Inmobiliario

Informe Sectorial

1er semestre 2022

El sector inmobiliario coge impulso

La fortaleza de la demanda reaviva el mercado residencial español

Midiendo los riesgos bajistas y alcistas en el precio de la vivienda en España

La situación financiera de las familias durante la crisis de la COVID-19: esta vez es diferente

Desaceleración del precio del alquiler en España: lo que revela el *big data*

CaixaBank Research

INFORME SECTORIAL

Inmobiliario 1S 2022 El *Informe Sectorial* es una publicación elaborada por CaixaBank Research

CaixaBank Research
Enric Fernández Economista jefe
José Ramón Díez Director de Economías y Mercados Internacionales
Oriol Aspachs Director de Economía Española
Sandra Jódar Directora de Planificación Estratégica
Judit Montoriol Garriga Coordinadora del *Informe Sectorial Inmobiliario*

Fecha de cierre de esta edición: 13 de diciembre de 2021

Sumario 2022

02 **EL SECTOR INMOBILIARIO COGE IMPULSO**
Las compraventas de vivienda han repuntado notablemente en 2021, mientras que los visados de obra nueva siguen una tendencia de recuperación gradual.

10 **SIN CORRECCIÓN DE PRECIOS A LA VISTA**
No esperamos una corrección del precio de la vivienda en los próximos trimestres ni una espiral alcista en los precios, sino un aumento acorde con la renta familiar.

17 **LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS FAMILIAS**
Las políticas económicas implementadas durante la pandemia han amortiguado el impacto de la crisis sobre la situación financiera de las familias.

24 **DESACELERACIÓN DEL PRECIO DEL ALQUILER**
Los indicadores muestran que el precio del alquiler ya mostraba una tendencia de desaceleración antes de la pandemia y la crisis sanitaria extendió las correcciones.

«El valor de tu casa es el precio que tu vecino quiera pagar por ella»
CONFUCIO

Inmobiliario

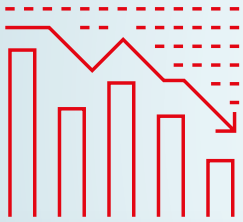
EL SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL COGE IMPULSO

CaixaBank Research

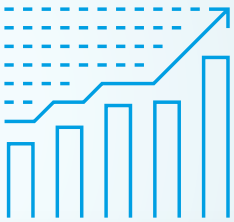
PREVISIONES DE CAIXABANK RESEARCH

	En 2021	En 2022
COMPRAVENTAS	**545.000** Vigorosa recuperación de la demanda	**~505.000** Los factores temporales pierden impulso
VISADOS DE OBRA NUEVA	**105.000** Recuperación más lenta de la oferta	**110.000** La oferta va aumentando gradualmente
PRECIO DE LA VIVIENDA	**+1,9%** Los precios flexionan al alza	**+4%** Repunte de precios transitorio

PRECIO DE LA VIVIENDA EN 2022: Los riesgos alcistas y bajistas son contenidos, según el modelo House Price at Risk (HaR)



Si se materializaran los **riesgos bajistas,** sería muy improbable que el precio real de la vivienda descendiera más de un **3,9%**



Si se materializaran los **riesgos alcistas,** sería muy improbable que el precio real de la vivienda aumentara más de un **4,8%**

PRECIO DEL ALQUILER: La tendencia bajista del precio del alquiler se extiende a causa de la pandemia, según nuestro análisis de *big data* a partir de datos internos

% de municipios con descenso en el precio de los alquileres nuevos

2018	2019	2020	2021
15%	35%	32%	55%

ACCESO A LA VIVIENDA: Las políticas económicas implementadas durante la pandemia han amortiguado el impacto de la crisis en la situación financiera de las familias

17,3% (2019) → **16,3%** (2020)

El porcentaje de renta destinado a pagar la cuota hipotecaria ha descendido durante la pandemia gracias a los menores tipos de interés...

23,3% de los hogares de renta baja destina más del 40% de su renta a pagar la hipoteca

...pero todavía persisten bolsas de vulnerabilidad en los hogares de renta baja

Resumen ejecutivo

El sector inmobiliario coge impulso

En 2021 se alcanzó un hito difícil de imaginar un año atrás: la vacunación masiva de gran parte de la población en los países avanzados. Aunque se están produciendo nuevas olas de contagios, en los países en los que los niveles de vacunación de la población son más elevados es de esperar que no se tengan que volver a restricciones a la actividad y a la movilidad tan severas como las que marcaron el compás de la evolución económica desde el estallido de la pandemia. En este contexto de recuperación, en España el sector inmobiliario ha destacado por su buen desempeño, especialmente en lo que respecta a la demanda. Así, estimamos que las compraventas de vivienda podrían cerrar el año alrededor de las 545.000, una cifra no registrada desde el año 2008. De cara a 2022, algunos de los factores que han estimulado la demanda recientemente perderán cierto impulso, de modo que prevemos que las compraventas retornen a niveles similares a los de antes de la pandemia, en torno a las 500.000.

La oferta, por su parte, se encuentra más rezagada en relación con el enérgico crecimiento de la demanda, pero también se va sumando a la recuperación. Este desajuste entre una demanda pujante y una oferta más lánguida se ha traducido en un repunte de los precios de la vivienda, especialmente de la obra nueva. Un repunte que puede tener cierta continuidad en los próximos trimestres como consecuencia del encarecimiento de los costes de construcción y la escasez de ciertos materiales, ligado a los cuellos de botella en las cadenas de suministros globales. Además, las condiciones de financiación favorables seguirán apoyando la inversión inmobiliaria. Así, para el año 2022 prevemos un avance promedio del precio de la vivienda de alrededor del 4% (valor de tasación). Sin embargo, con la vista puesta más a medio plazo, a medida que la nueva oferta se vaya incorporando al mercado y se disipen esas tensiones sobre el abastecimiento de determinadas materias primas, los precios deberían volver a una senda de crecimiento más acorde con la evolución de la renta de las familias.

En este sentido, varias voces alertan de los riesgos de que se esté gestando una burbuja inmobiliaria en algunos mercados europeos. En este informe presentamos un análisis de los riesgos alcistas y bajistas en el precio de la vivienda, utilizando una metodología denominada House Price at Risk (HaR), y concluimos que las condiciones actuales no apuntan en esta dirección para el caso español. Una conclusión que se debe, en gran medida, a una accesibilidad a la vivienda que se sitúa en niveles razonables a nivel agregado.

En cuanto al impacto de la crisis sobre la situación financiera de las familias, esta vez sí es diferente comparado con pasadas recesiones, gracias a las políticas económicas implementadas: la política fiscal ha apoyado la renta de los hogares y la política monetaria ha propiciado una reducción de los tipos de interés que ha aligerado la carga financiera de las familias. En este informe, realizamos un análisis detallado, a partir de los datos internos de CaixaBank, del esfuerzo que realizan los hogares para pagar su hipoteca y mostramos que en general los hogares han experimentado un descenso del esfuerzo hipotecario durante la pandemia, si bien todavía siguen existiendo bolsas de vulnerabilidad entre los hogares de renta más baja.

También ponemos el foco en el mercado del alquiler, un tema de máxima actualidad. Si bien la tendencia a la moderación del precio del alquiler en España se inició antes de la aparición de la COVID-19, la pandemia no hizo más que acelerarla. Así lo constatan los resultados del análisis que hemos llevado a cabo con datos internos de CaixaBank sobre los recibos pagados en concepto de alquiler. Asimismo, nuestro análisis muestra que los descensos fueron especialmente acusados en los alquileres de importe más bajos y en los municipios más turísticos.

Situación y perspectivas

La fortaleza de la demanda reaviva el mercado residencial español

En el transcurso del año 2021 hemos constatado que, a raíz de la pandemia, se ha producido un desajuste en el sector inmobiliario entre una demanda que se ha reactivado muy rápidamente y una oferta que se muestra más dependiente de factores de tipo estructural y que, por tanto, sigue rezagada en la recuperación. A causa del desajuste, los precios de la vivienda han iniciado una tendencia alcista, que puede tener cierta continuidad en los próximos trimestres como consecuencia del encarecimiento de los costes de producción del sector y los problemas de abastecimiento de determinadas materias primas. Sin embargo, a medio plazo, a medida que la nueva oferta se vaya incorporando al mercado y se atenúen las tensiones en las cadenas de distribución globales, los precios deberían volver a una senda de crecimiento más acorde con la evolución de la renta de las familias.

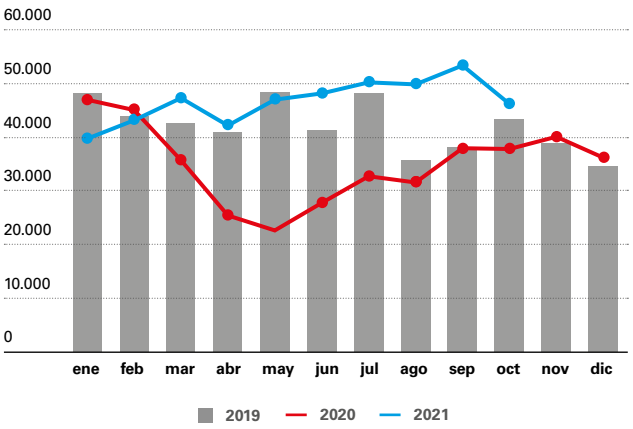
La demanda de vivienda ha sido una de las sorpresas más positivas de 2021

La situación de la economía española ha mejorado notablemente a lo largo de 2021, tras el histórico *shock* que supuso la pandemia. El avance de la vacunación y la efectividad de las medidas implementadas para mitigar el impacto económico y social de la COVID-19 han permitido que la actividad haya ido recuperándose progresivamente. Una trayectoria positiva que prevemos que se afianzará en 2022, gracias en parte al impulso adicional de los fondos NGEU. Así, nuestras previsiones apuntan a que el PIB de España acelerará el paso, creciendo un 4,4% en 2021 y un 5,9% en 2022.

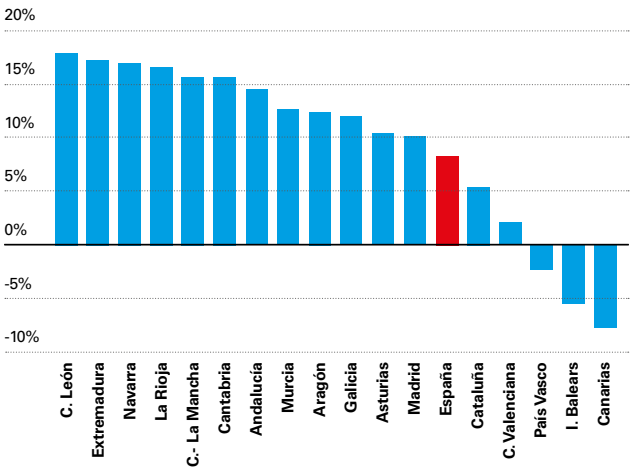
En este contexto de recuperación económica, el mercado inmobiliario español exhibe una tendencia muy positiva, especialmente en lo que a la demanda se refiere. Tanto es así que la reactivación de las compraventas de vivienda ha sorprendido por su vigorosidad: hasta octubre de 2021 se realizaron 468.000 operaciones, lo que supone un crecimiento del +35,9% respecto a 2020 y del +8,3% respecto a 2019; de hecho, la actividad en el sector residencial se encuentra en máximos desde 2008. Gran parte de la reactivación de la demanda procede del afloramiento de la demanda embalsada y del ahorro «forzoso» acumulado durante los meses de confinamiento y fuertes restricciones de movilidad que, en combinación con unas condiciones de financiación muy favorables, han hecho más atractiva la compra y la inversión en activos inmuebles. Así, el sector residencial va camino de cerrar el año con **545.000 compraventas en el conjunto del año.**

La demanda de vivienda se sitúa por encima de niveles pre-COVID, pero con notables diferencias regionales

Número de compraventas mensuales



Compraventas de vivienda por CC. AA.
Variación acumulada en ene-oct 2021 *vs.* ene-oct 2019



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Entre comunidades autónomas (CC. AA.), en lo que llevamos de 2021, se observa que las que aún no han recuperado los niveles de actividad de 2019 son aquellas cuya economía más sufrió las consecuencias de la crisis sanitaria. **Destacan los casos de Canarias y Baleares, las regiones más dependientes de la llegada de turistas, donde el número de transacciones de vivienda se encuentran más de un 5% por debajo de los niveles prepandémicos.** La Comunidad Valenciana y el País Vasco son las otras dos regiones donde más rezagada se encuentra la demanda residencial, afectadas especialmente por las fuertes restricciones derivadas de la crisis sanitaria, por la dependencia de la demanda extranjera (en el caso de la primera) y por la composición sectorial de su economía (en el caso del País Vasco).

