BBVA Research

11 de noviembre de 2025

Análisis Macroeconómico. Inmobiliario

Construir vivienda, un riesgo con poco retorno[1]

Miguel Cardoso, Félix Lores
Expansión (España)

España necesita más vivienda, pero la inversión en el sector no despega. La demanda se mantiene sólida, impulsada por el empleo, la creación de hogares y unos tipos hipotecarios que se estabilizan en niveles atractivos para la compra. Sin embargo, la oferta crece con lentitud y se calcula que la demanda no satisfecha en los últimos 5 años podría superar las 600 mil unidades. La inversión en el sector no aumenta, en buena medida, porque no es rentable: aunque los márgenes se han recuperado, las empresas tardan años en poder construir, manteniendo en su balance activos (suelo) que no generan ingresos. Más aún, tienen que financiar su compra principalmente con recursos propios, lo que pone al sector en desventaja frente a otros más apalancados.

En España, la rentabilidad de la construcción ha variado notablemente en el tiempo: entre 2000 y 2006 era uno de los sectores con mayor beneficio por recursos propios (ROE), sin embargo, desde el estallido de la burbuja inmobiliaria, pasó a ser el de peor desempeño (Gráfico 1). Pese a la recuperación observada desde 2015, la rentabilidad actual sigue siendo baja en comparación tanto con los niveles históricos como con otros sectores en España, así como con las empresas constructoras de los países de nuestro entorno: en 2023, la ROE del sector habría sido sólo del 3,1% frente al 16,6% observado en el promedio para las empresas alemanas y francesas durante el período 2000-2023 (Gráfico 2). Esto es importante porque la literatura económica apunta a una estrecha relación positiva entre la rentabilidad y la inversión.

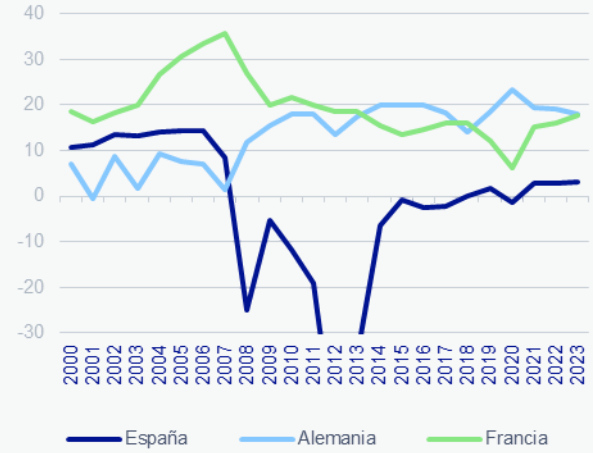
¿Qué factores explican estas diferencias en rentabilidad de la construcción con el resto de Europa? En parte, esta brecha refleja el reducido tamaño y atomización del tejido productivo español. Mientras que las grandes empresas muestran ROEs relativamente similares a las que se obtienen en otros países, las pequeñas, que son la inmensa mayoría en el sector, apenas alcanzan el 50% de la rentabilidad de empresas similares en Europa.

[1]: https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/espana-observatorio-inmobiliario-noviembre-2025/

GRÁFICO 1. RENTABILIDAD POR SECTORES DE ACTIVIDAD EN ESPAÑA (ROE EN PORCENTAJE)

Fuente: BBVA Research a partir de BACH

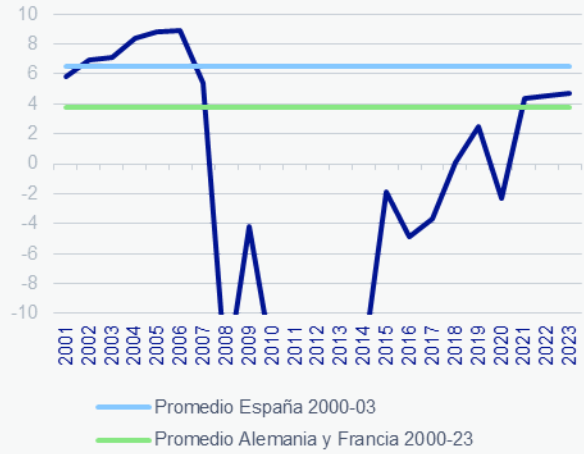
GRÁFICO 2. RENTABILIDAD DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN (ROE EN PORCENTAJE)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH

