

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

El mercado inmobiliario es una de las principales correas de transmisión de la política monetaria a la economía real. El endurecimiento de las condiciones financieras se traslada a los tipos de interés hipotecarios y enfría la demanda de vivienda. Además, el alza de la inflación merma el poder adquisitivo de los hogares y también debilita la demanda de vivienda por esta otra vía. Dado el notable endurecimiento de la política monetaria en los últimos trimestres, a continuación, documentamos el cambio de tendencia que ya se está empezando a producir en algunos mercados inmobiliarios internacionales y analizamos la magnitud del ajuste que podría quedar por delante.

### Diagnóstico: ¿qué mercados inmobiliarios acumularon mayores desequilibrios?

En muchas economías desarrolladas, hace años que el precio de la vivienda venía subiendo de forma muy significativa, y la tendencia se aceleró durante la pandemia (por cambio de preferencias, política fiscal y monetaria expansiva, oferta limitada, etc.). El precio de la vivienda global pasó de crecer un 2,8% en 2019 a un 4,5% en 2020 y aceleró hasta el 11,8% en 2021, en términos nominales (1,4%, 3,5% y 8,6%, respectivamente, en términos reales).<sup>1</sup> Esta tendencia alcista se frenó en 2022, sobre todo en términos reales (avance del 4,1% interanual en el 3T 2022) (véase el primer gráfico). El repunte del precio de la vivienda fue muy superior a la evolución de la renta de los hogares y conllevó una notable sobrevaloración en algunos mercados. Así, según el Exuberance Indicator de la Fed de Dallas, 12 de los 25 países analizados mostraban signos de sobrevaloración en el 3T 2021.<sup>2</sup>

Los países que más preocupan son aquellos en los que el repunte de precios vino acompañado por un incremento de la deuda de los hogares (que ya se encontraba en niveles elevados en algunos casos). En este grupo, destacan Nueva Zelanda, Canadá, Australia y EE. UU. En Europa, los casos señalados son Países Bajos, Luxemburgo, Suecia, Dinamarca y Noruega. Además, en estos países dominan las hipotecas a tipo variable, lo que implica que los hogares recientemente hipotecados son más vulnerables al incremento de los tipos de interés. En un segundo grupo aparecen Portugal, Alemania y el Reino Unido, países que también registraron fuertes crecimientos del precio de la vivienda durante la pandemia y un aumento del endeudamiento de los hogares.

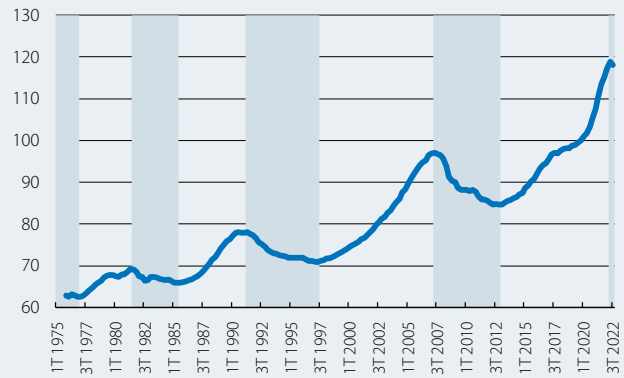
### Situación actual: cambio de tendencia en los mercados inmobiliarios

Los mercados inmobiliarios de varias economías avanzadas empezaron a corregirse a mediados de 2022, en un

1. Indicador del precio de la vivienda global construido a partir de 25 países avanzados. Véase: <https://int.housing-observatory.com/>.  
2. La corrección de precios experimentada desde el verano pasado en muchas economías ya ha enfriado algunos de estos mercados, de modo que en el 3T 2022 solamente cinco países mostraban signos de sobrevaloración.

