propia

Otra cuestión que debe analizarse, por el interés explicativo que presenta, es la que hace referencia al importe en millones de euros concedidos en las hipotecas. Así, y también tomando en consideración el mes de enero de cada año, en los años 2003-2014, y que ayuda a entender como primero existe un periodo de crecimiento en el importe de

las hipotecas concedidas, debido al exceso de liquidez de la que gozaban las instituciones financieras, para después reducirse este importe de manera drástica debido al fin de la burbuja inmobiliaria y consecuentemente a la rentabilidad de este tipo de operaciones.

Como muestra el gráfico anterior, y según datos del INE, (2014) en el año 2003 el importe de las hipotecas concedidas por las instituciones financieras del país ascendían a cerca de 11.000 millones de euros en el mes de enero. El periodo de gestación de la burbuja inmobiliaria incrementó esta cifra en más de un 140% en apenas cuatro años, pasando a ser el importe de las hipotecas concedidas en el año 2007 de 27.500 millones de euros aproximadamente en un solo mes. Si bien estos datos muestran que el importe de hipotecas bancarias creció desmesuradamente en el periodo de la burbuja inmobiliaria, también dejan ver como esa etapa ha finalizado. Desde el año 2007 hasta el 2014 el importe de hipotecas concedidas se ha reducido en más de 9 veces, pasando a ser en el año 2014 de tal solo 3.400 millones de euros en el mes de enero.

Estos datos ponen de manifiesto nuevamente que el fin de la burbuja inmobiliaria ha llegado y que las instituciones financieras, que antaño concedían grandes cantidades de dinero a que las familias financiaran sus viviendas, han reducido de manera asombrosa esas cantidades.

### **3.3 Indicadores Sociodemográficos**

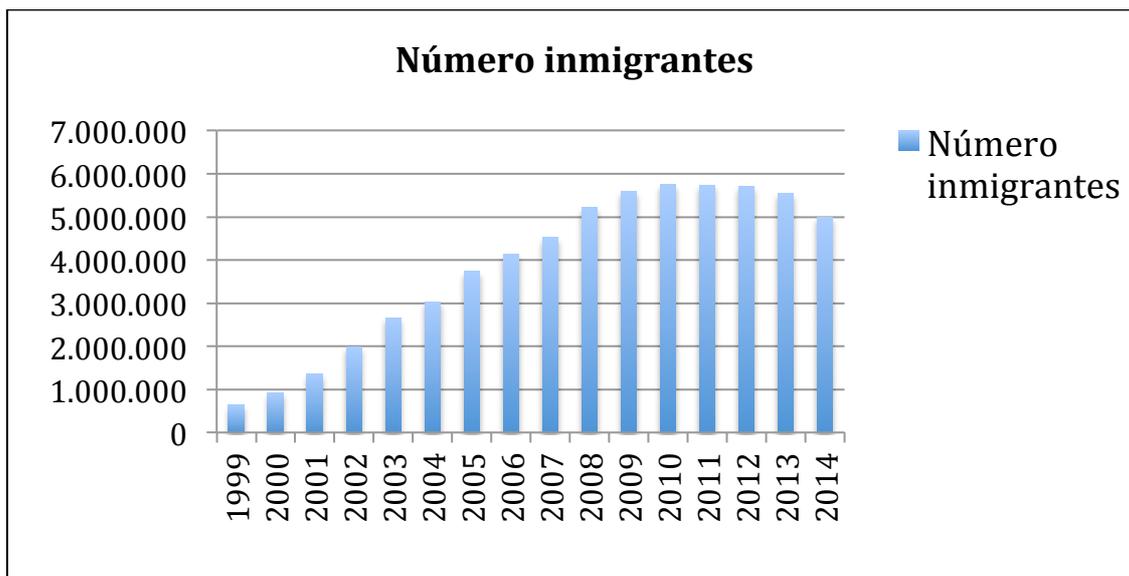
Para estudiar si ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España conviene tener en cuenta algunos indicadores de carácter sociodemográfico que sin duda alguna también tienen una gran capacidad explicativa a la hora de analizar esta cuestión. Dos en concretos son particularmente significativos.

#### **3.3.1) Factores demográficos: Especial referencia a la inmigración en España**

El primero de ellos es el cambio demográfico y social que supuso para nuestro país, hasta la crisis que se inicia en 2007, comenzar a ser una sociedad receptora de

inmigrantes, cambiando el curso que hasta entonces había caracterizado a España. Así, y cómo señalaban los sociólogos, Díez Nicolás y Ramírez Lafita, (2001) *”Se puede decir que se ha invertido definitivamente la tendencia no sólo de años sino incluso de siglos anteriores y de país emisor de población, España se ha convertido en uno de los países receptores de población extranjera”*.

**Gráfico 10: Número de Inmigrantes en España**



Fuente: Secretaria General de Inmigración y Emigración. Gráfico: Elaboración propia

Efectivamente, y atendiendo a los datos que proporciona la Secretaria General de Inmigración y Emigración en 1998 el número total de residentes extranjeros en España era de 637.085, lo que representaba un escaso dos por ciento del total de la población. Dicha cifra creció de forma exponencial como se puede observar en el gráfico hasta alcanzar casi seis millones de habitantes en el año 2010, lo que suponía el 12,2% de la población española. Esto supone multiplicar por casi diez el número de inmigrantes en doce años.

Esa cifra ha ido descendiendo paulatinamente como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria, ya que este sector y los sectores relacionados directa o indirectamente empleaban a un gran número de inmigrantes.

En el año 2014 alcanzan los 5.000.028 lo que los sitúa en el 10.7% de la población aunque ese número podría ser en realidad significativamente mayor, ya que no recoge a

los inmigrantes que se han ido acogiendo a las distintos procesos de nacionalización y desaparecen por tanto como inmigrantes. Lo que parece fuera de toda duda es que en la primera década del siglo XXI, numerosos inmigrantes de países menos desarrollados acuden a la llamada laboral que supone una actividad en el sector de la construcción e inmobiliario sin parangón. De forma más concreta, y atendiendo al perfil sociodemográfico de la mayoría de los inmigrantes varones (jóvenes y con baja cualificación profesional), se ubican laboralmente de forma mayoritaria en este sector de actividad.(De Nicolás y Ramírez 2001)

Pero otra perspectiva analítica, que conviene tener en cuenta también, es que los distintos procesos de reunificación familiar han propiciado la aparición de nuevos hogares que constituyeron en esos años una demanda importante en el sector inmobiliario, con la adquisición de viviendas sobre todo de nueva construcción. Aunque posteriormente y con la importante caída de la tasa de actividad laboral especialmente en ese sector han sido uno de los segmentos sociales más castigados por la crisis. Y por ello, en los últimos años de la crisis se comienza a percibir una pérdida progresiva de población inmigrante, como se puede comprobar en el gráfico anterior.

En efecto, los datos apuntan a un crecimiento significativo del número de inmigrantes en los años previo de la crisis, un posterior proceso de estancamiento, que abarca desde el año 2009 hasta el 2012, y a partir de ese momento una caída aguda en su número durante los años más duros de la crisis, especialmente por la fuerte incidencia que mostrado en las tasas de actividad laboral. Habrá que esperar a sucesivas series para colegir si se trata de un punto de inflexión atribuible a la crisis o por el contrario se confirma la tendencia apuntada desde el año 2012 en la se constata que nuestro país nuevamente ha dejado de ser país receptor de población inmigrante.

