

## Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)

El mercat immobiliari és una de les principals corretges de transmissió de la política monetària a l'economia real. L'enduriment de les condicions financeres es trasllada als tipus d'interès hipotecaris i refreda la demanda d'habitatge. A més a més, l'alça de la inflació redueix el poder adquisitiu de les llars i també afebleix la demanda d'habitatge per aquesta altra via. Atès el notable enduriment de la política monetària en els últims trimestres, tot seguit, documentem el canvi de tendència que ja s'està començant a produir en alguns mercats immobiliaris internacionals i analitzem la magnitud de l'ajust que podria quedar per a més endavant.

### Diagnòstic: quins mercats immobiliaris van acumular majors desequilibris?

A moltes economies desenvolupades, fa anys que el preu de l'habitatge ha pujat de forma molt significativa, i la tendència es va accelerar durant la pandèmia (pel canvi de preferències, per la política fiscal i monetària expansiva, per l'oferta limitada, etc.). El preu de l'habitatge global va passar de créixer el 2,8% el 2019 al 4,5% el 2020 i es va accelerar fins a l'11,8% el 2021, en termes nominals (l'1,4%, el 3,5% i el 8,6%, respectivament, en termes reals).<sup>1</sup> Aquesta tendència alcista es va frenar el 2022, sobretot en termes reals (avanç del 4,1% interanual en el 3T 2022) (vegeu el primer gràfic). El repunt del preu de l'habitatge va ser molt superior a l'evolució de la renda de les llars i va comportar una notable sobrevaloració en alguns mercats. Així, segons l'Exuberance Indicator de la Fed de Dallas, 12 dels 25 països analitzats mostraven signes de sobrevaloració en el 3T 2021.<sup>2</sup>

Els països que més preocupen són aquells en què el repunt de preus va anar acompanyat d'un increment del deute de les llars (que, en alguns casos, ja es trobava en nivells elevats). En aquest grup, destaquen Nova Zelanda, el Canadà, Austràlia i els EUA. A Europa, els casos assenyalats són els Països Baixos, Luxemburg, Suècia, Dinamarca i Noruega. A més a més, en aquests països, dominen les hipoteques a tipus variable, la qual cosa implica que les llars hipotecades recentment són més vulnerables a l'increment dels tipus d'interès. En un segon grup apareixen Portugal, Alemanya i el Regne Unit, països que també van registrar forts creixements del preu de l'habitatge durant la pandèmia i un augment de l'endeutament de les llars.

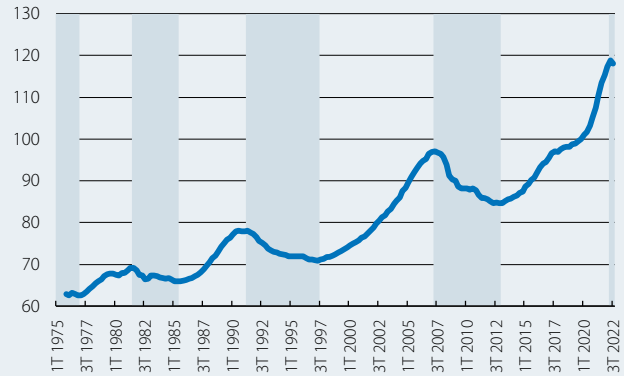
### Situació actual: canvi de tendència als mercats immobiliaris

Els mercats immobiliaris de diverses economies avançades es van començar a corregir cap a la meitat del 2022, en un

1. Indicador del preu de l'habitatge global construït a partir de 25 països avançats. Vegeu: <https://int.housing-observatory.com/>.  
 2. La correcció de preus experimentada des de l'estiu passat a moltes economies ja ha refredat alguns d'aquests mercats, de manera que, en el 3T 2022, només cinc països mostraven signes de sobrevaloració.

