

Precios de la vivienda en Portugal: ¿cimientos sólidos o pies de barro?

Al contrario de lo sucedido en otros sectores de actividad, algunos con caídas del volumen de negocio del 70%, cuando nos fijamos en el mercado de la vivienda comprobamos que la crisis pandémica le pasó de largo. En el 4T 2020, el número de transacciones ya superó el del mismo periodo de 2019, y en el primer semestre de 2021 las operaciones superan a las del mismo periodo de 2019 y 2020. Asimismo, los precios de la vivienda han mantenido la trayectoria ascendente que viene observándose desde 2015, tanto en el índice del INE como en el elaborado por Confidencial Inmobiliario. Esta tendencia de los precios se observa también en el valor medio por metro cuadrado en las tasaciones bancarias en el ámbito de los procesos de crédito a la vivienda, que en octubre de 2021 anotó el valor más elevado de la serie y se situó un 17% por encima del de octubre de 2019. En el momento en el que todas las variables (transacciones, precio y valor) apuntan en sentido ascendente, es preciso preguntarse si este crecimiento es sostenible. ¿Son sólidos los cimientos en los que se asientan estas valoraciones?

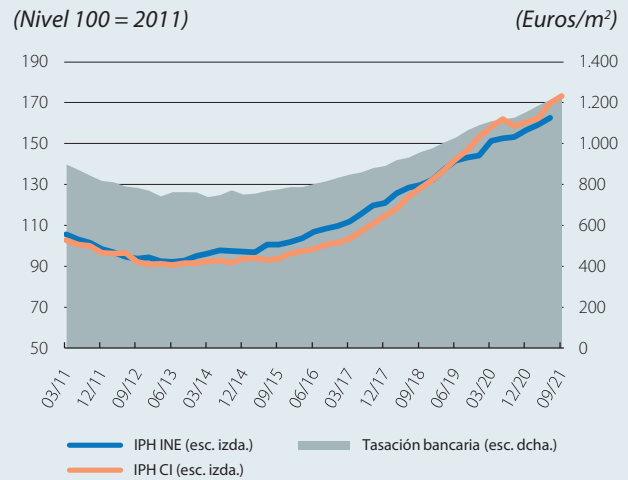
Sería razonable pensar que un aumento de precio de los inmuebles servirá de incentivo para el aumento de la oferta y el incremento de la inversión en la construcción de edificios para vivienda. Un movimiento de este tipo podría conducir a un exceso de oferta. A pesar de ello, teniendo en cuenta el largo periodo de producción del sector de la construcción de vivienda, este exceso de oferta no se genera en uno o dos años.

Para evaluar la existencia de un sobredimensionamiento en el mercado de la vivienda (*housing overhang*)¹ se puede comparar la diferencia entre la FBCF² residencial actual (en porcentaje del PIB) con la media de los últimos 20 años. Desde 2015 la inversión en vivienda acumula un diferencial negativo respecto a su media histórica de los últimos 20 años (5,5% del PIB) de 17 puntos de PIB, lo que sugiere que no se generó un exceso de oferta de inmuebles residenciales en los últimos años (al contrario).

Otra forma de estimar si el ritmo de construcción de vivienda actual es sostenible a largo plazo es comparar el número de viviendas construidas frente a la creación de hogares. Al asumir una tasa de depreciación de las viviendas del 2% (y dando por hecho implícitamente que una vivienda dura 50 años), una tasa de construcción de 20 viviendas por cada 1.000 núcleos familiares mantendría el stock de viviendas por unidad familiar constante. Siendo

1. Véase el artículo Gros, D. (2007). «Bubbles in Real? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US». CEPS Working Document, n.º 276, octubre.
2. Formación bruta de capital fijo.

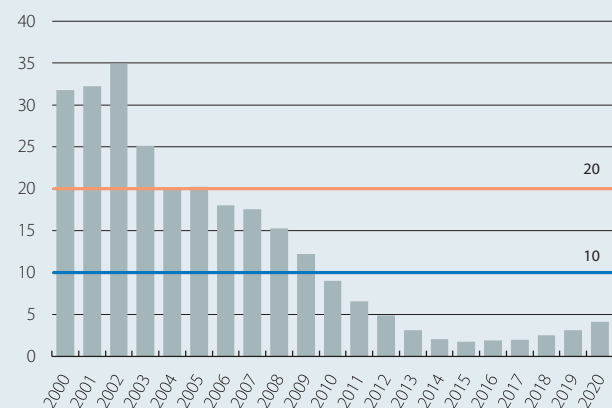
Portugal: índices de precios de vivienda y tasación bancaria



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y Confidencial Inmobiliario.

Portugal: oferta de vivienda nueva

(Número de viviendas nuevas por 1.000 hogares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal y Pordata.

más restrictivos y considerando una depreciación de las viviendas del 1%, se requiere un índice de construcción de 10 viviendas por cada 1.000 hogares para mantener el stock de viviendas inalterado.³ En el caso portugués, el índice de construcción ha sido inferior a estos valores de referencia: por debajo de 20 desde 2006 y por debajo de 10 desde 2010, lo que apuntaría que no se ha producido un exceso de oferta de vivienda nueva que ejerza presión a la baja en los precios.