### 3.3.2) Evolución de tasa de paro

Otro indicador que ha parecido conveniente incorporar a este trabajo por la alta capacidad explicativa que tiene respecto al análisis del fin de la burbuja inmobiliaria es la evolución de la tasa de paro desde los años previos a la crisis hasta la fecha, ya que

muestra de forma inequívoca como miles de puestos de trabajos que se habían creado con la burbuja inmobiliaria desaparecen. En concreto, y según Invertia, (2011), la legislatura de Presidente Aznar generó cerca de 965.000 puestos de trabajo en el sector de la construcción de 1996 a 2004, a los que hay que sumarles los cerca de 530.000 puesto de trabajo en el sector de la construcción que se crearon con la legislatura del Presidente Zapatero del año 2004 al año 2007. En el año 2011, cómo nos sigue mostrando Invertia, todos los puestos que se habían creado en el sector de la construcción durante la burbuja inmobiliaria se destruyeron con el fin de la misma. En efecto, podemos evaluar que hasta un total de 1,5 millones de puestos de trabajo vinculados con el sector inmobiliario se destruyeron en apenas 4 años, puestos que cómo ya hemos señalado costaron crearse más de 10 años.

Así, si analizamos la evolución de la tasa de paro general en España desde 1998 hasta el año 2014 (Gráfico siguiente) se corroboran los datos anteriores.

**Gráfico 11: Evolución de la tasa de paro en España**



Fuente: EPA

Gráfico: Elaboración propia

En efecto, el análisis del gráfico permite comprobar cómo la tendencia descendente en la tasa de paro, que se inicia en el año 1998 y que se mantiene a lo largo de aproximadamente diez años, se interrumpe de forma abrupta en el año 2009 cuando la tasa de paro se incrementa en prácticamente ocho puntos. En 1999 la tasa de paro se

situaba en el 15%, y descendió hasta el 8,25% en el año 2007 último año de la burbuja inmobiliaria, dónde se crearon numerosos puestos de trabajo en ese sector. Desde ese momento, su tendencia al alza no hace sino poner en evidencia la gravedad y la profundidad de la crisis española en general y del sector inmobiliario en particular, que ha dejado a miles de españoles fuera del mercado laboral con las gravísimas consecuencias no sólo económicas sino también sociales y políticas que ello conlleva. Del año 2007 al año 2013 la tasa de paro se multiplica por tres al pasar del 8,25% a cerca del 26%, fruto en gran medida de la gran cantidad de puestos que señalábamos con anterioridad que se destruyeron en el sector de la construcción.

Efectivamente, la caída de la actividad económica especialmente en el sector de la construcción y el desplome de empleos tanto directos como indirectos que ello ha acarreado lleva a preguntarse si finalmente nos encontramos no sólo ante una crisis sino más exactamente ante el fin de un modelo productivo en nuestro país.

Sin ningún género de dudas, las tasas de paro que lleva soportando la sociedad española, además del drama social e inestabilidad institucional que ello conlleva, se traduce lógicamente en la nula demanda para la adquisición de vivienda de primera mano o usada.

## **IV. Consecuencias del fin de la Burbuja Inmobiliaria**

Como se ha analizado en el apartado anterior a través de diversos indicadores analíticos el fin de la burbuja inmobiliaria afectó a diversos sectores de actividad, y en consecuencia a las familias. Dicho lo anterior, si hay un sector que pudo verse más afectado que los demás ese es el propio sector inmobiliario, especialmente las promotoras y agencias inmobiliarias. Es por ello que en el actual apartado nos hemos centrado en estas dos tipos de actividades, para ver que supuso para ellos el fin de la burbuja y sobre todo para añadir más pruebas objetivas de que el fin de la burbuja fue un hecho, y que supuso el fin de muchas de estas empresas y una crisis sin precedentes en nuestro país.

### **4.1 Consecuencias sobre promotoras y agencias inmobiliarias**

En primer lugar se analizará como afectó el fin de la burbuja inmobiliaria a las promotoras. Los indicadores que afectan a las empresas promotoras fueron, una bajada del precio de la vivienda, una disminución de la demanda de viviendas y en consecuencia un aumento del stock y reducción de las transacciones, una reducción de la liquidez y por tanto subida de los tipos de interés lo que conllevó a que la rentabilidad de las operaciones de promociones inmobiliarias se redujera de manera drástica y que por tanto afectó al pago de las deudas que habían contraído con las instituciones financieras del país (Bernardos 2009).

El sector inmobiliario tiene un ciclo de producción distinto al de otros sectores de actividad. Se caracteriza por “la inmovilización de su materia prima, el suelo” (PWC 2014) lo que supone que su paralización durante un periodo de tiempo considerable hasta que las viviendas son ofertadas. Dichas inmovilizaciones suelen ser de cómo mínimo un periodo de 24 meses y habitualmente se prolongan en el tiempo. Por ello los promotores inmobiliarios durante la época de la burbuja inmobiliaria acudían a los bancos y otras instituciones financieras para que financiaran la compra y construcción del suelo como hemos visto con anterioridad. Pero todo ello tenía un problema, los

gastos de financiación mas la devolución del principal eran fáciles de devolver cuando los precios y la demanda de las viviendas no hacía mas que ascender.

Cuando finalizó la burbuja inmobiliaria, con la consecuente caída de los indicadores señalados con anterioridad, los promotores comenzaron a no poder hacer frente a las deudas que habían contraído con las entidades financieras y llegó la situación de insolvencia para algunas de ellas. Todo ello produjo además que fuera muy complicado para las promotoras acceder al crédito para la promoción de viviendas o préstamos financieros debido al gran volumen de deuda que presentaban en sus balances. Las instituciones financieras movieron ficha en la época 2008-2014 y trataron de gestionar los créditos que tenían con los promotores, para adelantar el pago de los mismo o por lo menos conseguir su cobro en el caso de los promotores más perjudicados. Dicho esto, y según los últimos estudios del BdE, (2014) las instituciones financieras apenas han reducido 5.000 millones su exposición al crédito hipotecario desde el año 2007, es decir apenas un 2% de su exposición a dichos productos.

**Gráfico 12: Número de Concursos en el Sector Inmobiliario**



Fuente: PWC      Gráfico: Elaboración propia

El presente gráfico muestra el número aproximado de concursos de acreedores de empresas del sector inmobiliario según los datos del baremo de PWC, (2013). El número de concursos de empresas relacionadas con el sector inmobiliario crece exponencialmente a medida que la burbuja inmobiliaria llega a su fin al pasar de cerca de 70 concursos de acreedores relacionados con sector inmobiliario en el año 2007 a

más de 800 en el año 2011. Todo ello muestra la importancia de crear empresas inmobiliarias más grandes y fuertes con capacidad de crear sinergias y gestionar activos y deuda de manera conjunta.