### Preu de l'habitatge a nivell global

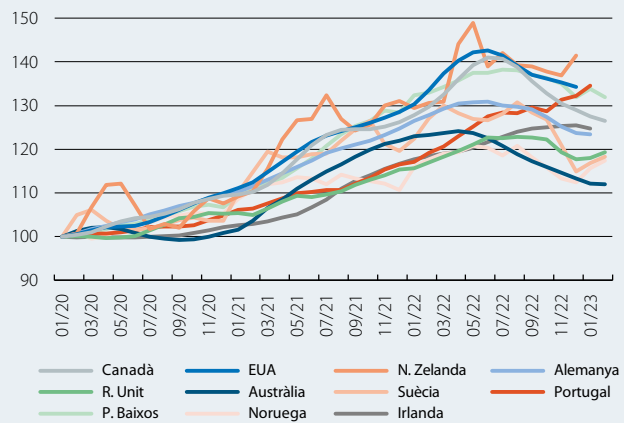
Índex (100 = 4T 2019)



**Nota:** Preu en termes reals agregat de 25 països amb pesos dinàmics.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de la base de dades de l'International Housing Observatory, descrita a Mack i Martínez-García (2011).

### Preu nominal de l'habitatge

Índex (100 = gener 2020)



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

context de tipus d'interès més alts i d'erosió de la renda real disponible de les llars. Els mercats que registren els majors descensos en el preu de l'habitatge des del seu màxim (amb dades fins al desembre del 2022 o fins al febrer del 2023, segons el país) són Austràlia (el -9,7%), Suècia (el -9,6%), el Canadà (el -10,4%), els EUA (el -5,9%), Alemanya (el -5,7%), Nova Zelanda (el -5,0%) i Noruega (el -2,8%). Malgrat aquestes caigudes, el preu de l'habitatge a tots aquests països es troba encara per damunt del nivell pre-pandèmia. Així mateix, les compravendes cauen a taxes de dos dígitos en termes interanuals en diversos d'aquests països: Austràlia (el -47%), Noruega (el -38%), Suècia (el -35%), els EUA (el -33%) i Nova Zelanda (el -31%).<sup>3</sup>

3. Variació interanual mitjana dels tres últims mesos amb dades disponibles. La data de l'última dada correspon al desembre, al gener o al febrer del 2023, segons el país.

## Indicadors del mercat immobiliari residencial a diverses economies desenvolupades

(%)

	Preu de l'habitatge			Deute de les llars		Tipus variable	Habitatge sobrevalorat?
	Variació entre des.-2019 i màx.	Variació des de màx.	Variació anual última dada	% RDB última dada	Variació vs. 4T 2019 (p. p.)	% nou crèdit hipotecari (2019-2022)	Indicador exuberància Fed Dallas
N. Zelanda	49,1	-5,0	8,0	122	4,2	-	SÍ
EUA	42,6	-5,9	4,4	101	2,6	5	SÍ
Canadà	41,2	-10,4	-2,5	179	1,7	-	SÍ
P. Baixos	40,4	-4,5	-0,8	198	-13,4	15	SÍ
Luxemburg	37,5	-	11,1	193	8,0	38	SÍ
Suècia	36,2	-9,6	-7,0	193	9,2	64	SÍ
Portugal	32,7	-	13,1	113	2,9	69	-
Alemanya	32,3	-5,7	-2,4	91	3,4	11	SÍ
Irlanda	25,7	-0,6	6,1	96	-30,0	21	NO
Austràlia	25,2	-9,7	-9,1	196	-1,1	-	SÍ
Noruega	24,8	-2,8	-0,3	241	-2,8	-	MITJÀ
R. Unit	23,0	-2,9	2,1	139	2,6	4	NO
França	18,9	-	6,5	118	5,5	3	SÍ
Dinamarca	18,2	-3,8	-2,4	204	-32,0	26	SÍ
Japó	15,2	-	7,5	115	-1,3	-	MITJÀ
Itàlia	9,7	-1,0	3,0	81	-0,1	26	NO
Espanya	6,1	-	7,6	94	-3,0	30	NO

**Notes:** Les dades de deute per a Nova Zelanda, Luxemburg, Noruega i el Japó corresponen al 2021 i en % de la renda neta. Es considera que l'habitatge està sobrevalorat si l'indicador d'exuberància del preu real de l'habitatge va ser superior al valor crític en, com a mínim, un trimestre durant el període 2021-2022 (models amb 1 i 4 lags). «MITJÀ» indica que el supera segons només un dels dos models considerats.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BCE, de Refinitiv, de la Reserva Federal de Dallas i de l'OCDE.