3. El indicador del índice de construcción puede ajustarse teniendo en cuenta, por ejemplo, el índice anual de crecimiento de la población. Como los índices anuales de crecimiento de la población en Portugal en la última década han sido residuales/nulos, se optó por no realizar ningún ajuste.

En la misma línea, el porcentaje de viviendas nuevas en el mix de las transacciones, que se ha reducido desde niveles por encima del 30% hasta 2011 a porcentajes del orden del 15% en la actualidad, parece confirmar esta idea.

Sin embargo, el escenario no es tan alentador cuando nos fijamos en los determinantes de la demanda, concretamente en lo que respecta a las rentas de las familias. La OCDE elabora un indicador⁴ de accesibilidad que relaciona el precio de las viviendas con la renta disponible por habitante, y según los últimos datos disponibles (2T 2021), la ratio de Portugal (= 134) sale mal parada si se compara con el resto de los países de la eurozona, ya que es el tercero peor, y con la media de la OCDE (= 118,7).

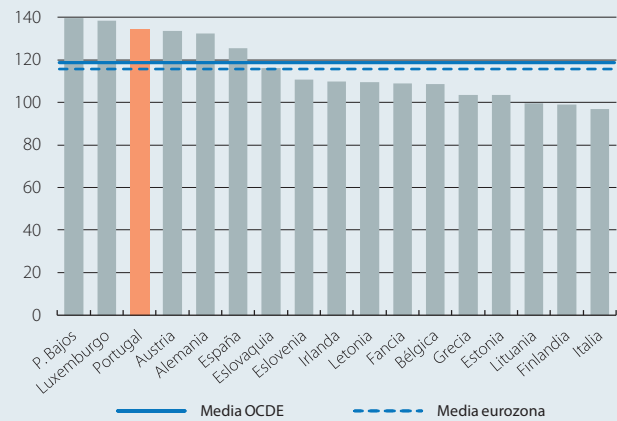
Si en la ratio *house price-to-income* consideramos la diferencia del valor actual con respecto a la media histórica como un indicador de sobrevaloración, el indicador actual se encuentra un 12% por encima de esa media, y con una tendencia de fuerte crecimiento desde 2015, las viviendas son cada vez menos accesibles en relación con las rentas de la población. De hecho, entre 2015 y 2020 el crecimiento medio de los precios de la vivienda fue cercano al 9% anual, mientras que la renta media disponible de las familias creció solamente a un ritmo del 3% anual. En otras palabras: en 2015 el valor medio de las viviendas en el área metropolitana de Lisboa era el equivalente a 5 años y medio de la renta media de una familia portuguesa, y en 2020 este valor se eleva hasta los 6,5 años.

¿Podríamos estar frente a una burbuja especulativa? En el mercado de la vivienda se producen burbujas cuando los precios se alejan de sus fundamentales y se genera una espiral de expectativas de aumento de precios, lo que lleva a los participantes en el mercado a un «exceso de actividad» al objeto de obtener ganancias futuras por las revalorizaciones esperadas. Este comportamiento conduce a un aumento explosivo de los precios que domina temporalmente la dinámica de la serie temporal. Para aclarar esta posibilidad aplicamos al IPH una metodología econométrica⁵ para detectar y delimitar periodos que pueden estar asociados a episodios de burbuja. El resultado de este test estadístico queda expresado en el último gráfico: tras el 3T 2017 podría haber indicios de la formación de una exuberancia de precios en el mercado de la vivienda en Portugal. Solo la inversión del ciclo de tipos de interés bajos, que cada vez se antoja como una realidad menos lejana, podrá confirmar o no el enfriamiento de la demanda, sobre todo, del apetito por los inmuebles como inversión.

Tiago Belejo Correia

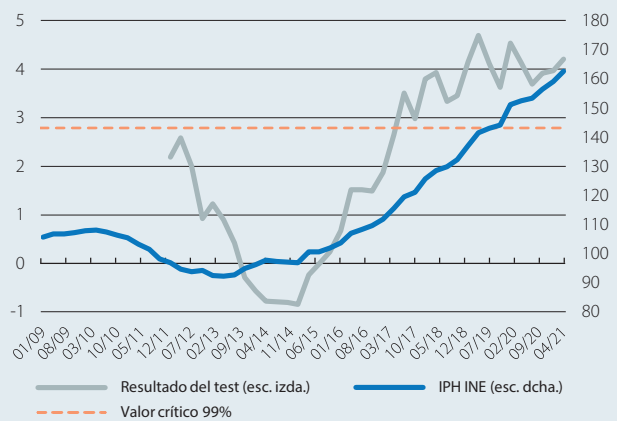
Portugal: precios de la vivienda sobre los ingresos en el 2T 2021

(En % de los ingresos)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de OCDE Price to income.

Portugal: test econométrico aplicado al índice de precios



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE GSADF.

4. House price-to-income ratio.

5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Véase el artículo de Phillips, P.C.B., Shi, S. y Yu, J. (2015) «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500». International Economic Review, 56 (4): 1043-1078.