Según Bernardos, (2009), las agencias inmobiliarias se vieron afectadas primariamente por la drástica bajada de las ventas de viviendas, sus ingresos como consecuencia se vieron minados obligando a cerrar a muchas de ellas. En el año 2008 los ingresos de estas agencias apenas suponían el 15% de los ingresos que habían conseguido dos años antes, en 2006. Si bien es cierto que muchas empresas se vieron obligadas a cerrar, hay que remarcar que muchas de estas empresas se habían constituido en los años anteriores por motivos especulativos (especialmente por el constante aumento del precio de las viviendas, lo que hacía muy sencillo venderlas en periodos de tiempo muy corto y ganar con ello comisiones rápidas) y por las altas rentabilidades del sector en los años 1998 al 2006.

Por su parte Molet, (2013), fundador de Red de Expertos Inmobiliarios asegura que *“el 84% de las agencias inmobiliarias han cerrado por la crisis desde 2006”*. Prosigue el autor argumentando que a partir del año 2007 y con el estallido de la burbuja inmobiliaria solo pudieron sobrevivir a la crisis inmobiliaria aquellas agencias más profesionales. Es decir aquellas agencias que tenían recursos suficientes para encontrar la poca demanda existente en aquel momento y la cantidad de dinero que esa demanda estaba dispuesta a pagar, los productos que se demandaban. Se refiere a un tipo de agencias que él denomina agencias *“de barrio”* que llevaban instaladas en el sector más años, tenían mas experiencia y que no comprometían en exceso sus negocios. Además muchas de estas empresas compartían operaciones con otras agencias así como bolsas de viviendas y muchas de ellas se especializaron en un tipo de producto inmobiliario específico como pueden ser locales comerciales, garajes o viviendas de lujo. Por ello, las agencias que se crearon en la época de máxima expansión del sector y que operaban en solitarios son las que se han visto abocadas a cerrar.

El experto cifra el número de empleos destruidos con la crisis inmobiliaria en 105.000 en los últimos seis años, es decir unas pérdidas de puestos de trabajo que suponen reducir de 147.000 personas a tan solo 42.000 el número de personas que trabajan en agencias inmobiliarias.

## **4.2 El fin de la burbuja y los concursos de acreedores, especial referencia a Martinsa-Fadesa.**

Si en el apartado anterior se hacía referencia de forma más general a las principales consecuencias del fin de la burbuja inmobiliaria para empresas relacionadas con ese sector, en el presente apartado se busca poner ejemplos específicos de la situación que viven algunas de las que fueron las principales constructoras de este país.

En primer lugar, para hacerse una idea de la abultada deuda que contraían las constructoras españolas como consecuencia de unas condiciones de financiación inmejorables, y de la burbuja inmobiliaria que se generó en el país, se ha analizado el ranking de los mayores concursos de acreedores de España, para confirmar que está compuesto en los primeras posiciones por empresas dedicadas a la construcción. Según Invertia, (2013) los puestos los ocupan en primer lugar Martinsa-Fadesa , en segundo lugar Reyal Urbis, en tercer lugar Habitat y en cuarto lugar Sacresa. Todas ellas empresas dedicadas al sector inmobiliario que como consecuencia del fin de la burbuja se vieron obligadas a solicitar el concurso.

En particular se analiza el caso de Martinsa-Fadesa, una de las mayores empresas Inmobiliarias de España que en el año 2008 solicitó el concurso voluntario de acreedores con una deuda de aproximadamente 7.000 millones de euros.(El economista 2015)

Un año antes, en 2007 la empresa surgía de la compra de Fadesa por parte de Martinsa, por un precio de 4.045 millones de euros. Ese año las cuentas de resultados consolidadas publicadas por Martinsa-Fadesa presentaban los siguientes datos como consecuencia de la compra. Un activo total que pasaba de 843 millones de euros en 2006, a 9.732 millones en 2007, un patrimonio neto que ascendía de 320 a 1758 millones de euros en 2007 y sobre todo una deuda neta que se incrementaba de 116 millones de euros e 2006 a 5.153 millones de euros en 2007 y por último unos ingresos que ascendían desde los 139 millones de euros en 2006 a 1.149 millones de euros en 2007. Estos datos la convirtieron en una de las mayores empresas constructoras del país

pero el fin de la burbuja inmobiliario hizo que la empresa entrara en concurso el año siguiente. (Cuentas anuales Martinsa-Fadesa 2007).

La disminución en las transacciones de viviendas consecuencia de la crisis inmobiliaria y la disminución del precio de la vivienda como hemos visto en los indicadores analíticos son dos de las variables con mayor capacidad explicativa de la situación a la que se vio abocada esta empresa. Aunque su Presidente, Fernando Martín, no lograra ni siquiera imaginar en octubre de 2007 cuando afirmaba que *“en dos años, el precio de los pisos volverá a subir de forma vertiginosa”*. Este análisis tan poco ajustado a la realidad sobrevenida supuso que la compañía se viera abocada a pedir el concurso de acreedores en el año 2008. Tres años más tarde, en marzo de 2011, la empresa conseguía salir del concurso de acreedores tras refinanciar la deuda con las instituciones financieras. Aun así, y como se ha visto en los indicadores analizados con anterioridad, el precio de la vivienda y la demanda de vivienda no fueron recuperándose en los años 2011-2014 y la compañía aunque siguió con su actividad normal incurrió en grandes pérdidas en los años posteriores a la salida del concurso. (Expansión 2015)

En el año 2014, la compañía consiguió mejorar su cifra de negocio hasta los 130 millones de euros aumentándola un 18% frente al año anterior. La facturación de la compañía en ese mismo año correspondiente a 1.584 viviendas supuso conseguir aumentar la cifra en más del doble que en el año 2013. Además, la inmobiliaria cerró 2014 con unas pérdidas de 313 millones de euros mejorando el resultado frente al año anterior dónde perdió un 52% más. (5 días 2015)

Pero todo ello no ha sido suficiente para que hace apenas unos días, el dos de marzo de 2015 el consejo de administración de Martinsa-Fadesa haya solicitado formalmente al juez la liquidación de la compañía. Una empresa que surgió en pleno boom inmobiliario con activos por valor de casi 10.000 millones de euros en el año 2007 y que no ha llegado a sobrevivir ni 8 años debido al fin de la burbuja inmobiliaria, donde dejará un agujero patrimonial de 4.600 millones de euros. Martinsa-Fadesa cuenta en la actualidad con activos valorados en 2.393 millones de euros y un pasivo de 6.995 millones de euros según los datos publicados por la CNMV, (2014). De ese total de

pasivo, 3.200 pertenecen a diversas deudas que la compañía tiene con instituciones financieras. (La opinión 2015).