Els senyals de refredament són una mica més modestos al Regne Unit i als Països Baixos, amb caigudes de preus inferiors al 5%, però la reculada de l'activitat comença a ser evident (caiguda interanual de compravendes del 18,2% al Regne Unit i del 15,5% als Països Baixos al febrer del 2023).

### Perspectives futures

La tendència descendent del preu de l'habitatge hauria de continuar en els propers trimestres, a mesura que l'enduriment de la política monetària es traslladi a l'economia real.<sup>4</sup> La velocitat i la intensitat de l'ajust als diferents mercats immobiliaris dependran, en gran mesura, dels desequilibris que s'hagin acumulat en la fase expansiva del cicle immobiliari. En conseqüència, les correccions haurien de ser més importants als mercats en què: (i) els preus de l'habitatge van créixer amb més intensitat, per damunt de la renda de les famílies (mercats sobrevalorats); (ii) l'endeutament de les llars és elevat i ha mantingut una tendència ascendent en els últims anys, i (iii) el cost de finançament per a la compra d'habitatge ha pujat més amb les actuacions dels bancs centrals en els últims trimestres.

Per valorar l'ajust potencial en el preu de l'habitatge que es podria arribar a produir en aquests mercats, al Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part II)», d'aquest mateix informe, analitzem de forma detallada la

pressió exercida pel tensionament de l'accessibilitat i per l'augment dels tipus d'interès. Els exercicis que realitzem apunten a correccions potencials (per a la mitjana dels països analitzats) pròximes al 15%. Més enllà d'aquesta xifra, hi ha dos matisos importants. En primer lloc, la correcció estimada no és abrupta, sinó que s'estima que es pot produir en un horitzó de dos anys. En segon lloc, hi ha diferències no menyspreables entre països, amb un major potencial d'ajust a les economies anglosaxones (en concret, els EUA, Austràlia i el Canadà) i amb una certa heterogeneïtat a Europa. En aquest sentit, cal destacar que el mercat immobiliari espanyol es troba en una bona posició, tant en termes relatius com absoluts. Així mateix, cal tenir en compte que els exercicis realitzats ens donen una mesura de la caiguda potencial dels preus de l'habitatge en aquells països en què els desequilibris són més pronunciats, però es tracta d'exercicis il·lustratius, que no controlen per tots els factors rellevants i que, per tant, ofereixen més una mesura del risc que no una previsió. De fet, hi ha diversos factors que ofereixen suport al mercat immobiliari. Per damunt de tot, destaca el bon funcionament del mercat laboral, generalitzat entre les economies analitzades i que ofereix suport a la renda de les llars i que, per tant, ajuda a mitigar els problemes d'accessibilitat i limita les vendes forçades. Així mateix, les llars compten amb balanços més sanejats i els bancs disposen d'amplis matalassos de capital per absorbir les pèrdues potencials sense que s'activin mecanismes de retroalimentació de caiguda de preus. Així i tot, la correcció dels mercats immobiliaris on més desequilibris s'han acumulat no deixa de ser un risc quan la política monetària canvia de rumb de manera sobtada.

4. Generalment, el preu de l'habitatge sol mostrar una certa rigidesa a l'hora d'ajustar-se a la baixa en els canvis de cicle. Les fortes caigudes que s'observen en el nombre de compravendes suggereixen que l'ajust en el preu de l'habitatge continuarà en els propers trimestres.