

Preus de l'habitatge a Portugal: fonaments sòlids o peus de fang?

Al contrari del que ha succeït en altres sectors d'activitat, alguns amb caigudes del volum de negoci del 70%, quan ens fixem en el mercat de l'habitatge, comprovem que la crisi pandèmica li va passar de llarg. En el 4T 2020, el nombre de transaccions ja va superar el del mateix període del 2019, i, en el primer semestre del 2021, les operacions superen les del mateix període del 2019 i del 2020. Així mateix, els preus de l'habitatge han mantingut la trajectòria ascendent que es ve observant des del 2015, tant en l'índex de l'INE com en l'elaborat per Confidencial Immobiliàrio. Aquesta tendència dels preus s'observa també en el valor mitjà per metre quadrat en les taxacions bancàries en l'àmbit dels processos de crèdit a l'habitatge, que, a l'octubre del 2021, va anotar el valor més alt de la sèrie i es va situar el 17% per damunt del de l'octubre del 2019. Quan totes les variables (transaccions, preu i valor) apunten en sentit ascendent, cal preguntar-se si aquest creixement és sostenible. Són sòlids els fonaments en què es basen aquestes valoracions?

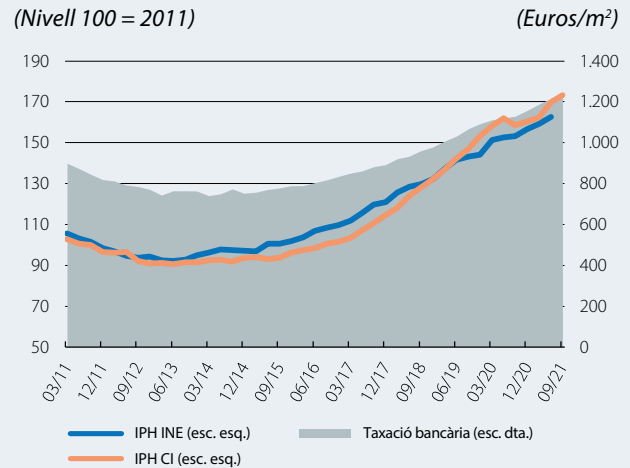
Seria raonable pensar que un augment de preu dels immobles servirà d'incentiu per a l'augment de l'oferta i per a l'increment de la inversió en la construcció d'edificis per a habitatge. Un moviment d'aquest tipus podria conduir a un excés d'oferta. Malgrat això, tenint en compte el llarg període de producció del sector de la construcció d'habitatge, aquest excés d'oferta no es genera en un o dos anys.

Per avaluar l'existència d'un sobredimensionament al mercat de l'habitatge (*housing overhang*),¹ es pot comparar la FBCF² residencial actual (en percentatge del PIB) amb la mitjana dels 20 últims anys. Des del 2015, la inversió en habitatge acumula un diferencial negatiu de 17 punts de PIB en relació amb la mitjana històrica dels 20 últims anys (el 5,5% del PIB), la qual cosa suggereix que no s'ha generat un excés d'oferta d'immobles residencials en els últims anys (al contrari).

Una altra manera d'estimar si el ritme actual de construcció d'habitatges és sostenible a llarg termini és comparar el nombre d'habitatges construïts amb la creació de llars. En assumir una taxa de depreciació dels habitatges del 2% (i donant per fet, implícitament, que un habitatge dura 50 anys), una taxa de construcció de 20 habitatges per cada 1.000 nuclis familiars mantindria constant l'estoc d'habitatges per unitat familiar. Sent més restrictius i considerant una depreciació dels habitatges de l'1%, cal un índex

1. Vegeu l'article Gros, D. (2007), «Bubbles in Real? A longer-term comparative analysis of housing prices in Europe and the US», CEPS Working Document, núm. 276, octubre.
2. Formació bruta de capital fix.

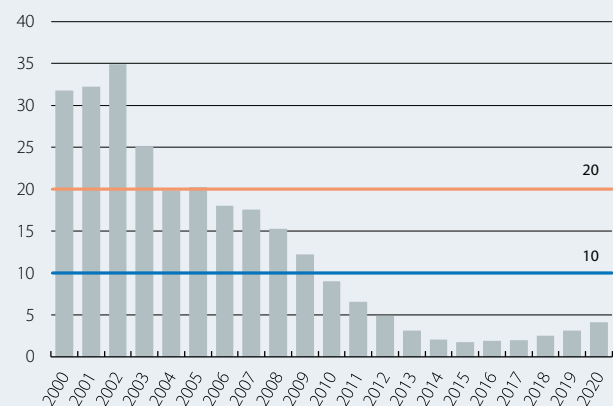
Portugal: índexs de preus d'habitatge i taxació bancària



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i de Confidencial Immobiliàrio.

Portugal: oferta d'habitatge nou

(Nombre d'habitatges nous per 1.000 llars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal i de Pordata.

de construcció de 10 habitatges per cada 1.000 llars per mantenir inalterat l'estoc d'habitatges.³ En el cas portuguès, l'índex de construcció ha estat inferior a aquests valors de referència: per sota de 20 des del 2006 i per sota de 10 des del 2010, la qual cosa apuntaria al fet que no s'ha produït un excés d'oferta d'habitatge nou que exerceixi pressió a la baixa sobre els preus.

