

Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria (parte II)

Ejercicios de sensibilidad para los mercados inmobiliarios internacionales

En el Focus «[Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria \(parte I\)](#)» hemos documentado signos de sobrevaloración en distintos mercados inmobiliarios internacionales. Si bien algunos de ellos ya han empezado a corregirse, la tensión en las ratios de accesibilidad a la vivienda y el endurecimiento de la política monetaria resaltan la exigencia del entorno económico. Para calibrar la fuerza que ambas dinámicas pueden ejercer sobre estos mercados, realizamos dos ejercicios complementarios que nos informan sobre el ajuste potencial del precio de la vivienda que se podría llegar a producir.

En primer lugar, calculamos la caída del precio de la vivienda necesaria para que la ratio de accesibilidad a la vivienda (precio de la vivienda entre la renta disponible del hogar) volviera, en los próximos dos años, al nivel anterior al estallido de la pandemia. En segundo lugar, estimamos un modelo econométrico que nos informa sobre la sensibilidad del precio de la vivienda frente a una *shock* del tipo de interés para cada uno de los países.

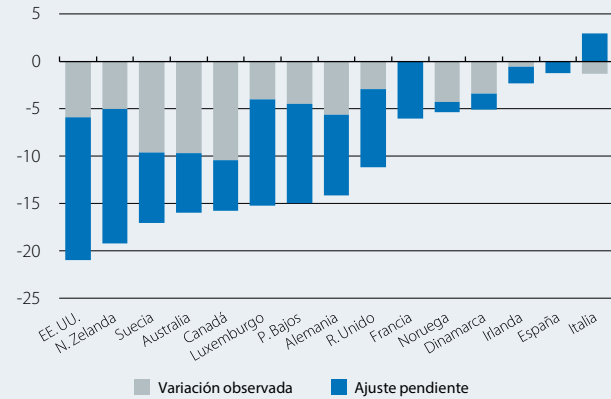
Según la primera metodología,¹ y para el conjunto de los 25 países analizados, el ajuste promedio del precio nominal de la vivienda en los próximos dos años desde su valor máximo podría ser de alrededor del 13%.² Sin embargo, las diferencias entre países son reseñables. EE. UU. y Nueva Zelanda son los mercados en los que estimamos que el ajuste del precio de la vivienda debería ser mayor (cerca del 20% *peak-to-bottom*) para recobrar la ratio de accesibilidad de finales de 2019. En ambos países los precios empezaron a caer a mediados del año pasado, pero todavía quedarían pendientes unos dos tercios del ajuste total estimado. Por el otro lado, en Italia estimamos que el precio de la vivienda tiene margen de crecimiento en los próximos dos años, puesto que el aumento previsto de la renta de los hogares ya conseguiría por sí solo que la ratio de accesibilidad converja, a finales de 2024, al nivel del 4T 2019. Para España, no se

1. Este cálculo asume que la renta del hogar en 2023-2024 (el denominador de la ratio de accesibilidad) crece al mismo ritmo que el PIB real y según las previsiones del FMI (WEO de octubre de 2022). También hemos realizado cálculos alternativos usando previsiones del PIB per cápita y del PIB nominal. Los resultados son cualitativamente similares. Es decir, el ajuste para recobrar la ratio de accesibilidad del 4T 2019 se consigue, en parte, gracias a la mejora del denominador (renta).

2. Consideramos un periodo temporal de ocho trimestres para que se realice este ajuste, puesto que es el tiempo que el impacto del endurecimiento de la política monetaria suele tardar en alcanzar su impacto máximo tras el incremento de los tipos de interés oficiales por parte de los bancos centrales.

Ajuste potencial del precio de la vivienda

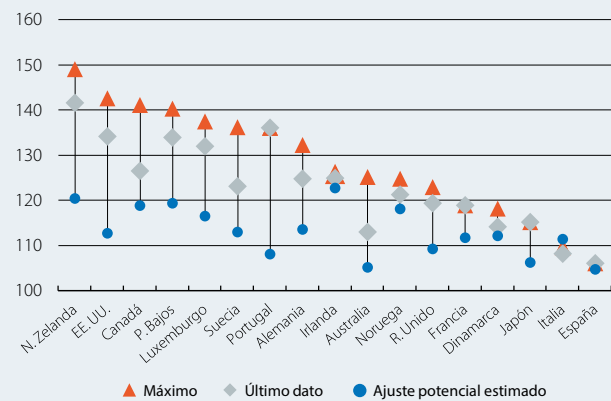
(Porcentaje de caída respecto al nivel máximo alcanzado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011), y datos de Refinitiv.

Evolución del precio de la vivienda desde 2019 y ajuste potencial estimado

(100 = diciembre 2019)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011), y datos de Refinitiv.

Impacto de las subidas de tipos observadas en 2022 sobre los precios inmobiliarios

Desviación (%)



Notas: 1) Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos. 2) p25, p50 y p75 se refieren a los percentiles 25, 50 y 75 de la respuesta mediana de los precios en una muestra formada por EE. UU., agregado eurozona, Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos, Irlanda, Finlandia, Noruega, Dinamarca, Reino Unido, Canadá y Australia. Fuente: CaixaBank Research.

estima que sea necesario un ajuste material en el precio de la vivienda. Suecia, Australia y Canadá, que se encuentran entre los mercados que más se llegaron a sobrecalentar, destacan por haber realizado ya más de la mitad del ajuste. En cambio, Luxemburgo y Países Bajos, con un potencial de ajuste similar (alrededor del 15%), solamente habrían completado una cuarta parte del camino.

