

## EE. UU.: ¿qué pasa con la desaceleración del sector inmobiliario?

El sector inmobiliario de EE. UU. ha empezado a mostrar signos de ralentización en los últimos trimestres, y este cambio de tendencia ha abierto el debate sobre si supone un riesgo importante para la actual etapa expansiva de la economía estadounidense, que se encuentra cerca de batir el récord de crecimiento más duradero de los últimos 170 años. Especialmente, porque a nadie se le escapa que el sector inmobiliario jugó un papel determinante en la crisis económico-financiera de 2008.

### Constatación de la ralentización y efecto económico a corto plazo

Diversas variables del mercado inmobiliario han mostrado una clara desaceleración en los últimos meses. La inversión residencial ha pasado de crecer cerca de un 3,5% en términos reales en 2017 a menos de un 1,0% en los tres primeros trimestres de 2018, las ventas de viviendas tanto nuevas como de segunda mano han caído desde principios de año, y el crecimiento de los precios se ha moderado (véase el primer y segundo gráfico).

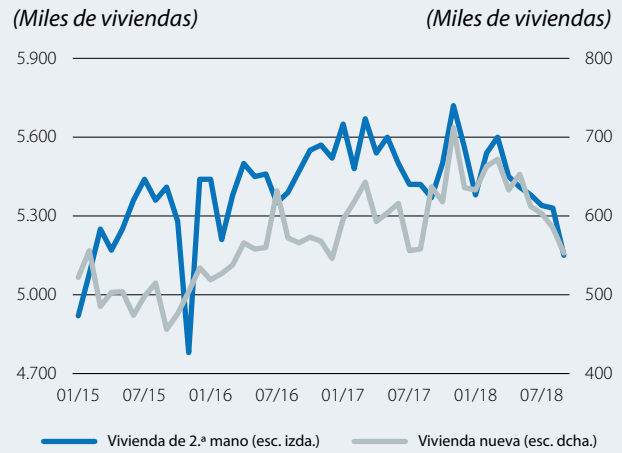
Se trata de un cambio de tendencia previsible, en parte, habida cuenta del proceso de normalización monetaria de la Fed. Así, como consecuencia de la retirada gradual de estímulos monetarios, el tipo de interés sobre las hipotecas a 30 años ha aumentado 100 p. b. en apenas un año (hasta en torno al 5,0%, el máximo de los últimos ocho años), lo cual explica cerca de dos terceras partes de la desaceleración observada en la inversión residencial.<sup>1</sup> Asimismo, la reforma tributaria aprobada por el Congreso americano en diciembre de 2017, que rebajó la deducción tanto de intereses hipotecarios como de impuestos sobre bienes inmuebles, también ha influido en la reciente desaceleración del sector.

Estas presiones bajistas sobre el sector inmobiliario se mantendrán en los próximos trimestres, lo que lastrará en cierta medida la actividad económica. En concreto, como consecuencia de esta ralentización de la inversión residencial y del impacto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, el sector inmobiliario pasará de contribuir al crecimiento anual del PIB estadounidense en torno a 0,3 p. p. entre 2015 y 2017 a, probablemente, tener una contribución nula en 2018, y en torno a 0,15 p. p. en 2019 y en 2020.

A medio plazo, creemos que es poco probable que se produzca una fuerte disrupción en el sector inmobiliario con consecuencias sobre el sistema financiero y la actividad económica, como sí ocurrió hace 10 años. De hecho, como veremos a continuación, los desequilibrios actuales en el sector parecen ser relativamente contenidos, lo que debe-

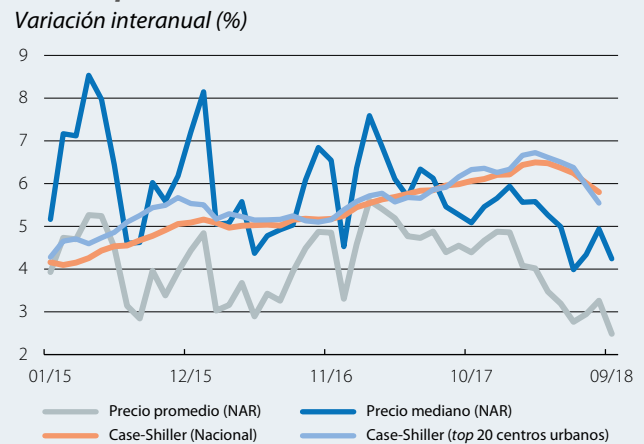
1. Así lo sugieren las estimaciones de Goldman Sachs (2018), «The Housing Slowdown».

### EE. UU.: compraventa de vivienda



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors.

### EE. UU.: precio de la vivienda



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors (NAR) y Standard & Poor's.

ría facilitar que retomara la senda de crecimiento en los próximos años.