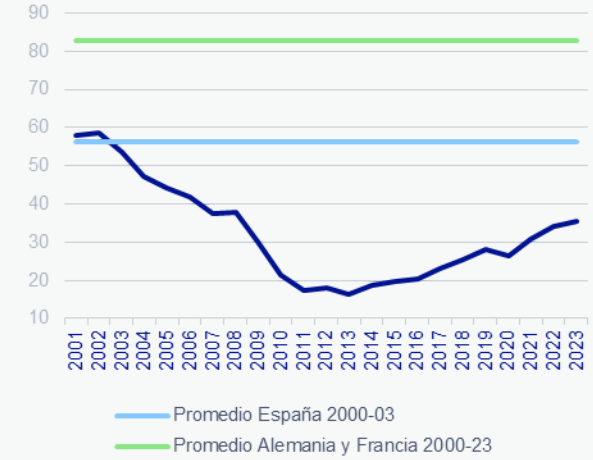
Siendo más específicos, la ROE depende de los márgenes, de la rotación de los activos y del peso de los recursos propios frente a la financiación externa. Respecto a los primeros, el aumento de los precios de los últimos años ha permitido una recuperación después de un largo período en negativo (Gráfico 3). En todo caso, el incremento de los costes asociado al encarecimiento de las materias primas y de la mano de obra los mantiene alrededor del promedio que se observa en el resto de Europa y por debajo de lo observado en el período anterior a la crisis financiera global.

GRÁFICO 3. MARGEN DE BENEFICIOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(BENEFICIO NETO / VENTAS, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH

GRÁFICO 4. ROTACIÓN DE ACTIVOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(VENTAS / ACTIVOS TOTALES, %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH

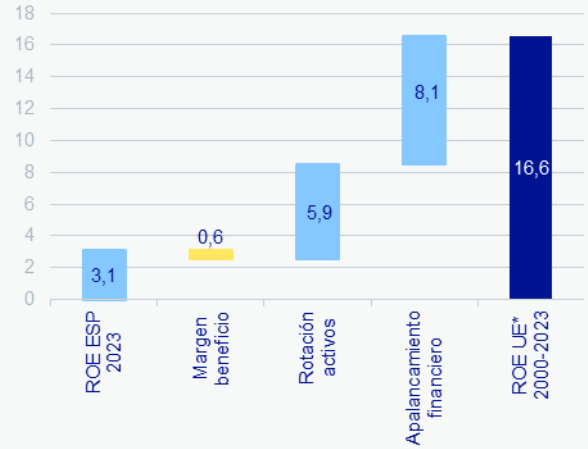
Por lo tanto, las diferencias en rentabilidad se explican por los otros dos factores. Por un lado, con datos a 2023, el valor de las ventas no alcanzaría el 40% del de los activos (Gráfico 4), mientras que en otros países representan el 80%. Por otro, las empresas del sector se han

desapalancado considerablemente y muestran niveles de endeudamiento frente a recursos propios hasta un 60 o 70% inferiores a lo que se observan en el resto de Europa (Gráfico 5).

GRÁFICO 5. APALANCAMIENTO FINANCIERO DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS
(ACTIVOS TOTALES / RECURSOS PROPIOS, %)

Fuente: BBVA Research a partir de BACH

GRÁFICO 6. RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE EDIFICIOS VS ALEMANIA Y FRANCIA
(CONTRIBUCIONES EN PP Y %)



Fuente: BBVA Research a partir de BACH

La explicación común a ambas brechas se encuentra en el lento proceso de promoción. Los trámites para convertir un terreno en edificable son largos, costosos y, a menudo, inciertos, con una compleja cadena de autorizaciones repartidas entre distintas administraciones. Cada retraso aumenta los costes financieros y reduce la viabilidad de los proyectos. Las entidades financieras son reticentes a apoyar proyectos que pueden quedar bloqueados durante años sin certeza sobre plazos o retornos. Así, los promotores se ven obligados a asumir más riesgo con menos margen.

La consecuencia es una acumulación de terrenos en los balances de las empresas que no generan valor. Son activos ociosos que inmovilizan recursos y reducen la capacidad de endeudamiento. En un sector intensivo en capital, esta inmovilidad actúa como un freno a la inversión.

El desafío no es menor. Sin un entorno que permita a las empresas invertir con previsibilidad y retornos razonables, la oferta continuará limitada y los precios, tensionados. España necesita más vivienda, y para tenerla hay que crear las condiciones para que invertir vuelva a ser rentable. Porque mientras construir siga siendo un proceso largo, incierto y costoso, el capital continuará buscando otros destinos y el mercado estará atrapado en su propio desequilibrio.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.