

## EUA: què passa amb la desacceleració del sector immobiliari?

El sector immobiliari dels EUA ha començat a mostrar signes d'alentiment en els últims trimestres, i aquest canvi de tendència ha obert el debat sobre si representa un risc important per a l'actual etapa expansiva de l'economia nord-americana, que es troba prop de batre el rècord de creixement més durador dels 170 últims anys. En especial, perquè a ningú se li escapa que el sector immobiliari va jugar un paper determinant en la crisi econòmico-financera del 2008.

### Constatació de l'alentiment i efecte econòmic a curt termini

Diverses variables del mercat immobiliari han mostrat una desacceleració clara en els últims mesos. La inversió residencial ha passat de créixer prop del 3,5% en termes reals el 2017 a menys de l'1,0% en els tres primers trimestres del 2018, les vendes d'habitatges tant nous com de segona mà han caigut des del començament d'enguany, i el creixement dels preus s'ha moderat (vegeu el primer i el segon gràfics).

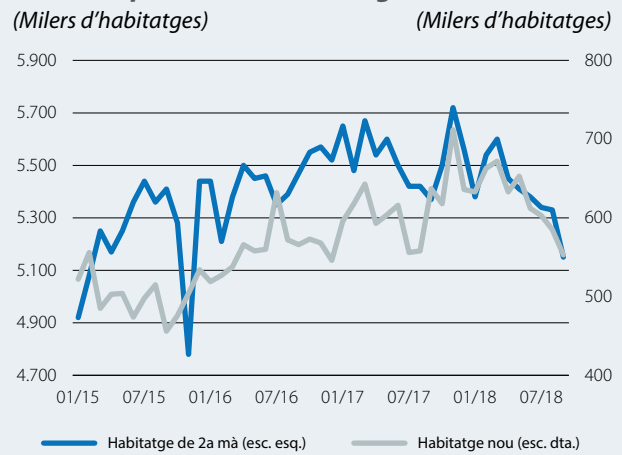
Es tracta d'un canvi de tendència previsible, en part, tenint en compte el procés de normalització monetària de la Fed. Així, a conseqüència de la retirada gradual d'estímul monetaris, el tipus d'interès sobre les hipoteques a 30 anys ha augmentat 100 p. b. amb prou feines en un any (fins al voltant del 5,0%, el màxim dels vuit últims anys), la qual cosa explica gairebé dues terceres parts de la desacceleració observada en la inversió residencial.<sup>1</sup> Així mateix, la reforma tributària aprovada pel Congrés nord-americà al desembre del 2017, que va rebaixar la deducció tant dels interessos hipotecaris com dels impostos sobre béns immobles, ha influït també en la desacceleració recent del sector.

Aquestes pressions a la baixa sobre el sector immobiliari es mantindran en els propers trimestres, la qual cosa llastarà, en certa mesura, l'activitat econòmica. En concret, a conseqüència d'aquest alentiment de la inversió residencial i de l'impacte de la riquesa immobiliària sobre el consum, el sector immobiliari passarà de contribuir al creixement anual del PIB nord-americà al voltant de 0,3 p. p. entre el 2015 i el 2017 a, probablement, tenir una contribució nul·la el 2018 i al voltant de 0,15 p. p. el 2019 i el 2020.

A mitjà termini, creiem que és poc probable que es produeixi una disrupció forta al sector immobiliari amb conseqüències sobre el sistema financer i sobre l'activitat econòmica, com sí que va succeir fa 10 anys. De fet, com veurem tot seguit, sembla que els desequilibris actuals al

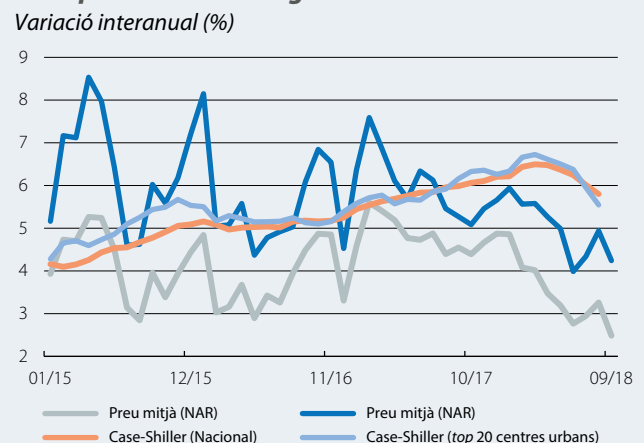
1. Així ho suggereixen les estimacions de Goldman Sachs (2018), «The Housing Slowdown».

### EUA: compravenda d'habitatge



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors.

### EUA: preu de l'habitatge



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la National Association of Realtors (NAR) i d'Standard & Poor's.

sector són relativament continguts, la qual cosa hauria de facilitar que repregui la senda de creixement en els propers anys.