### Desequilibrios contenidos: precios, oferta y endeudamiento

Tras cinco años de crecimiento considerable (en torno al 6,0% anual), los precios de la vivienda en EE. UU. se sitúan un 50% por encima de los registrados en 2012 (su punto más bajo) y un 10% por encima de los de principios de 2007 (el pico más alto). Sin embargo, para valorar si los precios de la vivienda son demasiado altos (o bajos), ante todo debemos ponerlos en relación con otros indicadores que muestren la capacidad de compra de las familias. Una medida común es la ratio entre los precios de la vivienda y la renta de los hogares. Si nos fijamos en el caso de la familia mediana, entre 1980 y 2017, esta ratio ha oscilado entre el 2,5 y el 4, con un promedio histórico del 3. Dado que, en

la actualidad, se sitúa en el 3,3, el nivel de esfuerzo o accesibilidad de las familias para adquirir una vivienda no parece encontrarse excesivamente lejos de lo que ha venido siendo habitual en el país.<sup>2</sup>

Con todo, en este punto, es necesaria cierta cautela. En primer lugar, porque, en un país tan grande como EE. UU., los agregados a nivel nacional pueden resultar engañosos, ya que el mercado inmobiliario está muy segmentado y, a veces, se producen diferencias regionales notables. En este sentido, aunque los niveles de esfuerzo para acceder a la vivienda en general se sitúan en niveles razonables, existen algunas importantes zonas metropolitanas en la costa oeste del país y también en el noreste donde los precios se emplazan en cotas mucho menos asequibles para las familias con unos ingresos medios (véase el tercer gráfico).<sup>3</sup> En segundo lugar, es remarcable que, si bien la ratio de esfuerzo a nivel nacional no se aleja de los parámetros habituales, ha ido aumentando de forma gradual pero ininterrumpida desde 2012 (desde el 2,7 en 2012 al 3,3).

El endeudamiento de las familias relacionado con el sector inmobiliario es otro elemento que debe analizarse cuando evaluamos el nivel de desequilibrios del sector. En este ámbito, observamos cómo, por un lado, la deuda hipotecaria de los hogares en relación con su riqueza inmobiliaria se sitúa ligeramente por debajo del promedio histórico (en el 35,5% actual frente al promedio del 37,2).<sup>4</sup> Por otro lado, durante el boom inmobiliario previo al estallido de la burbuja en 2007, se produjo un fuerte incremento de las llamadas líneas de crédito hipotecario (en las que las familias conseguían préstamos al consumo usando su casa como colateral) que fomentó niveles muy elevados de consumo de los hogares (y que fueron insostenibles tras el colapso del sector). En la actualidad, sin embargo, estas líneas de crédito han disminuido de forma pronunciada, hasta situarse en cotas mínimas.

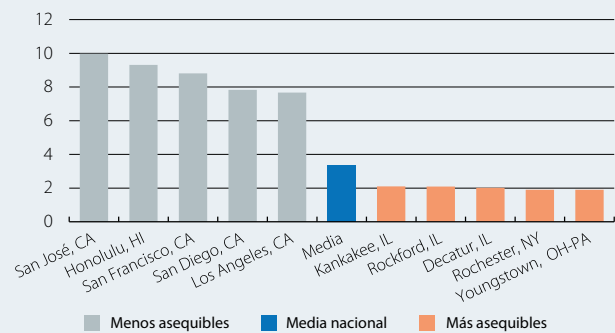
Por último, no se observa un desequilibrio entre la oferta de viviendas y la demanda que se deriva de las tendencias demográficas del país americano. En concreto, el ritmo de construcción permanece en niveles contenidos en relación con la demanda por la formación de nuevos hogares (véase el cuarto gráfico), lo cual es un elemento de apoyo al ciclo expansivo del mercado inmobiliario iniciado en 2012.

2. Ratio entre el precio de la vivienda mediana y la renta de la familia mediana (según datos de la *National Association of Realtors*), ambos a nivel nacional. Los resultados son parecidos con otras fuentes de datos para el precio de la vivienda y la renta de los hogares.  
 3. Honolulu, la capital del archipiélago de Hawái, también aparece en el top de las clasificaciones de ciudades menos asequibles. Una característica, por otro lado, bastante común de las grandes ciudades en islas remotas.  
 4. Si bien esta ratio no es muy informativa en periodos con unos niveles de precios de los activos inmobiliarios insosteniblemente altos, este no parece ser el caso hoy en día, tal y como se deduce de las ratios de esfuerzo para la compra de vivienda de los hogares.

En definitiva, en este nuevo ciclo expansivo del sector inmobiliario no se observan los excesos más relevantes que sí se dieron a mediados de los 2000, como la elevada construcción, precios desbocados y el auge del crédito apoyado en el mercado inmobiliario. Así pues, todo indica que la ralentización actual no es, de manera generalizada, una fuente de riesgo importante para la expansión actual de la economía estadounidense. Sin embargo, algunas regiones del país deben seguirse de cerca, puesto que presentan unos indicadores algo menos contenidos.

**EE. UU.: índice de accesibilidad por área metropolitana**

Precio sobre ingresos \*

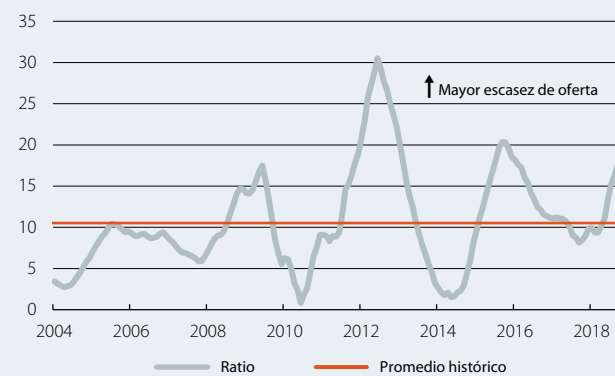


**Nota:** \* Basado en los ingresos de los hogares medianos por áreas metropolitanas y en el precio mediano de la vivienda por áreas metropolitanas (2017).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del American Community Survey y la National Association of Realtors.

**EE. UU.: ratio entre formación de hogares y nuevas viviendas construidas**

Nivel



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la National Association of Realtors y el U.S. Census Bureau.