### Precio de la vivienda a nivel global

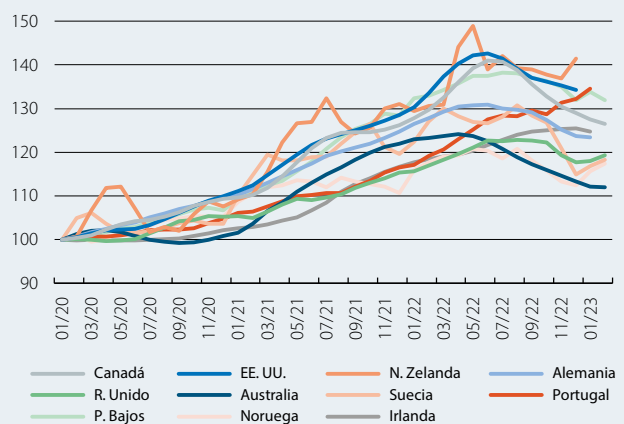
Índice (100 = 4T 2019)



**Nota:** Precio en términos reales agregado de 25 países con pesos dinámicos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de la base de datos del International Housing Observatory, descrita en Mack y Martínez-García (2011).

### Precio nominal de la vivienda

Índice (100 = enero 2020)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.

contexto de mayores tipos de interés y erosión de la renta real disponible de los hogares. Los mercados que registran los mayores descensos en el precio de la vivienda desde su máximo (con datos hasta diciembre de 2022 o febrero de 2023, según el país) son Australia (-9,7%), Suecia (-9,6%), Canadá (-10,4%), EE. UU. (-5,9%), Alemania (-5,7%), Nueva Zelanda (-5,0%) y Noruega (-2,8%). A pesar de estas caídas, el precio de la vivienda en todos estos países se encuentra todavía por encima del nivel prepandemia. Asimismo, las compraventas caen a tasas de dos dígitos en términos interanuales en varios de estos países: Australia (-47%), Noruega (-38%), Suecia (-35%), EE. UU. (-33%) y Nueva Zelanda (-31%).<sup>3</sup>

Las señales de enfriamiento son algo más modestas en el Reino Unido y Países Bajos, con caídas de precios inferiores

3. Variación interanual promedio de los últimos tres meses con datos disponibles. La fecha del último dato corresponde a diciembre, enero o febrero de 2023, según el país.

## Indicadores del mercado inmobiliario residencial en varias economías desarrolladas

(%)

	Precio de la vivienda			Deuda de los hogares		Tipo variable	¿Vivienda sobrevalorada?
	Variación entre dic.-2019 y máx.	Variación desde máx.	Variación anual último dato	% RDB último dato	Variación vs. 4T 2019 (p. p.)	% nuevo crédito hipotecario (2019-2022)	Indicador exhuberancia Fed Dallas
N. Zelanda	49,1	-5,0	8,0	122	4,2	-	SÍ
EE. UU.	42,6	-5,9	4,4	101	2,6	5	SÍ
Canadá	41,2	-10,4	-2,5	179	1,7	-	SÍ
P. Bajos	40,4	-4,5	-0,8	198	-13,4	15	SÍ
Luxemburgo	37,5	-	11,1	193	8,0	38	SÍ
Suecia	36,2	-9,6	-7,0	193	9,2	64	SÍ
Portugal	32,7	-	13,1	113	2,9	69	-
Alemania	32,3	-5,7	-2,4	91	3,4	11	SÍ
Irlanda	25,7	-0,6	6,1	96	-30,0	21	NO
Australia	25,2	-9,7	-9,1	196	-1,1	-	SÍ
Noruega	24,8	-2,8	-0,3	241	-2,8	-	MEDIO
R. Unido	23,0	-2,9	2,1	139	2,6	4	NO
Francia	18,9	-	6,5	118	5,5	3	SÍ
Dinamarca	18,2	-3,8	-2,4	204	-32,0	26	SÍ
Japón	15,2	-	7,5	115	-1,3	-	MEDIO
Italia	9,7	-1,0	3,0	81	-0,1	26	NO
España	6,1	-	7,6	94	-3,0	30	NO