En la mateixa línia, sembla que el percentatge d'habitatges nous en el mix de les transaccions, que s'ha reduït des de nivells per damunt del 30% fins al 2011 a percentatges de l'ordre del 15% en l'actualitat, confirma aquesta idea.

3. L'indicador de l'índex de construcció es pot ajustar tenint en compte, per exemple, l'índex anual de creixement de la població. Com que, a Portugal, en l'última dècada, els índexs anuals de creixement de la població han estat residuals/nuls, es va optar per no fer cap ajustament.

No obstant això, l'escenari no és tan encoratjador quan ens fixem en els determinants de la demanda, en concret en la renda de les famílies. L'OCDE elabora un indicador⁴ d'accessibilitat que relaciona el preu dels habitatges amb la renda disponible per habitant, i, segons les últimes dades disponibles (2T 2021), la ràtio de Portugal (= 134) surt mal parada si es compara amb la de la resta dels països de la zona de l'euro, ja que és la tercera pitjor, i amb la mitjana de l'OCDE (= 118,7).

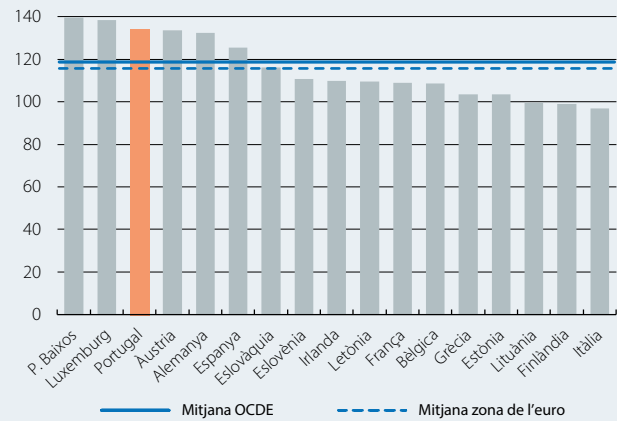
Si en la ràtio *house price-to-income* considerem la diferència del valor actual amb la mitjana històrica com un indicador de sobrevaloració, l'indicador actual es troba el 12% per damunt d'aquesta mitjana, i amb una tendència de fort creixement des del 2015, els habitatges són cada vegada menys accessibles en relació amb la renda de la població. De fet, entre el 2015 i el 2020, el creixement mitjà dels preus de l'habitatge es va aproximar al 9% anual, mentre que la renda mitjana disponible de les famílies va créixer només a un ritme del 3% anual. En altres paraules: el 2015, el valor mitjà dels habitatges a l'àrea metropolitana de Lisboa era l'equivalent a 5 anys i mig de la renda mitjana d'una família portuguesa i, el 2020, aquest valor va pujar fins als 6,5 anys.

Podríem ser davant una bombolla especulativa? Al mercat de l'habitatge, es produeixen bombolles quan els preus s'allunyen dels seus fonamentals i es genera una espiral d'expectatives d'augment de preus, la qual cosa empeny els participants al mercat a un «excés d'activitat» per obtenir guanys futurs per les revaloracions esperades. Aquest comportament condueix a un augment explosiu dels preus que domina de forma temporal la dinàmica de la sèrie temporal. Per aclarir aquesta possibilitat, apliquem a l'IPH una metodologia economètrica⁵ per detectar i delimitar períodes que poden estar associats a episodis de bombolla. El resultat d'aquest test estadístic queda expressat en l'últim gràfic: després del 3T 2017, podria haver-hi indicis de la formació d'una exuberància de preus al mercat de l'habitatge a Portugal. Només la inversió del cicle de tipus d'interès baixos, que cada vegada sembla una realitat menys llunyana, podrà confirmar o no el refredament de la demanda, sobretot, de l'apetència pels immobles com a inversió.

Tiago Belejo Correia

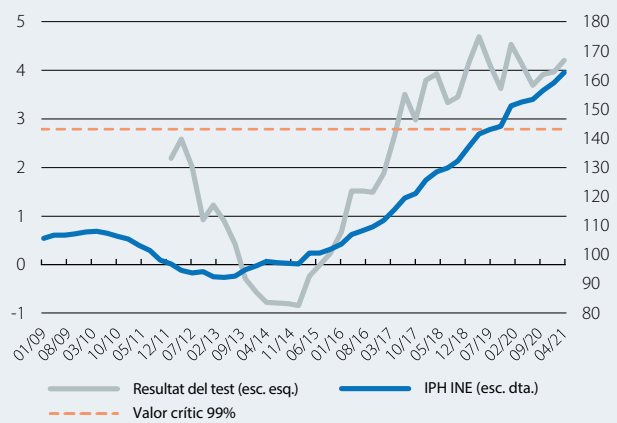
Portugal: preus de l'habitatge sobre els ingressos en el 2T 2021

(En % dels ingressos)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'OCDE Price-to-income.

Portugal: test economètric aplicat a l'índex de preus



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE GSADF.

4. Ràtio *house price-to-income*.

5. Generalized Supremum Augmented Dickey-Fuller (GSADF). Vegeu l'article de Phillips, P.C.B., Shi, S. i Yu, J. (2015), «Testing for multiple bubbles: Historical episodes of exuberance and collapse in the S&P 500», *International Economic Review*, 56 (4), 1.043-1.078.