La demanda sorprende por su vigorosidad, pero las tendencias posconfinamiento ya comienzan a suavizarse

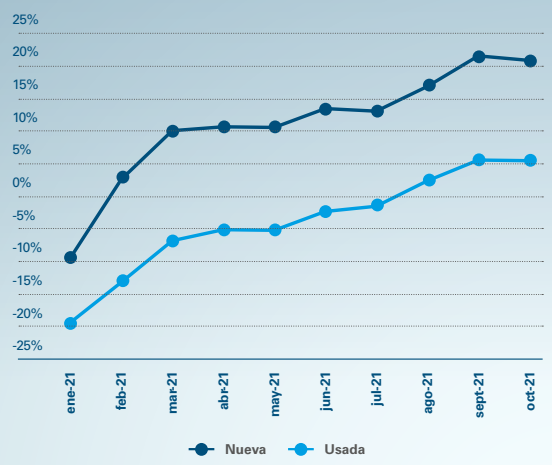
A medida que el sector evoluciona en la nueva normalidad, comienza a observarse que **algunos de los principales aspectos que caracterizaron a la demanda posconfinamiento se están suavizando:** (i) ya no solo se reactiva la compra de vivienda nueva, sino que la usada también crece y se sitúa por encima de los niveles pre-COVID; (ii) se modera la preferencia por vivir fuera de las grandes ciudades o capitales de provincia (el auge del teletrabajo y la búsqueda de un mayor distanciamiento social provocó el interés por viviendas fuera de los grandes núcleos urbanos);[1] (iii) el tamaño de las viviendas transaccionadas, después de aumentar significativamente en 2020, parece haberse estancado en el 1T 2021; (iv) la compraventa de vivienda unifamiliar (en porcentaje sobre el total de compraventas) tocó techo a finales de 2020, y (v) se recupera la demanda extranjera, de forma mucho más clara a partir del verano de 2021, cuando el éxito de la campaña de vacunación en España y en toda Europa permitió una drástica reducción de las restricciones de movilidad y un consiguiente aumento de la llegada de turistas.[2]

(1) Es probable que las nuevas formas de trabajo más flexible acaben instaurándose, posiblemente de forma híbrida, de modo que es de esperar que una proporción más elevada de compradores escoja vivir en una ubicación relativamente más alejada de su centro de trabajo o que aumente el atractivo de tener una segunda residencia.

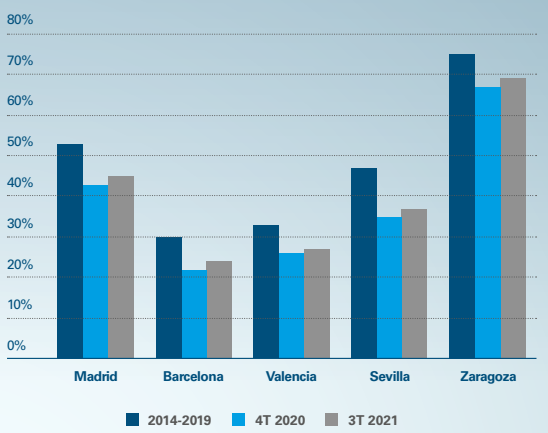
(2) Según el Colegio de Registradores, los extranjeros compraron unas 16.600 viviendas en España en el 3T 2021, un 8% más que en el 3T 2019, y muy cerca del máximo trimestral de 17.300 viviendas alcanzado en el 2T 2018.

COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA DEMANDA DE VIVIENDA EN ESPAÑA

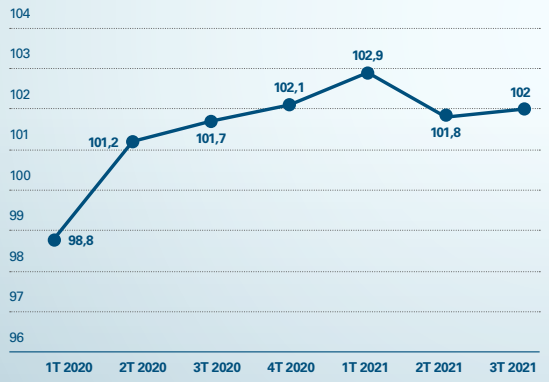
Compraventas de vivienda nueva y usada
Variación acumulada en el año, respecto al mismo periodo de 2019



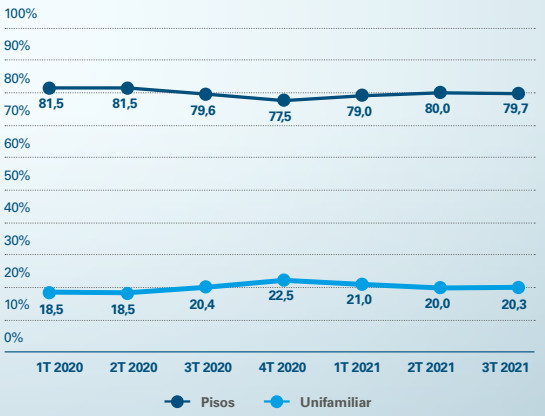
Compraventas en las principales capitales
% sobre el total de compraventas en cada provincia



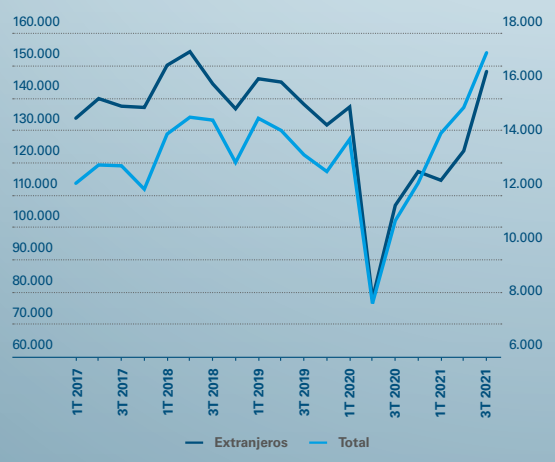
Superficie media de las compraventas
Metros cuadrados



Compraventas de vivienda colectiva y unifamiliar
% sobre el total de compraventas



Compraventas de vivienda por parte de extranjeros
Número (escala derecha: extranjeros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Colegio de Registradores.

LAS TENDENCIAS POSCONFINAMIENTO COMIENZAN A SUAVIZARSE

1. No solo se reactiva la compra de vivienda nueva, sino que también crece la de segunda mano.

2. Se modera la preferencia por vivir fuera de las grandes ciudades.

3. La superficie de las viviendas se ha estancado.

4. La compraventa de vivienda unifamiliar (en porcentaje sobre el total) tocó techo a finales de 2020.

5. Se recupera la demanda extranjera.

Para el próximo 2022, los principales factores que determinan la demanda residencial seguirán apoyando al sector. En primer lugar, las perspectivas para el conjunto de la economía son favorables (esperamos que el PIB recupere entonces los niveles prepandémicos) y el mercado laboral mantendrá un buen ritmo de creación de empleo (tras haber alcanzado los niveles pre-COVID en 2021). En segundo lugar, la confianza de las familias sigue aumentando y ya se encuentra en cotas similares a las registradas en 2019, según el indicador de confianza de la Comisión Europea. En tercer lugar, la renta disponible de las familias ya está dando claros signos de recuperación y gran parte del ahorro acumulado en los últimos meses se destinará también a la inversión en vivienda. Además, la formación de hogares se está recuperando tras el descenso que sufrió durante los meses de confinamiento (en el último año hasta el 3T 2021 se han creado 124.000 hogares, una cifra muy similar a la de 2019). A su vez, la demanda extranjera de vivienda seguirá recobrándose a medida que aumenten las llegadas de turistas.[3] Por último, las condiciones de financiación seguirán siendo favorables (los tipos hipotecarios han marcado nuevos mínimos en 2021), y no se esperan subidas de tipos de interés por parte del BCE para el próximo año.[4]

③ CaixaBank Research espera que, en 2022, se recupere el 80% de las llegadas de turistas internacionales registrados en 2019.

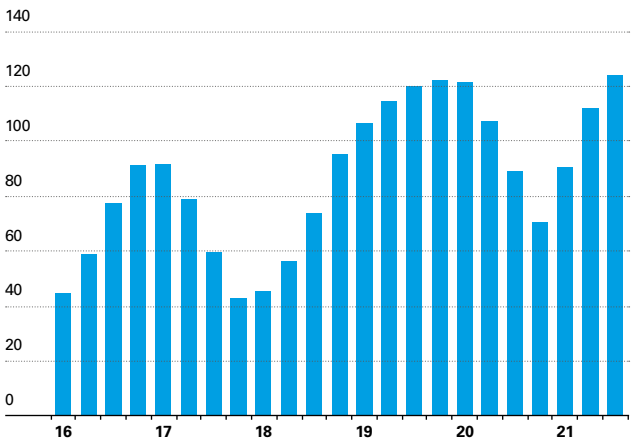
④ El BCE se mantiene confiado en que los factores que están empujando al alza la inflación son transitorios y se desvanecerán a lo largo de 2022, por lo que la política monetaria mantiene el rumbo previsto y no esperamos subidas de tipos hasta 2024.