### Desequilibris continguts: preus, oferta i endeutament

Després de cinc anys de creixement considerable (al voltant del 6,0% anual), els preus de l'habitatge als EUA se situen el 50% per damunt dels registrats el 2012 (el seu punt més baix) i el 10% per damunt dels del començament del 2007 (el pic més alt). No obstant això, per valorar si els preus de l'habitatge són massa alts (o baixos), abans de res hem de relacionar-los amb altres indicadors que mostrin la capacitat de compra de les famílies. Una mesura comuna és la ràtio entre els preus de l'habitatge i la renda de les llars. Si ens fixem en el cas de la família mitjana, entre el 1980 i el 2017, aquesta ràtio ha oscil·lat entre el 2,5

i el 4, amb una mitjana històrica del 3. Atès que, en l'actualitat, se situa en el 3,3, no sembla que el nivell d'esforç o d'accessibilitat de les famílies per adquirir un habitatge es trobi gaire lluny del que ha estat habitual al país.<sup>2</sup>

Així i tot, en aquest punt, és necessària una certa cautela. En primer lloc, perquè, en un país tan gran com els EUA, els agregats a nivell nacional poden ser enganyosos, ja que el mercat immobiliari està molt segmentat i, de vegades, es produeixen diferències regionals notables. En aquest sentit, malgrat que els nivells d'esforç per accedir a l'habitatge se situen, en general, en nivells raonables, hi ha algunes importants zones metropolitanes a la costa oest del país i també al nord-est on els preus se situen en cotes molt menys assequibles per a les famílies amb uns ingressos mitjans (vegeu el tercer gràfic).<sup>3</sup> En segon lloc, cal destacar que, tot i que la ràtio d'esforç a nivell nacional no s'allunya dels paràmetres habituals, ha augmentat de forma gradual però ininterrompuda des del 2012 (des del 2,7 el 2012 al 3,3).

L'endeutament de les famílies relacionat amb el sector immobiliari és un altre element que cal analitzar quan avaluem el nivell de desequilibris del sector. En aquest àmbit, observem com, d'una banda, el deute hipotecari de les llars en relació amb la seva riquesa immobiliària se situa lleugerament per sota de la mitjana històrica (en el 35,5% actual, enfront de la mitjana del 37,2).<sup>4</sup> De l'altra, durant el boom immobiliari previ a l'esclat de la bombolla el 2007, es va produir un increment fort de les anomenades línies de crèdit hipotecari (amb les quals les famílies aconseguen préstecs al consum usant la casa com a col·lateral), que va fomentar nivells molt elevats de consum de les llars (i que van ser insostenibles després del col·lapse del sector). En l'actualitat, però, aquestes línies de crèdit han disminuït de forma important, fins a situar-se en cotes mínimes.

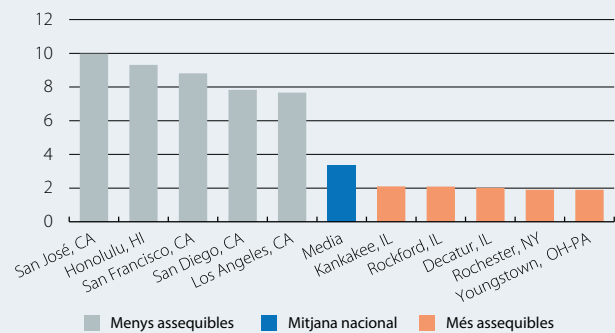
Finalment, no s'observa un desequilibri entre l'oferta d'habitatges i la demanda derivada de les tendències demogràfiques del país nord-americà. En concret, el ritme de construcció roman en nivells continguts en relació amb la demanda per la formació de noves llars (vegeu el quart gràfic), la qual cosa és un element de suport al cicle expansiu del mercat immobiliari iniciat el 2012.

2. Ràtio entre el preu de l'habitatge mitjà i la renda de la família mitjana (segons les dades de la *National Association of Realtors*), tots dos a nivell nacional. Els resultats són semblants als d'altres fonts de dades per al preu de l'habitatge i per a la renda de les llars.  
 3. Honolulu, la capital de l'arxipèlag de Hawaii, també apareix en el top de les classificacions de ciutats menys assequibles. Una característica, d'altra banda, força comuna de les grans ciutats en illes remotes.  
 4. Tot i que aquesta ràtio no és gaire informativa en períodes amb uns nivells de preus dels actius immobiliaris insosteniblement alts, no sembla que aquest sigui el cas avui dia, tal com es dedueix de les ràtios d'esforç per a la compra d'habitatge de les llars.

En definitiva, en aquest nou cicle expansiu del sector immobiliari, no s'observen els excessos més rellevants que es van donar cap a la meitat del 2000, com l'elevada construcció, els preus desbocats i l'auge del crèdit basat en el mercat immobiliari. Així, doncs, tot indica que l'alentiment actual no és, de manera generalitzada, una font de risc important per a l'expansió actual de l'economia nord-americana. No obstant això, algunes regions del país s'han de seguir de prop, ja que presenten uns indicadors una mica menys continguts.

**EUA: índex d'accessibilitat per àrea metropolitana**

Preu sobre ingressos \*

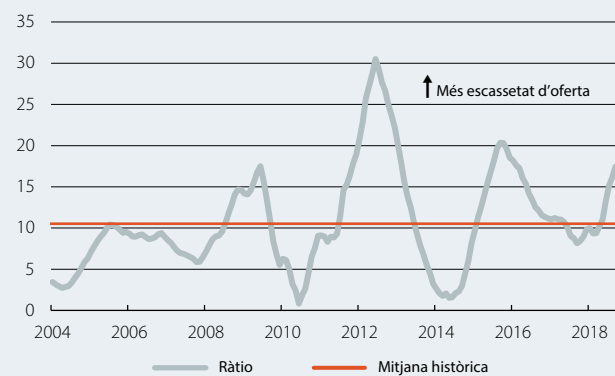


**Nota:** \* Basat en els ingressos de les llars mitjanes per àrees metropolitanes i en el preu mitjà de l'habitatge per àrees metropolitanes (2017).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'*American Community Survey* i de la *National Association of Realtors*.

**EUA: ràtio entre formació de llars i nous habitatges construïts**

Nivell



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la *National Association of Realtors* i de l'*U.S. Census Bureau*.