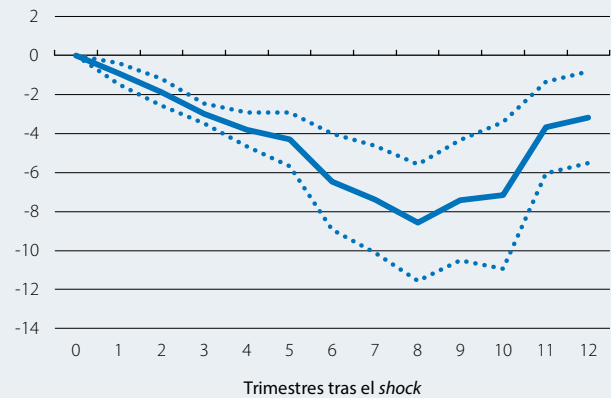
A pesar de que los ajustes potenciales estimados son elevados, también es importante remarcar que, incluso así, el precio de la vivienda seguiría estando a finales de 2024 por encima del nivel de diciembre de 2019 en todos los países. Es decir, se trata de una corrección parcial del precio de la vivienda tras los fuertes repuntes registrados durante la pandemia (véase el segundo gráfico).

La segunda metodología³ señala que el endurecimiento de la política monetaria observado en los últimos trimestres tiene, de mediana, un potencial de ajuste sobre los precios cercano al 5%.⁴ El análisis sugiere que las subidas de tipos tardan alrededor de ocho trimestres en transmitirse plenamente sobre los precios de la vivienda, lo que apunta a un enfriamiento gradual de los mercados inmobiliarios que podría prolongarse durante 2023 y 2024. Además, este ejercicio nos permite separar el impacto final del endurecimiento monetario entre dos fuerzas: por un lado, la sensibilidad de cada economía a una subida de tipos determinada; y, por el otro, la subida de tipos realmente observada en los últimos trimestres. Así, y en una línea parecida a la del primer ejercicio, en algunas economías estimamos un potencial impacto que se acerca al 15%, mientras que en otras apenas se estima efecto.

Por ejemplo, en EE. UU. la sensibilidad estimada de los precios inmobiliarios a los tipos de interés no es de las más elevadas de la muestra, pero el endurecimiento monetario sí lo ha sido y se traduce en un potencial de corrección relativamente alto (casi del 20%). La imagen para el conjunto de la eurozona es parecida, aunque algo más moderada por su menor tensionamiento de los tipos de interés (potencial algo inferior al 15%). Sin embargo, el impacto estimado entre las grandes economías europeas es claramente inferior (entre -2% y -10%). En el conjunto de la muestra, los mercados más señalados por este ejercicio son los anglosajones, con Canadá, Australia y el ya mencionado caso de EE. UU., además de Países Bajos en Europa.

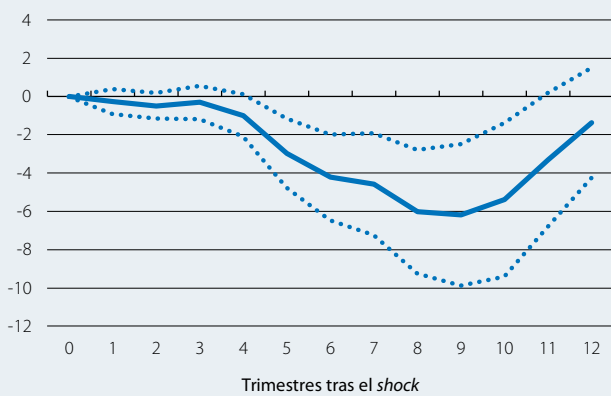
3. Reproducimos y extendemos al resto de los países el modelo de la eurozona de Battistini *et al.* (2022), «The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market», BCE, Boletín Económico 6/2022. En concreto, estimamos un vector-autorregresivo entre el precio de la vivienda, la inversión residencial y el tipo de interés hipotecario, añadiendo variables de control (PIB real, IPC, tipo de interés interbancario de corto plazo y crédito inmobiliario), para el periodo 2003-2022. Las funciones de impulso-respuesta se estiman con el método de proyecciones locales.
 4. Analizamos un grupo de países anglosajones (EE. UU., Reino Unido, Canadá y Australia), otro de europeos (agregado eurozona, Alemania, Francia, Italia, España, Países Bajos e Irlanda) y otro de escandinavos (Noruega, Dinamarca y Finlandia).

Eurozona: impacto en los precios inmobiliarios de un aumento de 1 p. p. en los tipos de interés
 Desviación (%)



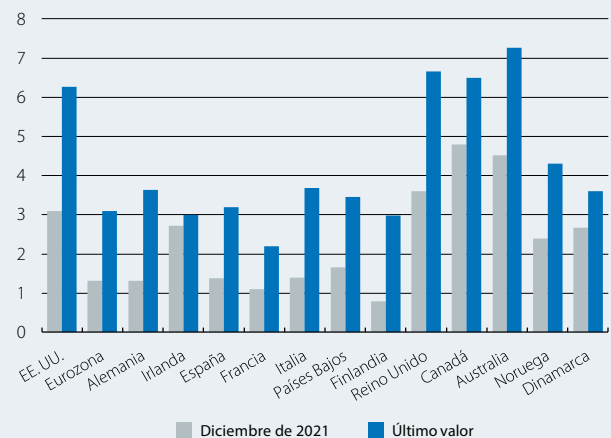
Nota: Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos.
 Fuente: CaixaBank Research.

EE. UU.: impacto en los precios inmobiliarios de un aumento de 1 p. p. en los tipos de interés
 Desviación (%)



Nota: Desviación respecto al nivel de precios que prevalecería en ausencia de cambios en los tipos.
 Fuente: CaixaBank Research.

Tipos de interés hipotecarios (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed, del BCE, del BoE, del Banco de Canadá, de RBA, del Norges Bank y del Danmarks Nationalbank.