La renta disponible de las familias ya está dando claros signos de recuperación y gran parte del ahorro acumulado en los últimos meses se destinará también a la inversión en vivienda

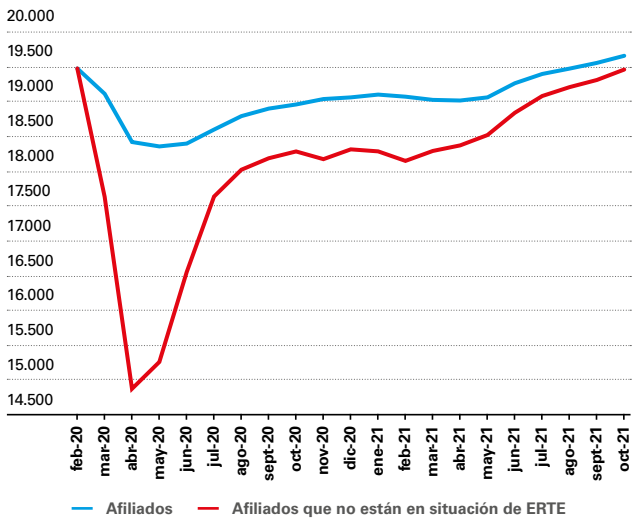
Inmobiliario

Los fundamentales siguen apoyando a la demanda de vivienda

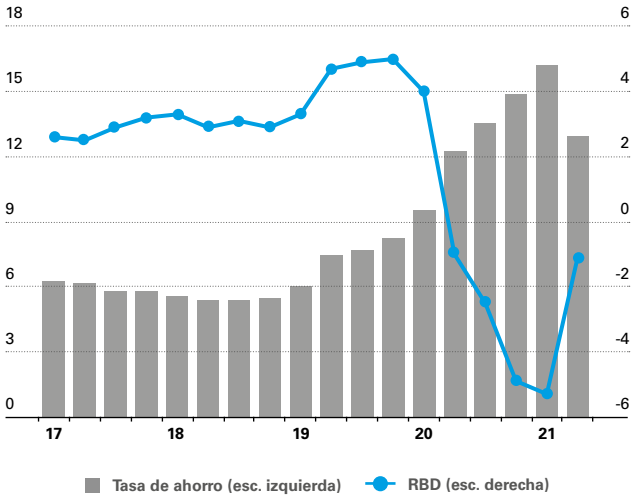
Creación neta de hogares
Miles



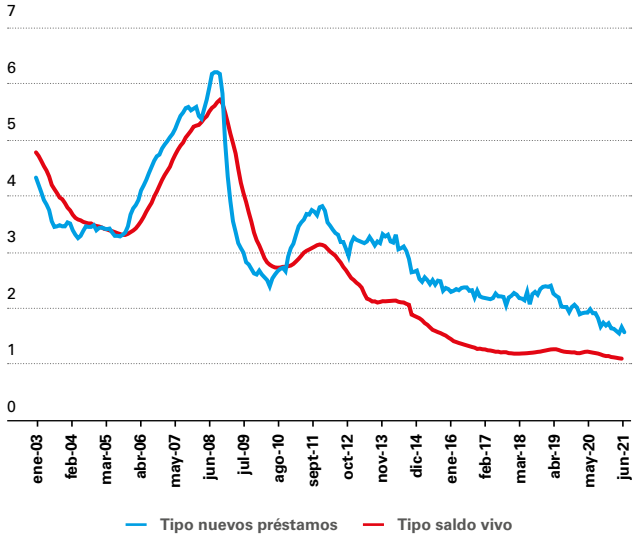
Afiliados a la Seguridad Social
Miles



Renta y ahorro de los hogares
(% de la renta bruta disponible)



Tipos de interés hipotecarios
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Seguridad Social, del INE y del Banco de España.

Aunque los factores de demanda siguen siendo claramente favorables, los factores temporales que han impulsado la demanda en 2021 perderán intensidad en 2022, de modo que esperamos una moderación de la demanda hacia cotas similares a las de antes de la pandemia, levemente por encima de las 500.000 transacciones anuales.

La oferta del sector se está recuperando, pero podría verse lastrada por la escasez de suministros

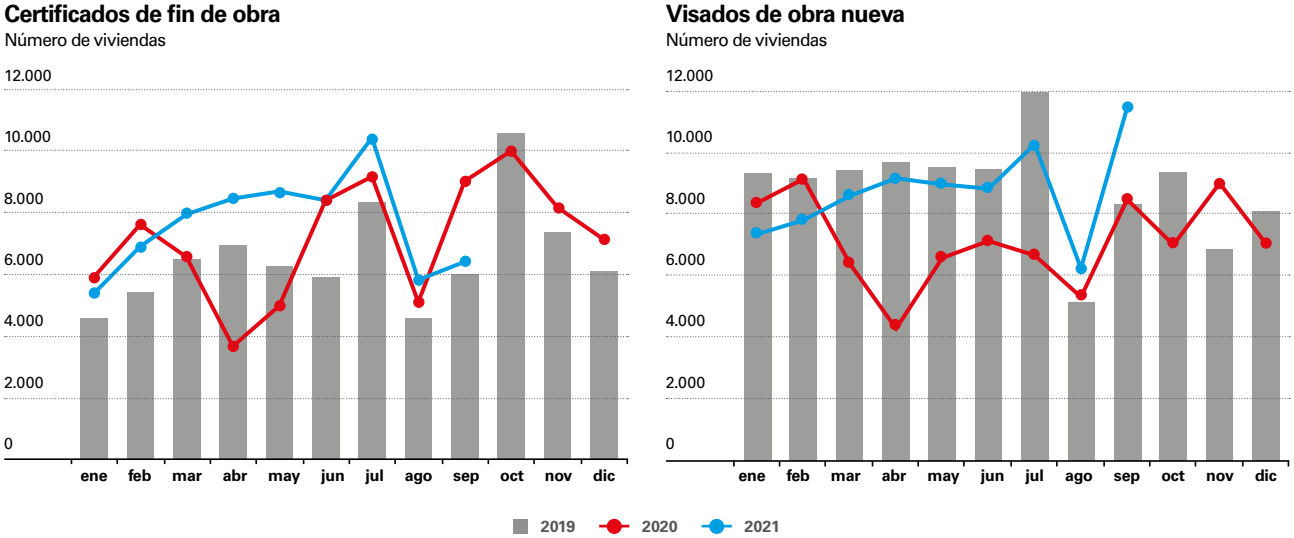
Los certificados de fin de obra (disponibles hasta el mes de septiembre) mantienen el buen tono de 2020: en lo que llevamos de año, se han terminado 68.593 viviendas, lo que supone un repunte del 13% respecto al año pasado y un 25% respecto al mismo periodo de 2019. Es decir, la entrega de viviendas nuevas no solo ha superado los niveles prepandemia, sino que está en máximos desde 2012.

Cabe señalar que, pese a ser positivas, estas cifras no reflejan la situación actual de la nueva oferta de vivienda, ya que se refieren a promociones comenzadas, en muchos casos, antes de la pandemia. Mientras tanto, **la nueva oferta de vivienda, mucho más dependiente de factores estructurales, sigue estando más rezagada:** entre enero y septiembre, los visados de obra nueva han repuntado un 26% anual, pero aún se encuentran un 3,9% por debajo de los niveles de 2019.

> **El desajuste entre oferta nueva y demanda es algo habitual en estos momentos del ciclo económico, en el que la incertidumbre es elevada. Sin embargo, la situación no es preocupante**

De mantenerse el ritmo actual, se habrán emitido algo más de 100.000 visados de obra nueva en el conjunto de 2021, cifras muy similares a las de 2018 y 2019. Además, las perspectivas de medio y largo plazo para la oferta siguen siendo favorables, teniendo en cuenta la fortaleza de los factores que impulsan la demanda y el efecto dinamizador de la llegada de los fondos de reconstrucción europeos NGEU, que, en el ámbito de la vivienda, irán destinados a la rehabilitación, en consonancia con los ambiciosos objetivos medioambientales que vertebran la instrumentalización de estos fondos europeos.

La actividad promotora mantiene el tono positivo, pero la oferta nueva sigue rezagada

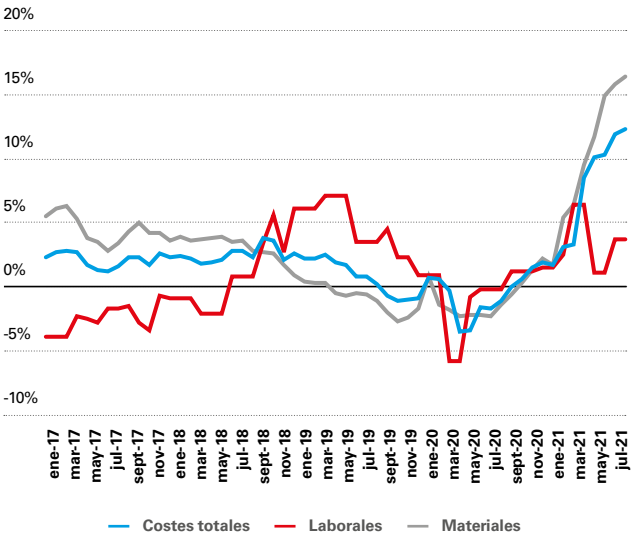


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA.

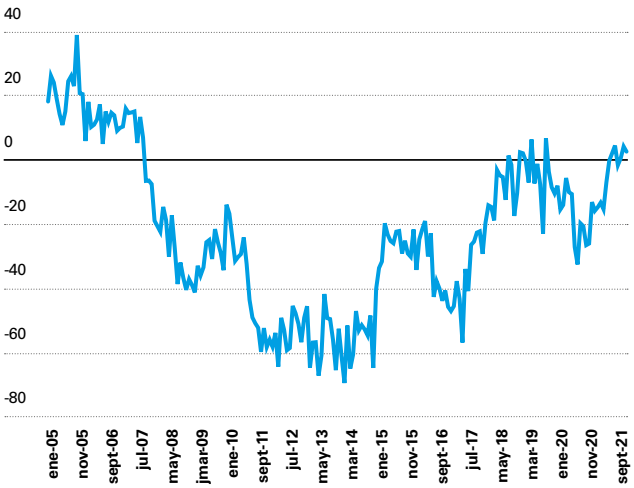
Sin embargo, en los últimos meses han aparecido en el horizonte nuevos nubarrones que podrían lastrar la recuperación de la oferta relacionados con el encarecimiento de las materias primas y el bloqueo del comercio internacional. Según datos de Eurostat, los costes del sector están creciendo por encima del 12% anual y los precios de ciertos suministros, por encima del 15% (último dato disponible de septiembre). En esa misma línea, una encuesta reciente llevada a cabo por la patronal del sector, la Confederación Nacional de Construcción (CNC), recoge que un 75% de las empresas ha sufrido algún desabastecimiento o retraso inusual de madera, aluminio o acero, entre otros materiales. En este contexto, el sector ya está alertando de retrasos en las obras y pide una mayor posibilidad de renegociar contratos, ampliar los plazos de ejecución de las obras sin penalizaciones y agilizar las licitaciones de los proyectos de los fondos europeos.

Aumentan los costes del sector, pero la confianza se ha recuperado

Costes de producción en el sector de la construcción
Variación interanual



Confianza en el sector de la construcción
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Los precios de la vivienda inician una senda ascendente

El impulso generalizado de la demanda y la menor capacidad de reacción por parte del sector promotor y, por tanto, la menor reactivación de la oferta, están provocando cierta tendencia alcista en los precios de la vivienda, en mayor medida en el segmento de vivienda nueva. Desde que las tasas interanuales tocaran suelo entre el 4T 2020 y el 1T 2021 (dependiendo del indicador de precios), los precios han mostrado una trayectoria ascendente a lo largo de 2021. Los datos más recientes disponibles recogen un repunte adicional en los precios en el 3T 2021, del 7,4% interanual (5,4% en el 2T), según el índice trimestral de precios de ventas de viviendas repetidas del Colegio de Registradores; del 4,2% interanual (3,3% en el 2T) según el índice del precio de la vivienda del INE basado en transacciones, y del 2,6% (2,4% en el 2T), según el valor de tasación de la vivienda libre publicado por el MITMA. Con este incremento, el precio de la vivienda superó en el 3T 2021 el nivel prepandemia (+0,5% respecto al 4T 2019). La tendencia ascendente se observa en todas las CC. AA., pues todas ellas anotaron avances en términos interanuales en el 3T 2021; sin embargo, el grado de recuperación entre comunidades es heterogéneo (veáse el gráfico de la página siguiente). Destaca el fuerte crecimiento de los precios desde el 4T 2019 en Baleares, Andalucía, Cantabria, Asturias y C. Valenciana, entre otras; frente a otras regiones que no han superado aún esos niveles prepandemia (destacan Navarra, Aragón y Castilla y León).