### **4.3 El futuro del Sector Inmobiliario**

Como se ha visto a través de los indicadores analizados, el sector inmobiliario ha vivido desde el año 2007 una época de cambio convulso que se ha ido consolidando a lo largo de los años, y que lógicamente va hacer variar la estrategia y negocio de las empresas relacionadas con él de manera acelerada y profunda. Fruto de los altos volúmenes de deuda que tienen la inmensa mayoría de las constructoras se puede presagiar que las instituciones financieras continuarán teniendo un papel relevante en las decisiones que tomen estas empresas, estableciendo nuevas reglas de mercado, y las constructoras deberán adaptarse a esta nueva situación.(Colom 2012)

En este sentido no podemos pasar por alto la entrada de nuevos jugadores que, a través de estructuras de inversión distintas a las establecidas por las instituciones financieras, están teniendo y seguirán teniendo un papel importante en la evolución de este sector. En concreto, primero fueron los fondos buitres, los que en el año 2013 se fijaron en España como país para invertir en activos inmobiliarios. Estas inversiones se fundamentaban en la compra de activos inmobiliarios baratos y de la gran oportunidad que suponían para obtener altas rentabilidades. A partir de 2015 se espera la entrada de nuevos jugadores, los fondos de inversión de valor añadido, cuyas rentabilidades son menores a los anteriores, pero que tienen vocación de conservar los activos en el medio y largo plazo. (Expansión 2015)

Según el informe de PWC, (2013) *“El mercado inmobiliario es uno de los más atomizados de la economía española, en parte, por el efecto llamada que tuvo durante los años del boom atrayendo a inversores oportunistas. Una vez desaparecido este factor externo al negocio natural inmobiliario, y por tanto, cuando la demanda sólo responda a fundamentales socio-económicos, existe un consenso generalizado entre los expertos del sector sobre algunas de las características del negocio promotor del futuro que los nuevos actores ya están considerando y donde los actuales deberán reubicarse.”* Como hemos visto con anterioridad fruto del fin de la burbuja inmobiliaria,

numerosas promotoras inmobiliarias entraron en concurso de acreedores, por tanto sería lógico que estas empresas se concentraran y formaran grupos más grandes con mayor acceso al crédito, mayor capacidad para negociar con acreedores y mayores volúmenes de ventas y operaciones. Además para que estas empresas sean viables a largo plazo deben apostar por la especialización en mercados característicos y concretos. Para ello según los expertos de PWC, (2013) es necesario distinguir entre “*promoción inmobiliaria y negocio patrimonialista*”

Comencemos por el negocio inmobiliario, que en los años de burbuja inmobiliaria se centro en promociones de vivienda libre, cuya rentabilidad era muy alta. Estas rentabilidades generaron un exceso de promociones inmobiliarias que en la actualidad se ha convertido en un stock de viviendas muy elevado en España. Por tanto realizar una nueva promoción inmobiliaria sin miedo a que quede desierta sólo es posible con una gran experiencia en el mercado en el que se focaliza, sabiendo que responde a lo que los clientes buscan en la actualidad. Además de ello es muy posible que numerosas promotoras inmobiliarias busquen nuevos productos como la comercialización de viviendas en alquiler, garajes, centros comerciales. Finalmente cabe destacar las labores del Gobierno para potenciar promociones y edificios eficientes desde el punto de vista energético, con incentivos fiscales, líneas de financiación y que se deberán tener en cuenta a la hora de realizar promociones para potenciar unas condiciones de financiación más baratas a la par que una creciente demanda preocupada por el desarrollo sostenible. (PWC 2013)

Por su parte el informe de KPMG, (2015) aconseja para el negocio inmobiliario una formula de “*capital + financiación + gestión*” a la hora de realizar nuevas promociones inmobiliarias por parte de las promotoras lo que supone gran experiencia en este sector para aprovechar la nueva etapa de crecimiento que va a vivir España los próximos años, además de nuevas formas de financiación sostenible no solo bancaria si no de nuevos agentes, como fondos de inversión y una gestión óptima por parte de las empresas dedicadas al negocio inmobiliario.

El informe de PWC, (2013) también hace referencia al negocio patrimonialista, que debe adaptarse a su vez a las nuevas condiciones del mercado inmobiliario. Al igual que en el sector promotor, debe buscar la concentración para poder generar sinergias al

gestionar desde una misma plataforma todos los activos que tengan varias compañías y que puede ayudar a aumentar la rentabilidad de dichas empresas. A su vez es importante también, la creación de valor añadido que sea percibido por los diferentes inquilinos que conforman las carteras, ya que la exigencia de la demanda es fuerte y la relación y trato con los mismos debe ser excelente. Por último y como método complementario para crecer por parte de estas compañías, la internacionalización puede ser una fuente de rentabilidad para las mismas, al entrar nuevos actores en este sector que pueden tener un conocimiento más global del mercado.

Por último, el informe de KPMG, (2015) señala que además de las ideas analizadas con anterioridad sobre las promociones inmobiliarias y el negocio patrimonialista, es necesario que se analicen nuevas formas de inversión que han surgido con la crisis inmobiliaria que tienen un componente más financiero y que ha protagonizado la entrada de nuevo inversores las llamadas SOCIMIS, y que por su especial interés se desarrollarán en un punto separado.

## **V. Nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario**

El último punto de desarrollo del trabajo pretende dar respuesta a la segunda de las hipótesis planteadas, es decir si se han creado nuevas formas de inversión en el sector inmobiliario, y en este sentido se va a analizar un instrumento de inversión nuevo que se ha desarrollado a partir del año 2009 (cuando la burbuja inmobiliaria había llegado a su fin) y que está muy de moda en la actualidad por el gran volumen de inversiones que están realizando.

### **5.1 Concepto de SOCIMI.**

Según la ley 11/2009 por el que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario las SOCIMIS son aquellas sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social principal es la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Además de este objeto social la ley destaca en su artículo 3 como objeto social la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI ó entidades extranjeras similares, así como de otras sociedades cuyo objeto social sea el mismo y estén sometidas al mismo régimen fiscal y de inversión. Y por último la tenencia de participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003.

Se debe destacar que un objeto social tan amplio, aumenta las posibilidades para crear nuevas estructuras inmobiliarias más rentables y eficaces que va a potenciar la inversión de todas las personas interesadas en el sector inmobiliario, sea bien porque tengan su patrimonio invertido en el mismo, o porque estén interesados en invertir su dinero en el mismo. Todo ello porque este nuevo marco abre la posibilidad de crear Socimis de Socimis que se van a adaptar de manera idónea a las diferentes singularidades que puedan aparecer en los tipos de inmuebles en función de las estrategias que desarrolle cada promotor (Fernández 2013).

Las socimis son similares a otras figuras que han tenido gran éxito en el extranjero, denominadas REIT (Real Estate Investment Trust) y que se ha desarrollado en países como Estados Unidos, Reino Unido, Francia o Alemania (Viñuales 2010).

Esta ley fue la creadora de las SOCIMIS en España, pero ha sufrido modificaciones con el paso de los años por su escaso éxito en un primer momento, hasta llegar a la Ley 16/2012.

La nueva ley 16/2012 ha variado sustancialmente el marco legal de las SOCIMIS estableciendo dos modificaciones principales que han supuesto el éxito definitivo de estos vehículos de inversión. Por una parte se ha eliminado la tributación del Impuesto de Sociedades que se situaba anteriormente en el 19% y por otra parte se ha establecido la posibilidad a las SOCIMIS de cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (Fernández 2013).

Todo ello ha convertido a las SOCIMIS según Fernández, (2013) “en un instrumento de inversión realmente atractivo por su fiscalidad de cara al emisor o propietario y atractivo igualmente para el inversor, por la rentabilidad que puede esperar a través del reparto anual de dividendos.”