**Notas:** Los datos de deuda para Nueva Zelanda, Luxemburgo, Noruega y Japón corresponden a 2021 y en % de la renta neta. Se considera vivienda sobrevalorada si el indicador de exhuberancia del precio real de la vivienda fue superior al valor crítico en al menos un trimestre en el periodo 2021-2022 (modelos con 1 y 4 lags). «MEDIO» indica que lo supera según solo uno de los dos modelos considerados.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BCE, de Refinitiv, de la Reserva Federal de Dallas y de la OCDE.

al 5%, pero el retroceso de la actividad empieza a ser evidente (caída interanual de compraventas del 18,2% en el Reino Unido y del 15,5% en Países Bajos en febrero de 2023).

### Perspectivas futuras

La tendencia descendente del precio de la vivienda debería continuar en los próximos trimestres, a medida que el endurecimiento de la política monetaria se traslada a la economía real.<sup>4</sup> La velocidad e intensidad del ajuste en los distintos mercados inmobiliarios dependerán en gran medida de los desequilibrios que se hayan acumulado en la fase expansiva del ciclo inmobiliario. En consecuencia, las correcciones deberían ser más abultadas en aquellos mercados en los que: (i) los precios de la vivienda crecieron con más intensidad, por encima de la renta de las familias (mercados sobrevalorados), (ii) el endeudamiento de los hogares es elevado y ha mantenido una tendencia ascendente en los últimos años, y (iii) el coste de financiación para la compra de vivienda ha subido más con las actuaciones de los bancos centrales en los últimos trimestres.

Para valorar el ajuste potencial en el precio de la vivienda que podría llegarse a producir en estos mercados, en el Focus «[Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria \(parte II\)](#)» de este mismo informe, analizamos en detalle la presión ejercida por el tensionamiento de la accesibilidad y por el aumento de los tipos de interés. Los

4. Generalmente, el precio de la vivienda suele mostrar cierta rigidez a ajustarse a la baja en los cambios de ciclo. Las fuertes caídas que se observan en el número de compraventas sugieren que el ajuste en el precio de la vivienda seguirá en los próximos trimestres.

ejercicios que realizamos apuntan a correcciones potenciales (para el promedio de los países analizados) cercanas al 15%. Más allá de esta cifra, hay dos matices importantes. En primer lugar, la corrección estimada no es abrupta, sino que se estima que se puede producir en un horizonte de dos años. En segundo lugar, hay diferencias no desdeñables entre países, con un mayor potencial de ajuste en las economías anglosajonas (en concreto, EE. UU., Australia y Canadá) y cierta heterogeneidad dentro de Europa. En este sentido, cabe destacar que el mercado inmobiliario español se encuentra en una buena posición, tanto en términos relativos como absolutos. Asimismo, debe tenerse en cuenta que los ejercicios realizados nos dan una medida de la caída potencial de los precios de la vivienda en aquellos países en los que los desequilibrios son más pronunciados, pero son ejercicios ilustrativos, que no controlan por todos los factores relevantes y, por lo tanto, ofrecen más una medida del riesgo que no una previsión. De hecho, hay varios factores que ofrecen apoyo al mercado inmobiliario. Por encima de todo, destaca el buen desempeño del mercado laboral, generalizado entre las economías analizadas, y que ofrece apoyo a la renta de los hogares y, por lo tanto, ayuda a mitigar los problemas de accesibilidad y limita las ventas forzadas. Asimismo, los hogares cuentan con balances más saneados y los bancos cuentan con amplios colchones de capital para absorber las potenciales pérdidas sin que se activen mecanismos de retroalimentación de caída de precios. Con todo, la corrección de los mercados inmobiliarios donde más desequilibrios se han acumulado no deja de ser un riesgo cuando la política monetaria cambia de rumbo de forma súbita.