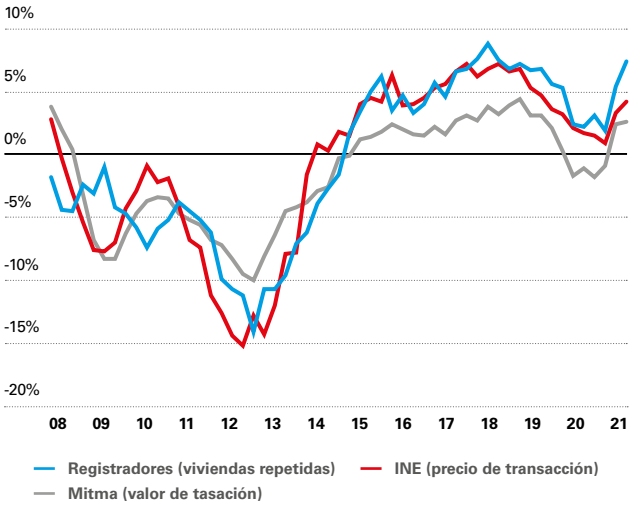
El impulso de la demanda de vivienda en los últimos meses ha provocado que el crecimiento de los precios cambie de tendencia e inicie una senda alcista

A corto plazo, el dinamismo de la demanda respecto a la oferta y el encarecimiento de los costes de construcción sugieren que los precios de la vivienda continuarán teniendo un cierto recorrido al alza. Además, las condiciones de financiación favorables seguirán apoyando la inversión en activos inmobiliarios. Sin embargo, a medio plazo, teniendo en cuenta la ausencia de desequilibrios estructurales en los principales determinantes tanto de demanda como de oferta, no esperamos que los precios entren en una espiral alcista preocupante, sino que, previsiblemente, su crecimiento debería estar más acorde con la evolución de la renta de las familias, una vez se diluya el «efecto champán» de la demanda, la oferta se recupere de forma más significativa y se moderen los precios de las materias primas.[5]

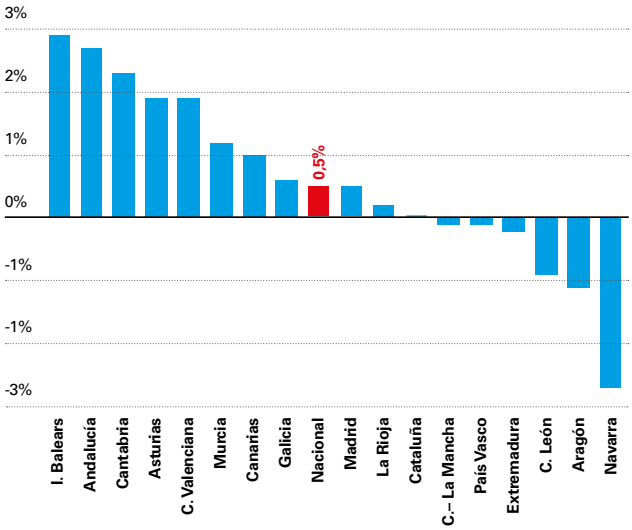
(5) Para un mayor análisis sobre los riesgos alcistas o bajistas sobre los precios de la vivienda en el mercado español, véase el artículo «Midiendo los riesgos bajistas y alcistas en el precio de la vivienda en España» en este mismo informe.

El precio de la vivienda cambia de tendencia

Índices del precio de la vivienda
Variación interanual



Precio de la vivienda por CC. AA.*
Variación en el 3T 2021 *vs.* el 4T 2019



Nota: (*) Basado en el valor de tasación de la vivienda libre del MITMA.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA, del INE y del Colegio de Registradores.

Sin corrección de precios a la vista

Midiendo los riesgos bajistas y alcistas en el precio de la vivienda en España

El rápido aumento de los precios de la vivienda en muchos países europeos durante la pandemia ha suscitado inquietudes por la posibilidad de que se produzca una corrección de precios en los próximos trimestres. ¿Debemos preocuparnos en el caso de España? Dado el escenario macroeconómico actual, argumentamos que no. Una conclusión que se debe, en gran parte, a la buena salud financiera del conjunto de los hogares y a una accesibilidad a la vivienda que a nivel agregado se sitúa en niveles razonables. Por otra parte, tampoco esperamos una espiral alcista en los precios: mientras la economía recupera los niveles prepandemia se puede producir un repunte de los precios, pero a medio plazo prevemos un crecimiento del precio de la vivienda acorde con la evolución de la renta de las familias. Así lo constatamos con el nuevo modelo de riesgo de CaixaBank Research (HaR).

¿Cómo podemos medir los riesgos bajistas y alcistas en el precio de la vivienda?

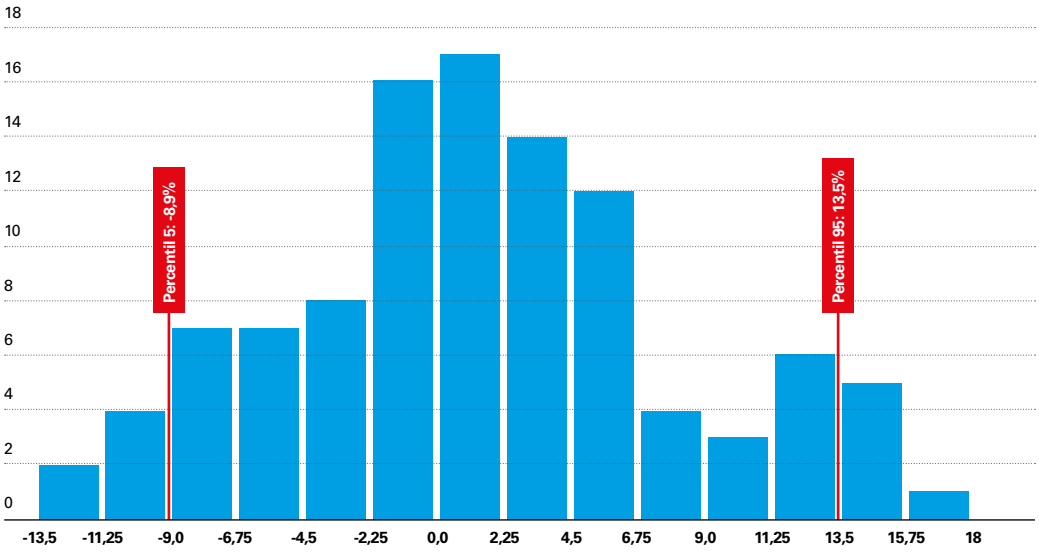
El mercado inmobiliario español se enfrenta tanto a riesgos bajistas como alcistas. La aparición de una nueva variante del virus más contagiosa y resistente a las vacunas o unos cuellos de botella en las cadenas de suministros globales más severos y persistentes de lo que actualmente prevemos podrían llegar a causar una nueva recaída de la actividad, con su consiguiente impacto en el mercado inmobiliario. Por el contrario, un mayor crecimiento del crédito a las familias, acompañado de un crecimiento de la economía elevado y sostenido, podría acarrear repuntes más altos del precio de la vivienda. Las preguntas que intentamos responder en este artículo son las siguientes: ¿cómo podemos cuantificar estos riesgos y, en caso de que se materializaran los riesgos bajistas (o alcistas), cuánto caería (o aumentaría) el precio de la vivienda el año que viene?

Una forma tradicional de responder a estas preguntas es examinar la distribución histórica del crecimiento del precio real de la vivienda en España (véase el primer gráfico).[6] Históricamente, en la mitad de los trimestres, el crecimiento ha sido igual o superior al 1,8% (matemáticamente, este valor se corresponde con la mediana de la distribución). Si nos fijamos en las colas de la distribución, se observa que solamente en un 5% de los trimestres se ha producido una caída en el precio real de la vivienda igual o superior al 8,9% (percentil 5 de la distribución), mientras que solamente en un 5% de los trimestres se observa un crecimiento igual o superior al 13,5% (percentil 95). Asumiendo que este fuera un año típico, podríamos concluir que lo más probable es que el crecimiento de los precios del año siguiente se encontrara entre el –8,9% y el +13,5%. En función de qué riesgos se materializasen, nos moveríamos más cerca de un umbral o del otro (y, salvo en una situación verdaderamente excepcional, no esperaríamos sobrepasar estos límites).

6 Usamos el valor de tasación del precio de la vivienda del total nacional publicado por el MITMA y deflactamos el precio de la vivienda nominal utilizando los datos de IPC proporcionados por el INE.

Distribución de la variación interanual del precio real de la vivienda en España

(frecuencia)



Notas: Datos del 1T 1995 al 2T 2021. Precio de la vivienda deflactado con el IPC.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.

La gran limitación de este cálculo es que nos da un rango muy amplio de valores posibles, debido a que no tiene en cuenta el estado actual de la economía. Si utilizáramos esta información adicional, podríamos proyectar un umbral inferior y superior más precisos del crecimiento de los precios del año siguiente. En este artículo, nos proponemos hacer justamente esto: utilizando una novedosa metodología desarrollada por el FMI,[7] modelizamos la distribución del precio de la vivienda a 1 año vista y a 3 años vista en función de distintos indicadores económicos clave (crecimiento del PIB real, crecimiento del crédito a los hogares en porcentaje del PIB y accesibilidad a la vivienda). De esta forma, podemos acotar los valores más probables del precio de la vivienda dado un horizonte de proyección.

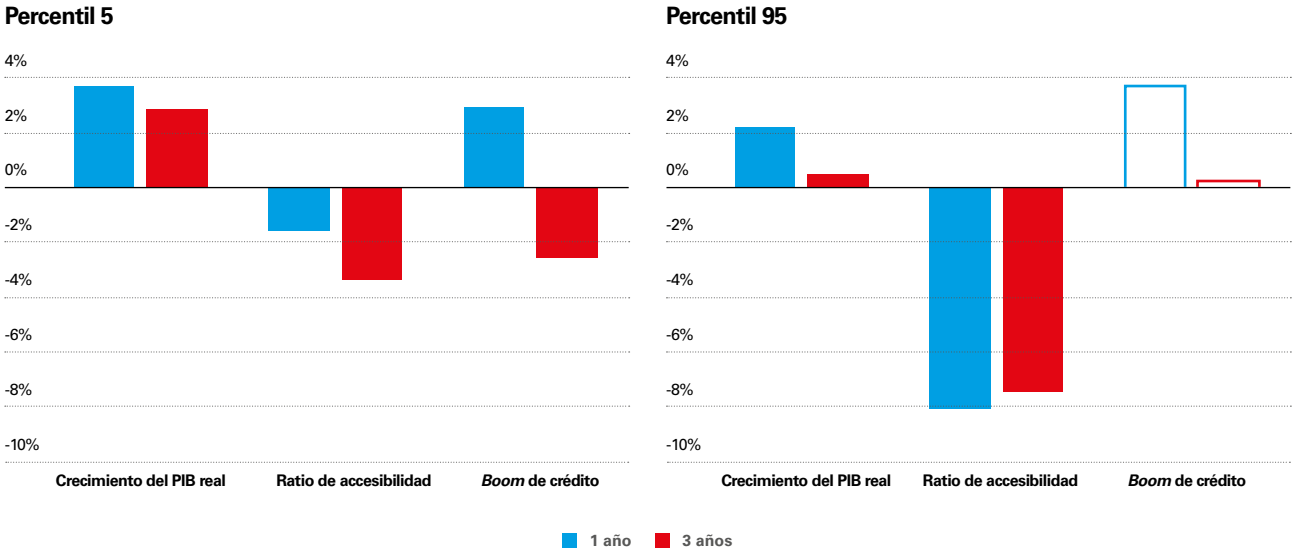
7 Véase «Global Financial Stability Report», International Monetary Fund, abril de 2019.