## **5.2 Requisitos para la creación de una SOCIMI**

En primer lugar se analizarán los requisitos de inversión. De acuerdo con la ley 11/2009, en su artículo 3, las SOCIMIS deben tener invertido como mínimo el 80% del valor del activo “*en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, en terrenos para la promoción de bienes inmuebles que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición*” así como en participaciones en el capital o patrimonio de aquellas otras entidades que se han recogido en el Anexo 1 . A la hora de tener en cuenta los bienes inmuebles a los que se refiere el artículo hay que considerar determinados bienes que por sus especialidades no computan para el cálculo del 80%, y

que la ley establece en su artículo 3. Estos bienes que recoge el artículo son principalmente grandes infraestructuras o inmuebles a los que habitualmente se accede a través de concesiones administrativas, como pueden ser empresas energéticas o de gas, empresas que se dediquen al refinamiento de petróleo, presas, embalses, carreteras de peaje etc. Tampoco computarán a estos efectos los bienes inmuebles que puedan considerarse como arrendamiento financiero.

Por tanto, la SOCIMI deberá reservar el 80% de sus activos a bienes inmuebles que representen su objeto social. Esto deja abierta las puertas a que dichas empresas desarrollen otras actividades secundarias o accesorias, siempre y cuando *“representen menos del 20% de las rentas de dicha sociedad en cada período impositivo”* (Gómez-Acebo 2013).

En segundo lugar se va a hacer referencia a requisitos de cotización que se recogen en el artículo 4 de esta ley y que dispone que *“las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación español o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, o bien en un mercado regulado de cualquier país o territorio con el que exista efectivo intercambio de información tributaria, de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo.”*

Es decir, resulta absolutamente necesario que coticen de alguna manera en un mercado, por ejemplo las tres principales Socimis de España por capitalización bursátil Marlin Propertis, Hispania, y Grupo Lar cotizan en el mercado continuo español (Bolsa de Madrid 2015).

Por último, y en referencia al capital social mínimo para constituir estas sociedades, la ley dispone en su artículo 5, que debe ser de 5 millones de euros.

Todos estos requisitos muestran de manera clara, que el legislador ha querido beneficiar de este régimen especial únicamente a las sociedades que se dediquen de forma plena al arrendamiento de bienes inmuebles. Lo que va a permitir diferenciar dentro del sector inmobiliario aquellas empresas que se dedican a la promoción de viviendas frente aquellas que se dedican de forma exclusiva al arrendamiento a medio y

largo plazo. Respecto a otro de los requisitos, el del capital social, parece que se ha establecido una cifra muy accesible para diversos interesados al situarse en una cifra de 5 millones, lo que supone que pequeños propietarios de inmuebles, family offices, así como empresas del sector e inversores de mayor tamaño puedan plantearse la posibilidad de unirse a este nuevo régimen. (Fernández 2013)

### **5.3 Atracción para inversores: Ventajas principales de las SOCIMIS**

Una vez analizado el concepto de SOCIMI y los requisitos necesarios para su creación, se va a analizar cuales son las principales ventajas que atrae a los distintos inversores a canalizar sus inversiones en el sector inmobiliario a través de estos instrumentos.

#### **1) Política de dividendos**

Según la ley 11/2009, toda SOCIMI así como las entidades residentes en España en las que participen, si han optado por la aplicación del régimen fiscal especial que establece la ley, tienen la obligación de distribuir en forma de dividendos los beneficios que han obtenido en ese ejercicio a sus accionistas, teniéndose que acordar su distribución en un periodo de seis meses desde el fin del ejercicio. El artículo 6 de la presente ley establece la manera en que las SOCIMIS deben distribuir su beneficio que debe ser:

En primer lugar, el 100% de los beneficios que procedan de los dividendos o las participaciones en beneficios distribuidos por las entidades a las que se hacía referencia en el objeto social del artículo dos de la ley.

Como mínimo, el 50% de los beneficios que se obtengan de “ *la transmisión de inmuebles y acciones o participaciones.*” El porcentaje que no se reparta de los presentes beneficios, se debe reinvertir en diferentes inmuebles o en participaciones afectos al objeto social, en un periodo de tres años desde la fecha de transmisión. Si esta opción no fuera posible, los beneficios se distribuirán conjuntamente con los beneficios de los que se ha hablado en primer lugar.

Por último, también deberán distribuir como mínimo el 80% del resto de los beneficios obtenidos. Dicho dividendo se pagará en los seis meses siguientes a los que se acuerde su distribución por la SOCIMI.

Respecto a la política de dividendos, Fernández, (2013) establece que si bien es una manera de hacer más atractiva la inversión en este tipo de sociedades por las rentabilidades otorgadas a través del reparto de dividendos, debemos tener en cuenta que al no establecer la actual ley ningún límite a los niveles de endeudamiento a los que se pueden someter las socimis, se pueden dar problemas de cash flow, ya que prima el pago de dividendos sobre el pago de deuda que puedan tener las Socimis. Además es conveniente resaltar, que esta política de dividendos puede minar diferentes estrategias empresariales que tengan sus promotores como la capitalización de beneficios.

## **2) Régimen fiscal especial**

Se trata de un régimen especial ya que el tipo de gravamen se fija para el Impuesto sobre Sociedades en el 0%, es decir no tienen que pagar dicho impuesto. La sociedad sin embargo, deberá pagar un gravamen del 19% sobre los dividendos o las participaciones en beneficios que distribuya a sus socios si tienen una participación que supere el 5% del capital social de la compañía, siempre y cuando dichos dividendos tributen a un tipo de gravamen inferior al 10% o estén exentos. Este gravamen se considerará Impuesto sobre Sociedades y no deberá ser pagado si se trata de una sociedad reguladas por la Ley 11/2009.

Los socios serán los encargados de informar a la sociedad en el plazo de diez días si su participación es superior al 5% y como se comentaba con anterioridad reciban dividendos o participaciones cuya tributación tenga un tipo de gravamen superior al 10%

En caso de que los socios sean entidades no residentes a las que se les aplica un régimen equivalente al de las SOCIMIS, también en el plazo de diez días deberán acreditar que *“a la vista de la composición de su accionariado y de la normativa aplicable en el momento del acuerdo de distribución de dividendos, estos quedarán gravados, ya sea en dicha entidad o en sus socios, al menos, al tipo de gravamen del 10%.”*

Según Fernández, (2013) resulta interesante destacar el tratamiento fiscal ventajoso a la hora de transmitir un inmueble ya que la nueva reforma 16/2012 establece el tratamiento fiscal para las plusvalías obtenidas en este tipo de operaciones en 0%. Por lo que en estos momentos de crisis donde los precios son más bajos, parece aconsejable la compra de inmuebles ya que a su venta en cuatro o cinco años no habrá que descontarles ningún tipo de desgravación por las posibles plusvalías generadas, lo que se trata de una gran ventaja cuando el inmueble este en periodo de venta ya que dichos pagos pueden llegar a alcanzar el 30% de las mismas.

#### **5.4 Las principales Socimis de España**

Una vez explicados a grandes rasgos en que consisten las SOCIMIS parece indicado analizar si la creación de las SOCIMIS ha supuesto una nueva forma de inversión en inmobiliario, analizando las principales Socimis de España y sus inversiones desde su creación.

A continuación se van a describir las operaciones más relevantes del año 2014 llevadas a cabo por las cuatro SOCIMIS más grandes de España por capitalización bursátil.

##### **Merlin**

La SOCIMI más grande de España por capitalización bursátil, con un marketcap cercano a los 1400 millones de euros comenzó a cotizar en julio de 2014 cuando captó 1250 millones en su salida a bolsa.

