

## Sector inmobiliario: esta vez es diferente, en España

Cuando hay múltiples frentes abiertos, es difícil identificar el flanco que potencialmente puede ser más vulnerable y protegerlo a tiempo. Esta es la sensación que uno puede tener en el contexto actual. Hasta la fecha, la actividad económica de los principales países desarrollados está resistiendo mejor de lo esperado. Destacan la recuperación de la confianza empresarial y, sobre todo, las buenas cifras de creación de empleo. Ello ha propiciado una leve mejora de las perspectivas de crecimiento del consenso de analistas.

Sin embargo, los riesgos que rodean la economía global son numerosos y no van a la baja. Las últimas semanas, toda la atención se ha centrado en el flanco financiero para valorar adecuadamente el impacto que podrían tener las turbulencias generadas por el Silicon Valley Bank y Credit Suisse. En cambio, en los meses precedentes, las energías se concentraron en estimar las consecuencias de la crisis energética, el alcance de las presiones inflacionistas o la capacidad de los bancos centrales para atajarla, desafíos aún muy presentes.

Todos estos frentes son difíciles de calibrar pero importantes. No se pueden perder de vista. Otro ámbito que hasta la fecha ha quedado en un segundo plano, y cuya evolución también hay que mantener en el radar, es el sector inmobiliario. Como demostró la crisis financiera de hace ya más de una década, este es un sector cuya evolución puede acabar afectando al conjunto de la economía. En los últimos trimestres, tras años de fuerte crecimiento, en varios países desarrollados ha comenzado a sufrir un ajuste.

Uno de los mejores termómetros para seguir la situación del sector lo ofrece la OCDE, con una base de datos que cubre 45 países. De estos, más de dos terceras partes ya presentan una tasa de crecimiento del precio real de la vivienda negativa. Otro dato que llama la atención: según los indicadores de la Fed de Dallas, hay cinco países en los que el precio de la vivienda se encuentra claramente por encima de los niveles de equilibrio y, por lo tanto, el ajuste del precio de la vivienda podría ser destacable.

Todo ello se analiza con detenimiento en varios artículos del presente *Informe Mensual*. Entre los países en los que el ajuste puede ser sustancial se encuentran EE. UU., Suecia, Alemania o el Reino Unido, con caídas que se estima que podrían situarse entre el 15% y el 20% en términos acumulados durante los próximos años. Es igualmente destacable que la economía española no se encuentra en la lista de países con mayores desequilibrios. De hecho, a nivel agregado no se estima que sea necesario un ajuste material en el precio de la vivienda.

Más allá de los precios de la vivienda, hay varios indicadores que muestran que, tras años reequilibrándose, el sector inmobiliario español presenta una salud razonablemente buena. Por un lado, el peso del sector se encuentra lejos del excesivo protagonismo que alcanzó hace 15 años. La inversión residencial supone el 5,5% del PIB, menos de la mitad que en 2007. Es igualmente importante que la actividad del sector se sustenta en niveles de deuda muy inferiores a los de hace una década. Concretamente, la deuda de los hogares se sitúa en el 54% del PIB, por debajo de los registros de la eurozona y lejos del 82% que se alcanzó en 2008. Además, cabe resaltar que el grueso de las hipotecas que se han concedido durante los últimos años son a tipo fijo, lo que limita el impacto del aumento de los tipos de interés que está llevando a cabo el BCE. Finalmente, también es destacable que la exposición del sector bancario al crédito promotor y a la construcción es ahora mucho más contenida, supone el 7% del total del crédito, menos de una tercera parte que en 2007.

En los países en los que el sector inmobiliario sí que presenta desequilibrios a nivel agregado, cabe esperar que se produzca un ajuste destacable los próximos años que, *a priori*, podría llevarse a cabo de forma gradual. La buena situación en la que se encuentra el mercado laboral, así como una situación financiera de los hogares globalmente saneada, limita los problemas de accesibilidad y debería evitar que se activen mecanismos de retroalimentación de caída de precios. Sin embargo, para que se cumpla este escenario es de suma importancia que las presiones inflacionistas vayan moderándose en los próximos meses y permitan que los bancos centrales dejen de aumentar los tipos de interés. Aunque en España el sector inmobiliario se encuentra en una posición de relativa fortaleza, un aterrizaje brusco del sector en los principales países desarrollados podría provocar un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una menor pujanza de la actividad económica global, lo que limitaría la capacidad de recuperación de la economía española.

**Oriol Aspachs**