CaixaBank Research ha creado un modelo (HaR) que mide los riesgos bajistas y alcistas del mercado inmobiliario según el escenario económico previsto

Modelo HaR: algunos detalles sobre la metodología

El modelo HaR (House Price at Risk) de CaixaBank Research se basa en regresiones por quintiles[8] que permiten analizar la influencia de distintos factores sobre el percentil 5 y el percentil 95 de la distribución de la variación real del precio de la vivienda a 1 año y a 3 años vista. Como variables explicativas incluimos un factor financiero (crecimiento del crédito a los hogares en porcentaje de PIB),[9] un factor macroeconómico (crecimiento del PIB real) y un factor específico del mercado inmobiliario (la accesibilidad a la vivienda, definida como la ratio entre el precio de la vivienda y la renta bruta del hogar mediano). A partir de aquí, estimamos la influencia de cada uno de estos factores (los efectos marginales) sobre la distribución de la variación de los precios de la vivienda española dado un percentil y un horizonte temporal (véase el gráfico).[10]

Impacto de los factores explicativos en las colas de la distribución del precio real de la vivienda



Notas: El gráfico muestra los coeficientes de las regresiones por quintiles. Se muestra la barra rellena en caso de ser un coeficiente significativo al 10%. El percentil 5 indica la caída en el precio, tal que esperaríamos observar una caída igual o superior solamente en un 5% de las veces. El percentil 95 indica el aumento en el precio tal que esperaríamos observar un aumento igual o superior solamente en un 5% de las veces. Modelo estimado a partir de datos trimestrales del 1T 1995 hasta el 4T 2019.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.

8 La ventaja de las regresiones por quintiles (en comparación con métodos tradicionales como los mínimos cuadrados ordinarios) es que el efecto marginal de los factores puede ser diferente según el quintil. Por ejemplo, el crecimiento del crédito puede tener una correlación positiva con el crecimiento promedio del precio de la vivienda (captura el ciclo inmobiliario). Sin embargo, puede tener una correlación negativa en el percentil 5, es decir, la caída del precio es más severa después de un *boom* de crédito (la cola izquierda de la distribución se mueve a la izquierda).

9 Esta variable entra en las regresiones de forma binaria siendo igual a 1 en caso de *boom* de crédito y 0 en caso contrario. Definimos *boom* de crédito cuando el porcentaje del crédito sobre el PIB aumenta por más de 5 p. p. en 1 año.

10 Estandarizamos las variables explicativas para que los coeficientes sean comparables entre sí.

A continuación, ofrecemos tres ejemplos sobre cómo deben interpretarse estos resultados:

- Un aumento en la ratio de accesibilidad de una desviación estándar (lo que equivale a 1,7 años más de renta para comprar una vivienda media) está asociado con un descenso de 1,6 p. p. del percentil 5 del crecimiento real del precio de la vivienda a 1 año vista, manteniendo el resto de los factores constantes. Es decir, un tensionamiento de la ratio de accesibilidad acentúa la caída futura del precio de la vivienda en caso de producirse un escenario adverso.

- Un aumento en el crecimiento del PIB real de una desviación estándar (2,3 p. p.) está asociado con un aumento de 2,2 p. p. del percentil 95 del crecimiento real del precio de la vivienda a 1 año vista, manteniendo el resto de los factores constantes. Es decir, si la economía está creciendo muy por encima de lo que es habitual, el incremento del precio de la vivienda es también más elevado en caso de producirse un escenario favorable.

- Un *boom* de crédito conlleva un descenso de 2,6 p. p. del percentil 5 del crecimiento real del precio de la vivienda a 3 años vista en comparación con no tener un *boom* de crédito, manteniendo el resto de los factores constantes.

De acuerdo con lo esperado, un aumento en el crecimiento del PIB real está asociado con mayores crecimientos en los precios de la vivienda, mientras que una mayor dificultad de acceso a la vivienda (aumento en la ratio de accesibilidad) conlleva menores crecimientos. Un resultado interesante es que cuando hay un *boom* de crédito a los hogares para la compra de vivienda, el percentil 5 aumenta a 1 año vista, pero desciende a 3 años. Una posible explicación sería que un aumento del crédito afecta a los precios de la vivienda por dos canales. Por un lado, a corto plazo se mueve toda la distribución hacia la derecha: el mayor flujo de crédito impulsa la demanda de viviendas y favorece el crecimiento del precio. Por otro lado, un *boom* de crédito aumenta las posibilidades de gestación de una burbuja inmobiliaria (como en la crisis del 2008), lo que provoca que, a medio plazo, en caso de que estalle la burbuja (escenario adverso) la corrección en el precio sea mucho mayor.

Un *boom* de crédito alimenta el crecimiento del precio de la vivienda a corto plazo, pero incrementa los riesgos de una mayor corrección de precios a medio plazo, tal como se vio en la crisis de 2008

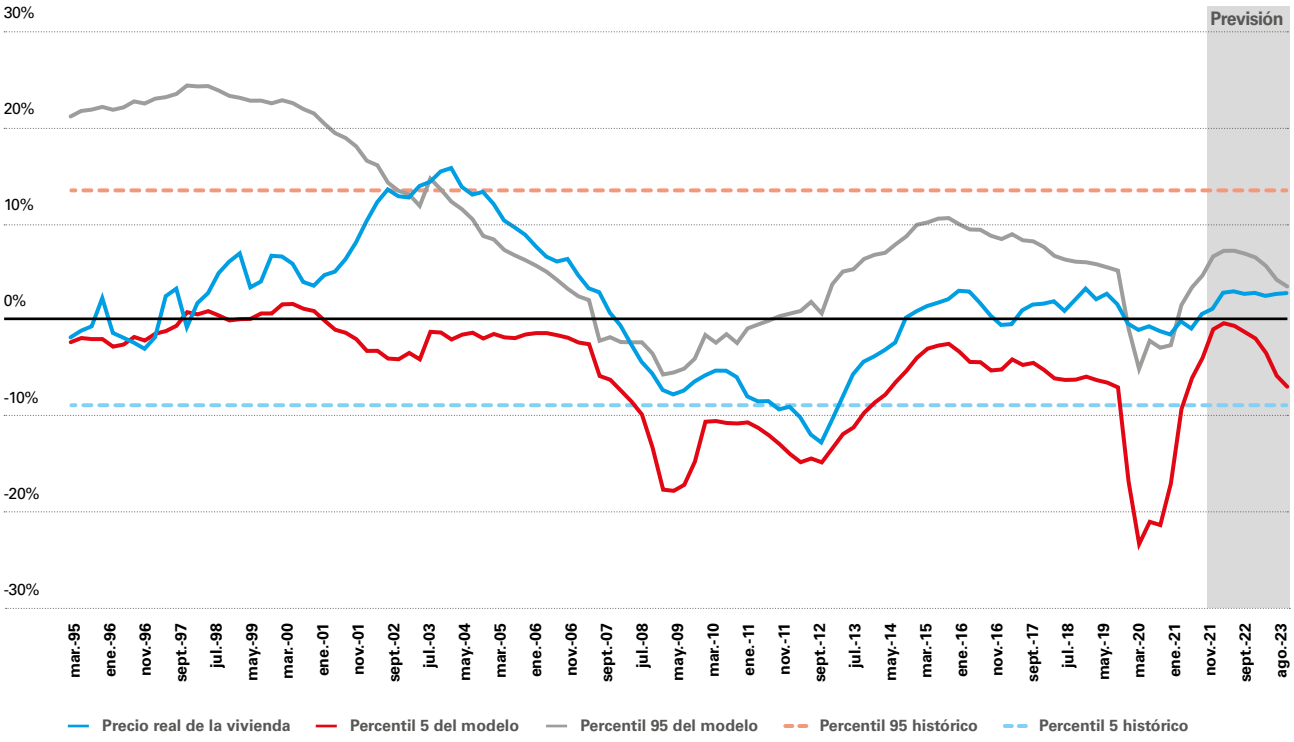
Un repaso histórico con el modelo HaR

El modelo HaR nos sirve para ver la evolución del percentil 5 y del percentil 95 de la distribución del crecimiento del precio de la vivienda española a 1 año vista a lo largo del tiempo, condicionado a los valores de los factores explicativos (situación económica) en cada momento. Tal y como recoge el siguiente gráfico, la línea gris y la línea roja marcan un rango dentro del cual esperaríamos que se encuentren los precios del año siguiente.[11]

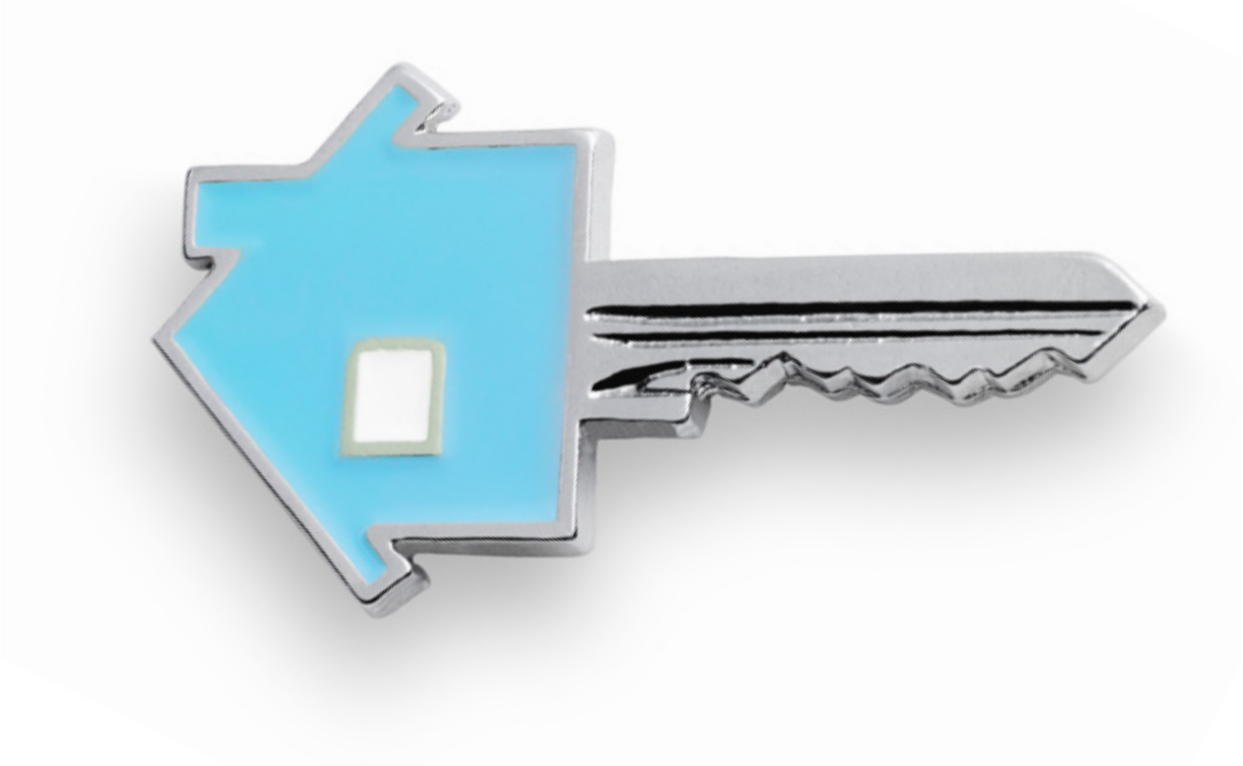
(11) Los resultados del modelo se sustentan sobre dos asunciones: (i) los tres factores incluidos en las regresiones son los principales determinantes de las colas de la distribución del crecimiento del precio de la vivienda española y (ii) las relaciones históricas entre las variables seguirán siendo válidas en el futuro.