Es la socimi que más dinero ha invertido este año en el sector inmobiliario, con la operación más grande llevada a cabo por una sociedad de sus características, con la

compra de Tree Investment, propietario de 880 oficinas de BBVA por un importe de 740 millones de euros. Además de esta operación ha comprado el centro comercial Marineda en A Coruña por valor de 260 millones de euros y cinco edificios de oficinas por valor de 130 millones de euros. Se estima que el total de sus inversiones en el año 2014 ha rondado los 1180 millones de euros. (Merlin 2015).

### **Hispania**

SOCIMI que comenzó a cotizar en marzo de 2014 con una captación de 550 millones de euros. Ha ultimado una de las operaciones más sorprendentes del sector al lanzar una OPA por Realia, la histórica inmobiliaria por un precio cercano a los 150 millones de euros. En tan solo un año ha realizado inversiones por más de 550 millones de euros donde destacan la compra de un hotel en Marbella por 21 millones de euros, la compra oficinas en Barcelona, Madrid y Málaga por un importe superior a los 160 millones de euros además de edificios de viviendas en alquiler en Madrid por valor de 30 millones de euros. (Hispania 2015)

### **LAR**

SOCIMI que comenzó a cotizar en el mercado Continuo en marzo de 2014, cuando captó cerca de 400 millones de euros y que ha realizado una inversión cercana a los 340 millones de euros en ese año.

El grupo Lar se ha orientado fundamentalmente a la compra de centros comerciales en Irún, Palencia, Villaverde, Albacete o Castelldefels por valor de aproximadamente 160 millones de euros, además de edificios de oficinas en Madrid. (LAR 2015).

### **Axia**

La más pequeña de las SOCIMIS mencionadas comenzó a cotizar en julio de 2014 logrando 360 millones de euros en su salida a bolsa. A finales de diciembre ya había invertido todo el dinero disponible y tuvo que recurrir a la financiación bancaria para seguir realizando operaciones, como la cartera de activos inmobiliarios comprados a Credit Suisse por un importe de 180 millones de euros. (Axia 2015).

Como se puede observar la inversión de estos nuevos instrumentos de inversión en el sector inmobiliario ha sido de más de 3.000 millones de euros en tan solo un año, lo

que ha supuesto una reactivación de un sector, con lo que se podría confirmar que esta nueva forma de inversión que ha creado el gobierno y que potenció a finales de 2013, con una modificación de la ley que supuso una política de dividendos más atractiva para el inversor y un régimen fiscal beneficioso para inversores y la propia SOCIMI. Esos 3.000 millones hacen referencia a las cuatro SOCIMIS más grandes de España, pero existen más SOCIMIS que tributan en el MAB y otras tantas que se prevé que se lancen a cotizar en el parque este mismo año (Expansión 2015).

Además la inversión de estos nuevos instrumentos de inversión no queda aquí, pues todas ellas han anunciado nuevas formas de financiación a través del sector bancario o de ampliaciones de capital, que ayudarán a activar todavía más un sector que necesita un impulso.

Por su parte Alberto Valls, socio responsable del sector Real Estate de Deloitte analizaba el año en números, de la inversión realizada por las SOCIMIS a través de El Confidencial, donde exponía que el sector inmobiliario cerró 2014 con un volumen de inversión no residencial de 9.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento cercano al 200% respecto a las cifras de 2013, cuando se invirtió aproximadamente unos 3.000 millones. De esta cantidad, las socimis acaparaban el 40% de la inversión aproximadamente.

## **VI. Conclusiones**

En este último apartado se van a mostrar las conclusiones más relevantes extraídas del trabajo para dar respuesta a las hipótesis planteadas al inicio del trabajo, que cómo ya hemos señalado a lo largo del trabajo son:

- ✓ ¿Ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España?
- ✓ ¿Se han creado nuevas formas de inversión en el Sector Inmobiliario?

En primer lugar y respecto a la primera hipótesis planteada: ¿Ha finalizado la burbuja inmobiliaria en España? Podemos responder sin ningún tipo de duda en sentido afirmativo. Efectivamente, a tenor de las respuestas que los distintos indicadores analizados a lo largo del trabajo han arrojado todo indica que proceso denominado burbuja inmobiliaria ha finalizado en España. Ninguno de los indicadores ha señalado otra realidad que ésta y en este sentido también apuntan las opiniones vertidas por distintos expertos o autores consultados. Por otra parte, el estudio pormenorizado de empresas vinculadas al sector no hace sino refrendar nuevamente la conclusión apuntada. Así, podemos afirmar que los indicadores del sector inmobiliario parecen evidenciar todos y cada uno de ellos que la burbuja inmobiliaria en España ha llegado a su fin por los siguientes motivos:

El precio de la vivienda que durante años se incremento a tasas de doble dígito dejó de crecer y comenzó a descender a partir del año 2007, como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria, hasta situarse en niveles muy inferiores a los años de máximo crecimiento del sector. Además en este mismo apartado se han analizado la variación del IPC y del precio de la vivienda, para ver si existía algún tipo de relación en las mismas que pudiera explicar el crecimiento desmedido del precio de la vivienda y su hundimiento poco después, todo ello sin éxito, por lo que no se puede achacar a un aumento del precio de la vida.

Los indicadores analíticos de la demanda y oferta de vivienda han mostrado como en la época de máximo esplendor de la burbuja el número de transacciones por parte de la demanda ascendía a gran velocidad al igual que el número de viviendas ofertadas y el número de viviendas iniciadas como consecuencia del pensamiento generalizado por

parte de los promotores de que la burbuja no iba a finalizar. Sin embargo, cuando la burbuja inmobiliaria finalizó, el número de transacciones descendió rápidamente y así lo hizo el número de viviendas iniciadas, ya que el fin del esplendor de la burbuja había hecho ver que no se volvería a demandar esos volúmenes de viviendas y por tanto los promotores dejaron de construir. Aun así el stock de viviendas siguió incrementando, debido a las viviendas que se habían iniciado justo antes del fin de la burbuja y que en este nuevo escenario económico no lograrían encontrar comprador.

Asimismo, el último de los indicadores del sector inmobiliario analizado, esto es el material que más abunda en la construcción de viviendas, el cemento, vivió un auténtico boom en los años de burbuja inmobiliaria, llegando a un consumo en toneladas jamás imaginable. Pero pronto estas cifras comenzarían a descender, y como señala el director general de Oficemen, llevarían a niveles de consumo inferiores a los observados en España en 1962, todo ello como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria.

Los indicadores bancarios también muestran como un sector muy ligado al de la construcción, y que ayudó en gran medida a su desarrollo, pronto sufrió las consecuencias de la crisis del sector inmobiliario, y permiten confirmar que el fin de la burbuja es un hecho. Mientras que en los años de máximo crecimiento del sector, el número e importe de hipotecas crecían anualmente, debido al exceso de liquidez creado en el mercado y al aumento constante del precio de la vivienda. Por ello, en el momento en el que las cifras comenzaron a descender, las entidades financieras del país comenzaron a conceder menos hipotecas y por importes menores a los concedidos en años anteriores, cuando la liquidez de este mercado se redujo y los precios de la vivienda se hundieron como consecuencia del fin de la burbuja inmobiliaria. A todo ello se sumó, que mientras en los años de crecimiento los tipos de interés estaban bajos para fomentar la demanda de hipotecas, en los años del estallido de la burbuja comenzaron a subir. No obstante, más adelante a partir de 2010, y dado el nuevo escenario de crisis intensa y larga en el tiempo, comenzaron a bajar otra vez los tipos para estimular la demanda de hipotecas. Pero el fin de la burbuja había llegado a su fin, la crisis económica era ya una realidad tangible en nuestro país y en este marco no se pudo reactivar el mercado.

Por último, los indicadores sociodemográficos también ayudan a afirmar que la burbuja llegó a su fin, ya que el número de inmigrantes que venían a España ascendía a ritmos acelerados en los años de burbuja inmobiliaria, a la vez que la tasa de paro descendía en esos años, todo ello fruto del gran volumen de trabajo que creaba el sector de la construcción, especialmente entre mano de obra no cualificada. Pero el número de inmigrantes que venía a España comenzó a descender a ritmo muy elevado coincidiendo con el fin de la burbuja por la falta de trabajo que había en España. De hecho en los últimos años el número de inmigrantes que hay en España ha descendido debido a que buscan nuevos países con mayores oportunidades laborales. Asimismo, la tasa de paro en España que aumento de forma exponencial tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, no se ha podido recuperar aún y sigue estando en niveles cercanos al 25%, en gran parte debido al comportamiento seguido por sectores como el de la construcción, que albergaba un gran número de puestos de trabajos, tanto directo como indirectos, que se destruyeron cuando finalizó la burbuja inmobiliaria y que el modelo productivo ha sido incapaz de reabsorber.

Además de los indicadores analíticos de la burbuja inmobiliaria, el seguimiento a las empresas relacionadas con el sector inmobiliario, especialmente promotoras e inmobiliarias ha mostrado como han sufrido en sus actividades de negocio, obligando a cerrar numerosas agencias y abogando al concurso a un gran número de constructoras inmobiliarias. Especialmente llamativo es el caso de Martinsa-Fadesa, que se creó en pleno boom de la burbuja inmobiliaria y que por el fin de la misma se vio obligada a solicitar el concurso de acreedores un año más tarde y no ha podido remontar la situación viéndose abocada a la liquidación este mismo año 2015.

Todas las conclusiones expuestas hasta el momento obligan a pensar hacia dónde se va a dirigir el sector inmobiliario español y a analizar las nuevas formas de inversión en el sector para que no se repitan los excesos que se crearon en este sector, que acabó siendo un sector puramente especulativo dónde las altas rentabilidades movían a los promotores, especuladores y bancos.

En concordancia con este planteamiento se da respuesta a la segunda de las hipótesis enunciadas al comienzo de este trabajo, ¿Se han creado nuevas formas de inversión en el sector Inmobiliario?, a esta cuestión cabe responder también de manera positiva. Efectivamente, la aparición de las SOCIMIS como nueva forma de inversión, primero creadas a través de la ley en el año 2009 y luego potenciadas por una modificación de la ley en el año 2012, permiten concluir que algo está cambiando en el sector inmobiliario de nuestro país.

Así, se puede por tanto afirmar que se han creado nuevas formas de inversión en inmobiliario simplemente analizando las SOCIMIS, los requisitos para su creación, el mayor atractivo que tienen para inversores y gestores que ha hecho que se hayan convertido en una realidad a la hora de invertir en inmobiliario. Ejemplos como Merlin, Hispania, Lar y Axia muestran que se han creado nuevas formas y que funcionan, visto el alto nivel de aceptación y el gran volumen de inversión que han generado en tan solo un año en el sector.

Como reflexión final se debe tener en cuenta que la burbuja inmobiliaria que ha tenido lugar en España durante la primera década del siglo XXI, supuso una auténtica sinrazón donde la especulación, la altísima rentabilidad y el exceso de liquidez generó una crisis que no ha hecho sino agudizar el marco general de crisis en el que se encuentran inmersos buena parte de los países occidentales y que por ello ha golpeado con especial virulencia a la sociedad española. Afectando especialmente a nuestro mercado de trabajo, especialmente en los segmentos de edad más jóvenes, con un coste social e institucional altísimo.

Por ello, los gobiernos venideros deberán abogar y legislar por formas de inversión sostenibles en el sector, como las SOCIMIS u otras formas que se puedan desarrollar en el futuro y que se rijan por mayores criterios de profesionalidad y permanencia. Además deberán fomentar un mayor control de la especulación para que no se vuelva a repetir una situación como la vivida hace años, que tanto daño ha hecho a la sociedad y economía española. y que se ha traducido en numerosas ocasiones en situaciones muy dolorosas para un gran parte de nuestro país. La profesionalización del sector

inmobiliario en todos sus ámbitos será la respuesta más certera para que no se vuelvan a repetir situaciones análogas.

## VII. Bibliografía

Axia. 2015. 23/02/2015 . <http://www.axiare.es/> Obtenido de <http://www.axiare.es/activos/>

Arriaga Navarrete, R. 2008. Efecto riqueza a partir de la revalorización de los activos inmobiliarios: análisis y evidencia empírica para el caso español. *Revista Análisis Económico*, Volumen 55. Págs 8-28

Banco de España. 2014. *Informe de Estabilidad financiera*. Obtenido el 10/02/2015  
<http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/14/IEF-Noviembre2014.pdf>

Barral, M (2015, 3 de Marzo) Martinsa Fadesa solicita la liquidación justo cuatro años después de superar el concurso. *La opinión*. Obtenido el 03/03/2015 de <http://www.laopinioncoruna.es/economia/2015/03/03/martinsa-fadesa-solicita-liquidacion-justo/933015.html>

Bernardos Domínguez, G. (2009) Creación y destrucción de la Burbuja Inmobiliaria, *Revista ICE* nº 850 Pags 23-40

Bolsa de Madrid. 25/02/2015. <http://www.bolsamadrid.es/> Obtenido de <http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000>

CNMV 25.02. 2015. [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) Obtenido de <http://www.cnmv.es/portal/hr/HRAIDia.aspx?lang=es>

Crespo, A. (2015, 25 de Febrero)¿Resucita el ladrillo? Los fondos quieren financiar a promotores. *Expansión*. Obtenido el 28/02/2015 de <http://www.expansion.com/2015/02/24/mercados/1424811029.html>

Colom,A. (2012) La crisis económica española: orígenes y consecuencias. *Jornadas de Economía crítica*, Págs 1314-1374

De Nicolás, J. y Ramírez Lafita, MJ. (2001). *La inmigración en España, una década de investigaciones*. Editorial Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales 1ª Edición. Págs 30-50.