Precio real de la vivienda y percentiles 5 y 95 a 1 año vista según el modelo House Price at Risk (HaR)

Variación interanual (%)



Nota: Las series en la zona sombreada estan construidas a partir del escenario central de previsiones de CaixaBank Research.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITMA y del INE.



En comparación con métodos tradicionales, el modelo HaR nos proporciona rangos mucho más precisos en los que oscilarán los precios del año siguiente

Algunos de los resultados del modelo HaR son llamativos. En primer lugar, si comparamos los percentiles obtenidos con el modelo (línea gris y línea roja) con los percentiles históricos (líneas discontinuas), vemos que difieren sustancialmente: los percentiles del modelo nos proporcionan un rango mucho más preciso en el que oscilarán los precios del año siguiente. Por ejemplo, durante la crisis de 2008, el modelo nos dice que los precios de la vivienda deberían caer a causa de la situación económica observada, una información que no ofrecen los percentiles históricos. En segundo lugar, durante el periodo de gestación de la burbuja inmobiliaria previo a la crisis de 2008, el modelo fue continuamente sorprendido al alza, ya que la situación económica (en concreto, el tensionamiento observado en la accesibilidad a la compra de la vivienda) sugería que habría una moderación del crecimiento de los precios. Lo mismo ocurre durante la crisis de la COVID-19: al modelo le resultó sorprendente que los precios de la vivienda fueran tan resilientes a pesar del desplome del PIB.

¿Qué nos dice el modelo HaR sobre la situación actual?

La parte más interesante viene cuando analizamos la situación actual (con datos hasta el 4T 2021) y las perspectivas futuras del mercado inmobiliario. El modelo nos dice que, aunque se materializaran los riesgos bajistas, sería muy improbable que el precio real de la vivienda descendiera más de un 3,9%. A pesar de que este umbral inferior implicaría una caída considerable, si la comparamos con el umbral inferior histórico (8,9%), vemos que nos encontramos ante un año de riesgos bajistas relativamente moderados. En cambio, aunque se materializaran los riesgos alcistas, el modelo nos dice que sería muy improbable que el precio real de la vivienda aumentara más de un 4,8%. Mirando hacia adelante, y usando

las previsiones del escenario central de CaixaBank Research, los percentiles del modelo nos indican que los riesgos bajistas son contenidos (el percentil 5 incluso alcanza el 0 en 2022) debido al notable crecimiento del PIB que esperamos para el próximo año. Los riesgos alcistas son algo superiores pero limitados: a medida que el crecimiento del PIB se vuelve a normalizar en 2023, y gracias a la ausencia de un *boom* de crédito (a diferencia del periodo anterior a la crisis de 2008), los repuntes en los precios también deberían ser moderados.

Dada la situación económica prevista, una severa corrección de precios en el mercado inmobiliario es poco probable, y tampoco es probable que se produzca una espiral alcista

Este resultado es coherente con la evaluación emitida recientemente por el Banco de España[12] sobre la situación del mercado inmobiliario español. En particular, los indicadores de desequilibrio de los precios de la vivienda sugieren que se encuentran por encima de sus niveles de equilibrio, aunque muy cercanos a ellos. Este diagnóstico para el caso español contrasta con la situación en la que se encuentran los mercados inmobiliarios en otras economías europeas, tal y como alerta el BCE en su último informe de estabilidad.[13] Específicamente, el BCE advierte que los riesgos de correcciones de precios a medio plazo han aumentado sustancialmente debido a la sobrevaloración del precio de la vivienda en algunos países y a que los estándares de crédito se han relajado, mostrando cierta preocupación sobre la gestación de una burbuja inmobiliaria impulsada por la deuda. En este sentido, el BCE recomienda a los países en los que están emergiendo estas vulnerabilidades que consideren la opción de ajustar gradualmente algunos instrumentos de política macroprudencial que tienen a su disposición. Sin embargo, dada la situación del mercado inmobiliario español, no esperamos que se activen en nuestro país, al menos a corto plazo.

(12) «Informe de Estabilidad Financiera», otoño de 2021, Banco de España.

(13) «Financial Stability Report», noviembre de 2021, Banco Central Europeo.

El impacto de las políticas económicas

La situación financiera de las familias durante la crisis de la COVID-19: esta vez es diferente

Las políticas económicas implementadas durante la pandemia han amortiguado el impacto de la crisis sobre la situación financiera de las familias. Por un lado, se ha evitado una mayor caída de los ingresos de los hogares, mientras que, por otro lado, la política monetaria acomodaticia del BCE ha propiciado una reducción de los pagos por intereses de la deuda. Un análisis detallado del esfuerzo que realizan los hogares para pagar su hipoteca, a partir de los datos internos de CaixaBank, debidamente reponderados para ser representativos de la población española, muestra que las medidas han conseguido reducir el esfuerzo hipotecario durante la pandemia en la mayoría de los hogares, si bien todavía siguen existiendo bolsas de vulnerabilidad entre los hogares de renta baja.

Las políticas económicas amortiguan el impacto de la crisis en los hogares

El impacto de la crisis de la COVID-19 en los hogares ha sido muy significativo. Pero, como veremos a continuación, el papel de las políticas económicas ha sido crucial para mitigar los efectos económicos adversos de la pandemia sobre la situación financiera de las familias.

En el plano fiscal, se activaron un conjunto de medidas para el sostenimiento de las rentas de los hogares, entre las que destacan las transferencias públicas a los trabajadores afectados por un ERTE. Además, se reforzaron las prestaciones por desempleo, se aseguraron los suministros básicos, incluido el apoyo al pago de alquileres, y se puso en funcionamiento un esquema de ingreso mínimo vital. También se arbitraron moratorias legales y sectoriales de los préstamos, tanto con garantía hipotecaria como sin ella, para impedir que los hogares en dificultades incumplieran sus obligaciones financieras.[14] Estas medidas, en su conjunto, consiguieron que la caída anual de la renta bruta disponible de las familias (RBD) fuera de «solamente» el 4,9% en 2020, la mitad del retroceso del PIB nominal (–9,8%).

En 2021, el enérgico avance del proceso de vacunación de la población ha propiciado una notable recuperación de la actividad. En este sentido, hay que subrayar que la recuperación del empleo está siendo más rápida que la de la actividad (en noviembre de 2021 la afiliación efectiva a la Seguridad Social ya superaba los niveles prepandemia, mientras que el PIB en el 3T 2021 todavía se encontraba un 6,6% por debajo del nivel del 4T 2019). Como resultado de este dinamismo del mercado laboral, la RBD creció un 1% en el primer semestre de 2021, si bien todavía seguía siendo inferior a los niveles de 2019 (–3,9%).

(14) Estas moratorias han permitido a los individuos que cumplían determinadas características retrasar la devolución de sus préstamos durante un cierto tiempo. A finales de 2020 se habían producido casi 1,5 millones de solicitudes, de las que fueron concedidas más del 90%, el saldo vivo de los créditos en suspensión temporal de sus obligaciones de pago por los programas de moratorias ascendía a 56.168 millones de euros, equivalentes a un 8% del valor total del crédito concedido en las carteras de préstamos que podían acogerse a moratorias.

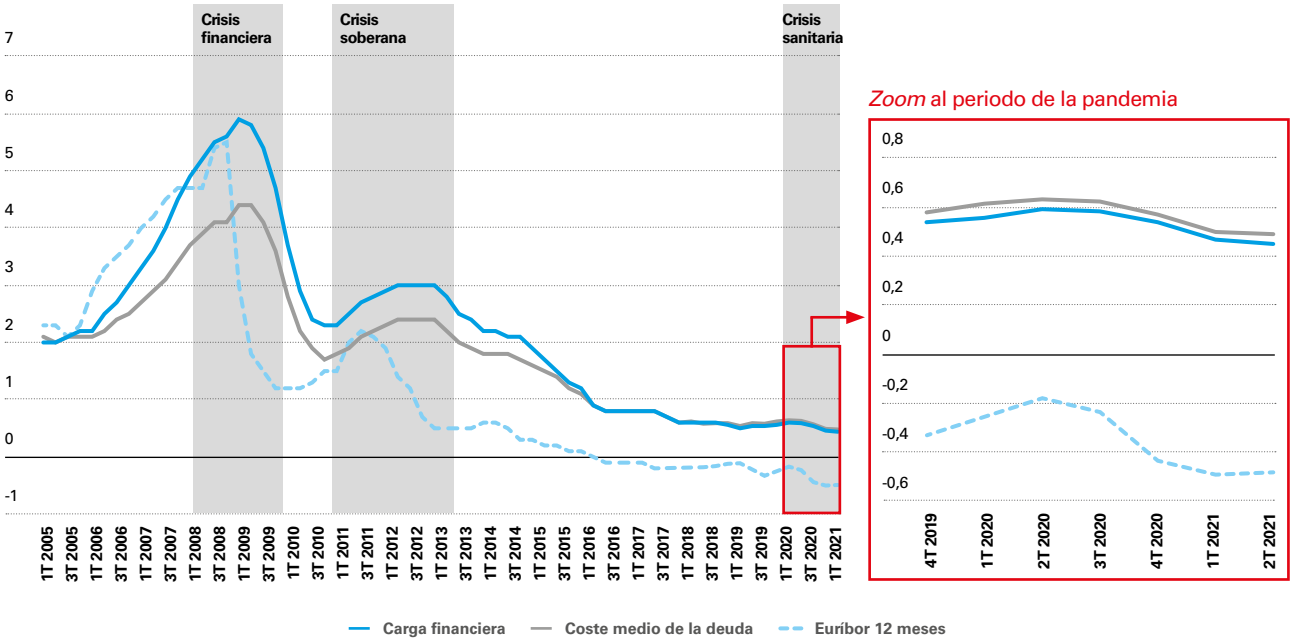
La política fiscal ha amortiguado la caída de la renta de los hogares y la reducción de los tipos de interés habría aligerado la carga financiera del conjunto de las familias

En cuanto a la política monetaria, la rapidez y la contundencia de las actuaciones del BCE han permitido mantener unas condiciones financieras muy favorables que han ayudado a reducir los pagos por intereses asociados a la deuda contraída por las familias. Si bien la ratio de endeudamiento de los hogares habría aumentado ligeramente entre el 4T 2019 y el 2T 2021,[15] la carga financiera se redujo gracias al descenso del coste medio de la deuda, que se encuentra en mínimos históricos (véase el siguiente gráfico).

(15) La ratio de deuda sobre la renta bruta disponible de las familias (RBD) se situó en junio de 2021 en el 94,9%, lo que supone 4,2 p. p. más que el nivel previo a la pandemia.