Estébanez, J, (2011, 11 de Marzo) ¿Quién infló más la burbuja? Zapatero creó más viviendas y empleo en la construcción que Aznar. *Invertia*. Obtenido el 26/02/2015 de <http://www.invertia.com/noticias/inflo-burbuja-zapatero-creo-viviendas-empleo-construccion-aznar-2517182.htm>

Europa Press (2015, 22 de Febrero) Martinsa Fadesa tiene hasta el jueves para que la banca acepte su convenio y evitar la liquidación. *El Economista*. Obtenido el 25/02/2015 de <http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/6496751/02/15/Martinsa-Fadesa-tiene-hasta-el-jueves-para-que-la-banca-accepte-su-convenio-y-evitar-la-liquidacion.html#.Kku8pyVRWH0IVSr>

Europa Press (2013, 7 de Enero) El 84% de las agencias inmobiliarias han cerrado por la crisis desde 2006, según el consultor Eduardo Molet. *Europa Press*. Obtenido el 28/02/2015 de <http://www.europapress.es/economia/construccion-y-vivienda-00342/noticia-economia-84-agencias-inmobiliarias-cerrado-crisis-2006-consultor-eduardo-molet-20130107112616.html>

Fernández Hernando, A. (2014), La nueva Socimi como elemento dinamizador del mercado inmobiliario, *Revista Inmueble*, Págs 80-85

Fernández Puebla, A. Y Varona, J. 2015. Aspectos societarios y fiscales de las SOCIMIS. Gómez-Acebo y Pombo. *Noticias Breves*. Págs 1-3 Obtenida el 20/02/2015 de <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/aspectos-societarios-y-fiscales-de-las-socimis.pdf>

Fundación Laboral de la Construcción. 2015. Entrevista con Aniceto Zaragoza, Director General de Oficemen. *Fundación Laboral de la Construcción*. Obtenida el 18/02/ 2015 de <http://www.fundacionlaboral.org/actualidad/entrevistas/entrevista-con-aniceto-zaragoza-director-general-de-oficemen-esperamos-que-el-consumo-de-cemento-crezca-un-5-para-este-ano>

García, R. (2013, 21 de Febrero). Ranking: los mayores concursos de acreedores de la historia de España. *Invertia*. Obtenido el 25/02/2015 de <http://www.invertia.com/noticias/ranking-mayores-concursos-acreedores-historia-espana-2820821.htm>

Hispania. 23/02/2015. <http://www.hispania.es/> Obtenido de <http://www.hispania.es/activos>

Instituto Nacional de Estadística 20/02/2015. <http://www.ine.es/> Obtenido de <http://www.ine.es/inebmenu/indice.htm>

KPMG. 2015. Año cero para el inicio de la recuperación del sector inmobiliario en España. *Informe KPMG*. Obtenido el 27/02/2015 de <http://www.kpmg.com/es/>

Lar. 23/02/2015 . <http://www.grupolar.com/> Obtenido de <http://www.grupolar.com/activos>

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (BOE 27 de Octubre de 2009).

Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. (BOE 17 de Diciembre de 2012)

Martinsa-Fadesa Cuentas Anuales . 26/02/2015. <http://www.martinsafadesa.com/> Obtenido de [http://www.martinsafadesa.com/uploads/corporativo/descargas/CCAA%20consolidadas%20Grupo%20MTF%202011\\_Anual.pdf](http://www.martinsafadesa.com/uploads/corporativo/descargas/CCAA%20consolidadas%20Grupo%20MTF%202011_Anual.pdf)

Merlin Properties. 23/02/2015 . [www.merlinproperties.com](http://www.merlinproperties.com) Obtenido de <http://www.merlinproperties.com/activos/>

Ministerio de Fomento 25/02/2015. [http://www.fomento.gob.es/mfom/lang\\_castellano/](http://www.fomento.gob.es/mfom/lang_castellano/) Obtenido de

Modenés, J y López-Colas, J (2014). Cambio demográfico reciente y vivienda en España: ¿hacia un nuevo sistema residencial?. *Revista Reis* N° 148. Págs 103-134

Ortega E., y Peñalosa J. (2012) Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM, *Banco de España*, Documento nº 1201

Ortín, A. (2015, 2 de Marzo). El consejo de Martinsa-Fadesa da luz verde a la liquidación de la inmobiliaria. *5 días*. Obtenido el 03/03/2015 de [http://cincodias.com/cincodias/2015/03/02/empresas/1425327520\\_197295.html](http://cincodias.com/cincodias/2015/03/02/empresas/1425327520_197295.html)

Pellicer, L. (2014, 27 de Diciembre). La última cuenta atrás del Imperio Martinsa Fadesa. *El País*. Obtenido el 24/02/2015 de [http://economia.elpais.com/economia/2014/12/27/actualidad/1419707452\\_499928.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/12/27/actualidad/1419707452_499928.html)

PWC. 2012. Temas candentes del Sector Inmobiliario Español. *Informe Anual PWC*. Obtenida el 28/02/2015 de [www.pwc.es](http://www.pwc.es)

Ruiz Campo, S.( 2013) La burbuja inmobiliaria de España: Una comparación con el Mercado Inmobiliario Chino, *Análisis Financiero* nº 122 Págs: 37-53

Ruiz, R (2015, 3 de Marzo) Martinsa Fadesa solicita formalmente su liquidación. *Expansión*. Obtenido el 03/03/2015 de <http://www.expansion.com/2015/02/28/empresas/inmobiliario/1425134212.html>

Sanz, E y Ugalde, R. (2015, 11 de Febrero). En diez años todas las grandes socimis que hoy conocemos estarán en el Ibex 35. *El Confidencial*. Obtenido el 27/02/2015 de [http://www.elconfidencial.com/vivienda/2015-02-11/en-diez-anos-todas-las-grandes-socimis-que-hoy-conocemos-estaran-en-el-ibex-35\\_707017/](http://www.elconfidencial.com/vivienda/2015-02-11/en-diez-anos-todas-las-grandes-socimis-que-hoy-conocemos-estaran-en-el-ibex-35_707017/)

Sociedad de Tasación. 12/02/2015. <http://www.st-tasacion.es/> .Obtenido de [http://www.sttasacion.es/ext/mercado\\_inmobiliario\\_precio\\_vivienda\\_obra\\_nueva/menu6.php](http://www.sttasacion.es/ext/mercado_inmobiliario_precio_vivienda_obra_nueva/menu6.php)

Secretaria General de Inmigración y Emigración .15/02/2015. <http://www.empleo.gob.es/> Obtenido [http://www.empleo.gob.es/es/sec\\_emi/index.htm](http://www.empleo.gob.es/es/sec_emi/index.htm)

Viñuales Sanabria, L. (2010) Socimi ¿El REIT de nueva Generación? Un estudio Comparado. *Crónica Tributaria* NUM. 135/2010 Págs 247-266

## **VIII. Anexos**

### **Índice de Gráficos**

Gráfico 1: Valor Nominal Vivienda Euros / Metro cuadrado

Gráfico 2: Número total de transacciones inmobiliarias de viviendas

Gráfico 3: Número de Viviendas Iniciadas

Gráfico 4: Número de Viviendas Terminadas

Gráfico 5: Stock de vivienda nueva

Gráfico 6: Consumo de cemento en miles de toneladas

Gráfico 7: Mercado Hipotecario de préstamos a mas de 3 años

Gráfico 8: Número de Hipotecas constituidas

Gráfico 9: Importe de hipotecas en millones de euros

Gráfico 10: Número de Inmigrantes en España

Gráfico 11: Evolución de la tasa de paro en España

Gráfico 12: Número de Concursos en el Sector Inmobiliario

### **Índice de Tablas**

Tabla 1: Variación anual del precio de la vivienda en tanto por ciento según INE

Tabla 2: Evolución del IPC según el INE