La política monetaria del BCE favorece la reducción del coste medio de la deuda de los hogares durante la pandemia

(%)



Notas: La carga financiera corresponde a los intereses pagados en porcentaje de la renta (RBD).
El coste medio de la deuda se calcula como los intereses pagados sobre la deuda.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

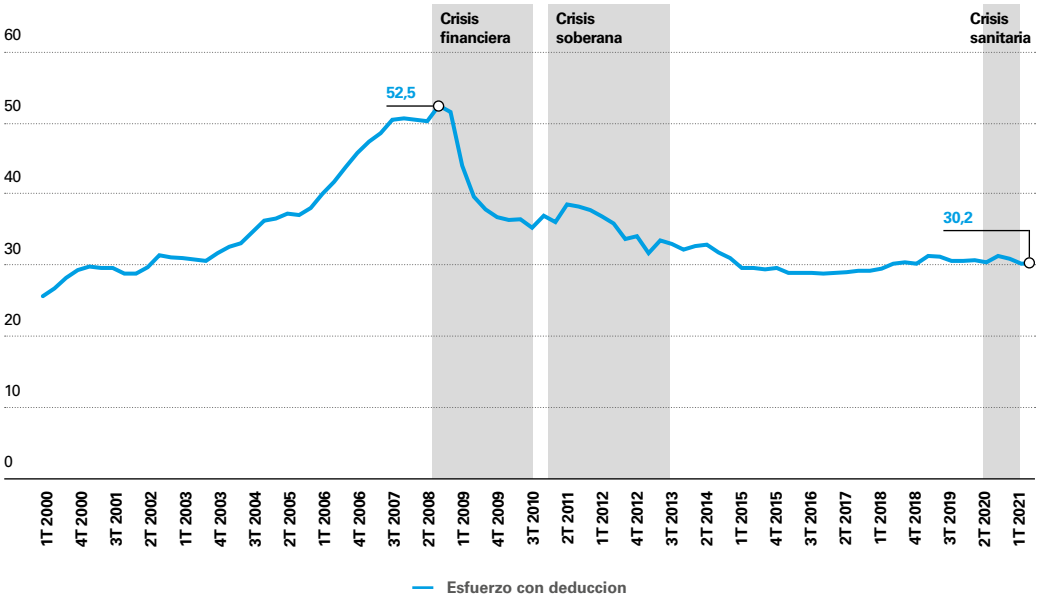
Las condiciones financieras se han mantenido muy favorables durante la pandemia, y ello habría apoyado la demanda de vivienda y el crecimiento del crédito hipotecario. El esfuerzo hipotecario teórico se ha mantenido estable, alrededor del 30%

Las condiciones financieras favorables han impulsado la demanda de vivienda y esto se ha reflejado en un mayor flujo de crédito a los hogares para la compra de vivienda, especialmente en 2021, a medida que se reducía la incertidumbre y el entorno económico mejoraba sustancialmente.[16] En concreto, la nueva producción de crédito para la compra de vivienda solo se contrajo un 2,1% durante 2020 y repuntó un excepcional 47,8% interanual en el acumulado entre enero y octubre de 2021 (un también destacable 37,5% si se compara con el mismo periodo de 2019).[17]

En este contexto, el esfuerzo hipotecario teórico[18] apenas ha variado y se ha situado en torno al 30% durante la pandemia, un nivel de endeudamiento que generalmente se considera saludable, similar a la ratio registrada antes del *boom* residencial en la década de los 2000 (véase el siguiente gráfico). Nótese que el esfuerzo hipotecario se ha mantenido estable porque el descenso de los tipos de interés habría compensado el retroceso de la RBD y el incremento del precio de la vivienda entre el 4T 2019 y el 2T 2021 (del 4,5% según el índice del precio de la vivienda del INE).

El esfuerzo hipotecario teórico se mantiene estable durante la pandemia

(% de la renta bruta disponible del hogar mediano)



Nota: Importe de las cuotas a pagar por el hogar mediano, en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo estándar por el 80% del valor del piso, en porcentaje de la renta anual disponible del hogar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

16 Para un análisis detallado de los factores que han impulsado la demanda de vivienda, véase el artículo «La fortaleza de la demanda reaviva el mercado residencial español» en este mismo *Informe Sectorial*.

17 A pesar de este fuerte repunte de la nueva concesión, el saldo vivo de crédito a la vivienda apenas avanza (+0,6% interanual en septiembre de 2021) debido a las amortizaciones ordinarias y las anticipadas, un aspecto que estaría ligado al ahorro acumulado durante la pandemia y que algunos hogares habrían usado para reducir su endeudamiento.

18 El esfuerzo hipotecario teórico es una estadística publicada trimestralmente por el Banco de España y mide el porcentaje de renta que el hogar mediano debe destinar para pagar el importe de las cuotas hipotecarias en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo estándar por el 80% del valor de la vivienda.

Un análisis del esfuerzo hipotecario por tipologías de hogares a partir de los datos internos

Examinados en conjunto, los datos macroeconómicos ofrecen un panorama bastante positivo sobre la situación financiera de los hogares durante la pandemia, en gran parte gracias a las políticas económicas comentadas. Sin embargo, también pueden esconder vulnerabilidades si no se tienen en cuenta los distintos segmentos de la población. Para analizar el impacto de la crisis en las diferentes tipologías de hogares, nos valemos de los datos internos de CaixaBank, debidamente anonimizados y reponderados para ser representativos de la población española.[19] En concreto, calculamos el esfuerzo hipotecario, es decir, la ratio del importe de la cuota hipotecaria (recoge el impacto de la reducción de los tipos de interés) sobre los ingresos del hogar (recoge el impacto de la política de apoyo de rentas),[20] agregando los datos según el nivel de renta,[21] la edad del cabeza de familia[22] y el año de constitución de la hipoteca.

El siguiente gráfico muestra que el esfuerzo hipotecario mediano descendió notablemente en 2020, un descenso que se debe a (i) el impacto de las moratorias hipotecarias, que permitieron aplazar el pago de la hipoteca a las personas más afectadas por la pandemia, (ii) la reducción de los tipos de interés, que habría aligerado la carga financiera de la deuda hipotecaria, y (iii) a un ligero aumento de la renta mediana de los hogares con deuda hipotecaria.[23] En 2021, con datos hasta octubre, se observa una ratio de esfuerzo similar a la de antes de la pandemia.

19 Específicamente, desarrollamos un algoritmo para calcular los pesos óptimos para que los resultados de 2017 repliquen los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias de 2017, publicada por el Banco de España y representativa de la población española. Posteriormente, el algoritmo se aplica para calcular el conjunto de pesos óptimos en cada año. En este sentido, los resultados que se muestran a continuación no reflejan directamente la cartera crediticia de la entidad.

20 Este análisis se ciñe a la cuota de los créditos hipotecarios para la compra de la vivienda principal y solamente se consideran hogares con deuda hipotecaria pendiente.

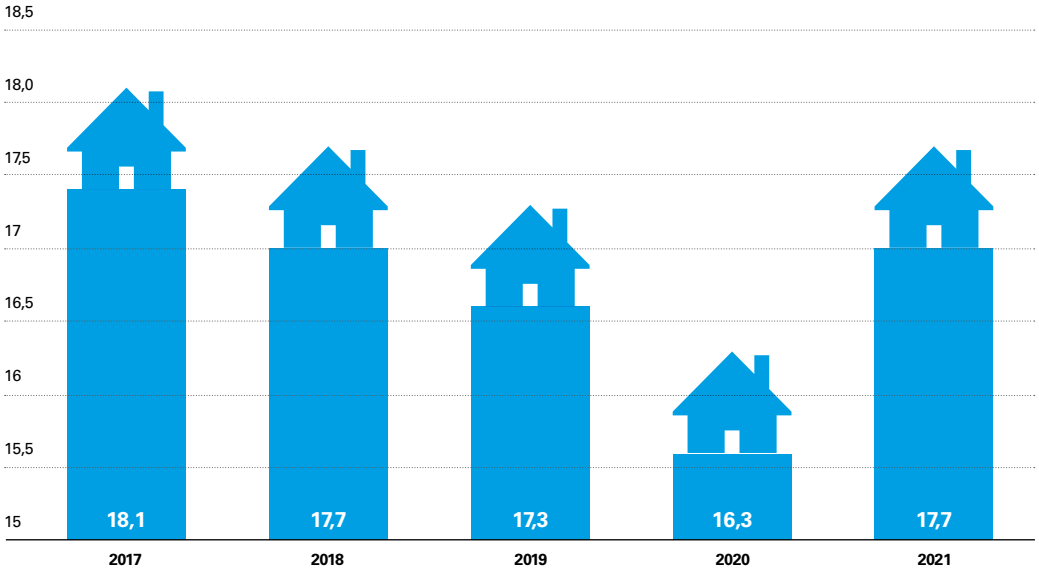
21 Definimos la renta de los hogares como los ingresos laborales, prestación de desempleo y pensiones (pública y privada). Para dividir los hogares por quintil de renta, usamos los puntos de corte de la Encuesta financiera de las familias del Banco de España de 2017.

22 Edad del principal perceptor de ingresos del hogar.

23 Nótese que la ratio de esfuerzo calculada con datos internos es significativamente inferior a la publicada por el Banco de España, pues en este cálculo usamos todos los contratos hipotecarios vigentes, mientras que el esfuerzo «teórico» se refiere a la cuota hipotecaria del primer año asociada a un préstamo estándar por el 80% del valor de la vivienda actual (y no histórico).

El esfuerzo hipotecario de los hogares con hipoteca se reduce durante la pandemia

(% de la renta del hogar)

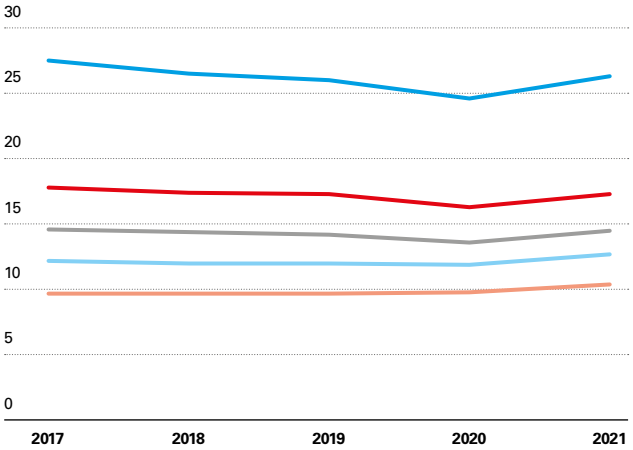


Notas: Datos internos anonimizados y reponderados para ser representativos de la población española. Mediana del esfuerzo hipotecario, calculado como el importe de la cuota hipotecaria sobre la renta del hogar. Datos de 2021 hasta el mes de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

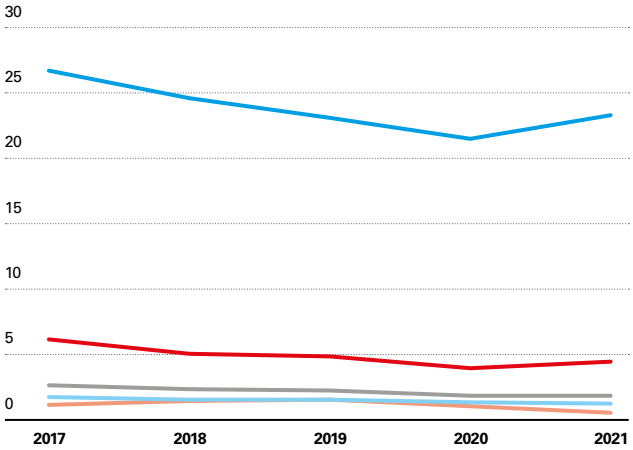
Cuando analizamos cómo ha evolucionado el esfuerzo hipotecario según el nivel de renta (véase el siguiente gráfico), observamos que disminuyó para todos los grupos de hogares y que los que registraron un mayor descenso fueron los de menor renta (–1,4 puntos entre 2019 y 2020). Además, en 2020 también se redujo el porcentaje de hogares que debían realizar un esfuerzo hipotecario superior al 40% (un nivel que suele usarse como referencia para definir estrés financiero), especialmente entre los hogares de renta baja. A pesar de esta mejoría, es importante señalar que el esfuerzo hipotecario de los hogares de renta baja sigue siendo significativamente superior que el del resto de los hogares, y que el porcentaje de hogares de renta baja que sufre estrés financiero sigue siendo muy elevado. Así pues, podemos concluir que las medidas implementadas para hacer frente a la crisis económica han sido efectivas en aligerar la carga de la deuda de la mayoría de los hogares, incluidos los de renta baja; pero, a pesar de ello, las vulnerabilidades existentes en algunos colectivos antes de la crisis siguen presentes.

A pesar de la mejora en la ratio de esfuerzo gracias a las medidas de política monetaria y fiscal, los hogares de renta baja concentran una mayor vulnerabilidad financiera

Esfuerzo hipotecario por tramos de renta
Cuota hipotecaria sobre la renta del hogar (%)



Estrés financiero por tramos de renta
Porcentaje de hogares con esfuerzo hipotecario > 40%



Rentas bajas — Rentas medias-bajas — Rentas medias — Rentas medias-altas — Rentas altas

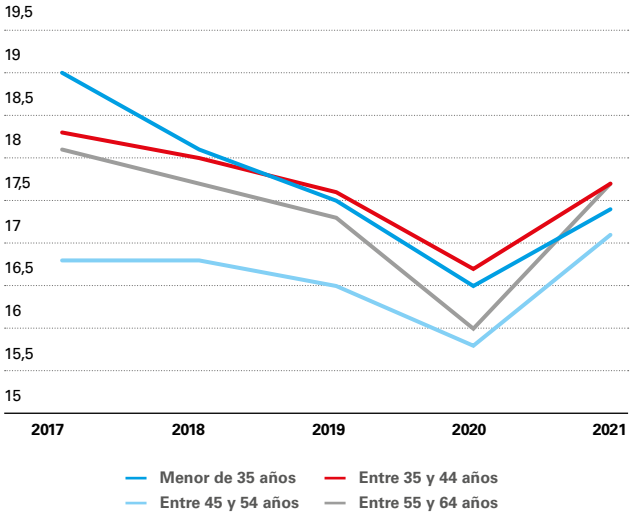
Notas: Datos internos anonimizados y reponderados para ser representativos de la población española. Mediana del esfuerzo hipotecario, calculado como el importe de la cuota hipotecaria sobre la renta del hogar. Las rentas bajas se refieren al 20% de la población con menores ingresos, las rentasmedias-bajas al siguiente 20% de personas, la rentas medias al siguiente 20% con aún más ingresos... y, así, sucesivamente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

Todos los grupos de edad experimentaron una reducción del esfuerzo hipotecario en 2020. Los hogares jóvenes ya mostraban una fuerte tendencia descendente antes de la pandemia, un resultado que se explica por un mayor saldo hipotecario pendiente y, en consecuencia, una mayor reducción de la cuota hipotecaria ante el descenso de los tipos de interés.[24] Finalmente, según el año de constitución de la hipoteca, se observa que el mayor descenso se concentra en las hipotecas de cohortes más antiguas (esto es, hipotecas concedidas entre 1996 y 2014, cuando las condiciones financieras eran muy distintas a las actuales), mientras que las hipotecas concedidas desde 2015, dado que en general ya se realizaron en condiciones más favorables, no se habrían beneficiado tanto del descenso de los tipos de interés en la etapa reciente.

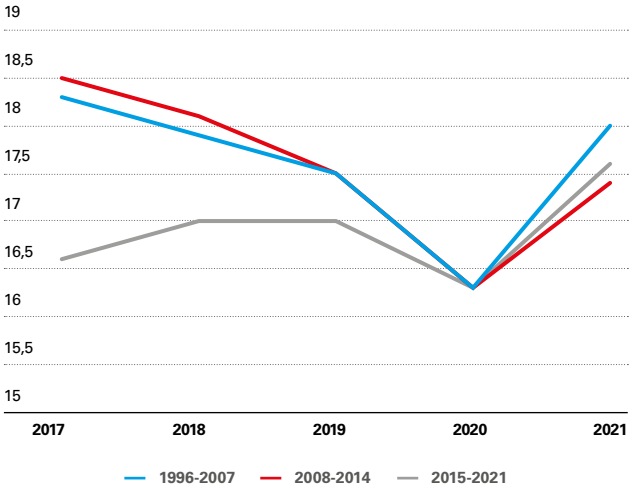
(24) También el aumento de la renta de este colectivo ha contribuido al descenso de la ratio de esfuerzo. Si bien para el colectivo de los jóvenes, la renta ha descendido durante la pandemia, su evolución ha sido más positiva para el subconjunto de jóvenes con deuda hipotecaria.

Esfuerzo hipotecario

Según edad del cabeza de familia



Por año de constitución de la hipoteca



Notas: Datos internos anonimizados y reponderados para ser representativos de la población española.
Mediana del esfuerzo hipotecario, calculado como el importe de la cuota hipotecaria sobre la renta del hogar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

El apoyo de las políticas económicas no debe retirarse prematuramente

En definitiva, las políticas monetaria y fiscal permitieron que el impacto negativo de la pandemia sobre la posición financiera de los hogares fuera limitado, si bien las vulnerabilidades existentes antes de la pandemia siguen presentes y se concentran en los hogares de rentas bajas. Y aunque la progresiva recuperación de la actividad seguirá favoreciendo la situación financiera de las familias, los hogares de menores ingresos siguen dependiendo del apoyo de las políticas económicas, por lo que debe evitarse una retirada prematura de los estímulos. Posiblemente el foco de riesgo más relevante es el repunte de la inflación, que ha alcanzado a finales del año 2021 cotas superiores al 5%, lo cual ha avivado la expectativa de que el BCE adelante las subidas de los tipos de interés. Sin embargo, el BCE ha recalcado que el actual episodio inflacionario tiene una naturaleza predominantemente transitoria y mantiene unas expectativas de continuación del actual tono expansivo de la política monetaria durante un tiempo dilatado. Además, hay que tener en cuenta que más del 65% de las nuevas hipotecas son ya a tipo fijo, y esto limitará el impacto negativo de una eventual subida de los tipos de interés sobre la capacidad de los hogares para afrontar el servicio de la deuda a futuro.

Mercado del alquiler

Desaceleración del precio del alquiler en España: lo que revela el *big data*

A partir de datos internos de CaixaBank sobre los importes de los recibos de alquiler, construimos indicadores sobre la evolución reciente del precio del alquiler de la vivienda a nivel provincial y para los municipios más grandes. Los resultados obtenidos muestran que el precio del alquiler ya mostraba una tendencia generalizada de desaceleración antes de la llegada de la pandemia, y que el estallido de la crisis sanitaria extendió las correcciones a la mayor parte de provincias y municipios, siendo los descensos especialmente acusados en los alquileres de importe más bajos y en los municipios más turísticos.

La tendencia bajista del precio del alquiler se acentúa a raíz de la pandemia

La tendencia a la moderación del precio del alquiler en España se inició antes de la aparición de la COVID-19, y la pandemia no hizo más que acelerarla. Así lo constatan los resultados del análisis que hemos llevado a cabo con datos internos de CaixaBank sobre los recibos pagados en concepto de alquiler (debidamente anonimizados y tratados de forma agregada mediante técnicas de *big data*). En concreto, seleccionamos las relaciones pagador-emisor que tienen seis meses o menos de antigüedad, con el objetivo de capturar los cambios de tendencia que se producen en el mercado, y construimos indicadores del precio del alquiler para cada provincia y para los principales municipios españoles.

Equipados con estos indicadores, en el primer gráfico observamos que la variación interanual del promedio de las provincias alcanzó su valor máximo en mayo de 2019 y se empezó a desacelerar de forma marcada en la segunda mitad del año. En concreto, un 42% de las provincias y un 40% de los municipios analizados alcanzaron el valor máximo del precio de los nuevos alquileres antes de diciembre de 2019. Por tanto, en muchas localizaciones, comprobamos que **el precio del alquiler había tocado techo antes de la pandemia tras un lustro de incrementos muy superiores a los ingresos de las familias.**[25]

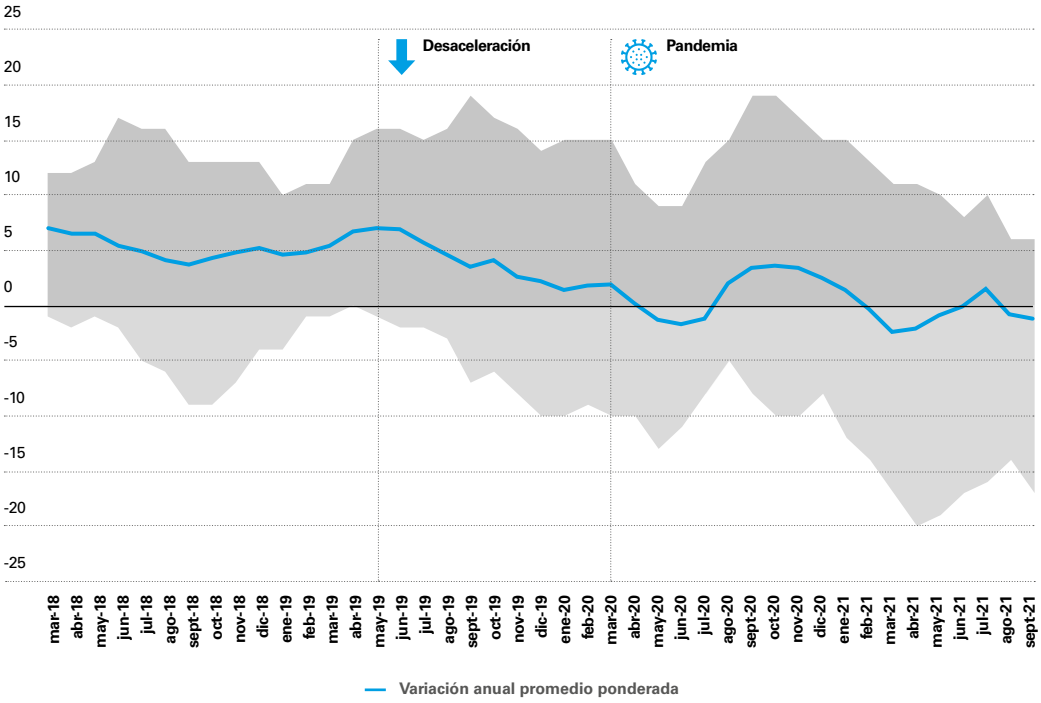
(25) Para un análisis de los factores que impulsaron el precio del alquiler entre 2014 y 2019, véase «Sube el alquiler en España» publicado en el *Informe Sectorial Inmobiliario* del 2S 2019.

Con la llegada de la pandemia, más localizaciones se sumaron a la tendencia descendente, que se acentuó, provocando que la variación interanual del precio del alquiler del promedio provincial entrara en terreno negativo en los meses de abril a julio. Varios factores habrían incidido en el descenso, entre los que destaca la caída de los ingresos de las familias, que ha afectado especialmente a los hogares de ingresos bajos y que suelen vivir en una vivienda alquilada. Por su parte, el notable incremento de la oferta de pisos en alquiler, derivado del trasvase de viviendas que se destinaban a alquiler turístico al mercado residencial tradicional, también habría incidido en la bajada de precios del alquiler en las zonas turísticas, como se verá más adelante.

El precio del alquiler ya mostraba una tendencia descendente antes de la pandemia. La caída de los ingresos de las familias y el trasvase de viviendas destinadas al alquiler turístico contribuyeron a la bajada de precios

El precio de los alquileres nuevos se empezó a desacelerar antes de la pandemia

Variación interanual promedio por provincias (%)



Notas: Para cada provincia y mes, calculamos el valor promedio de los recibos de alquiler nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). Las bandas grises representan el rango de valores que toma la variación interanual del precio del alquiler en las distintas provincias (percentil 10 y 90). La línea azul representa la variación interanual del promedio ponderado por la población de cada provincia.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

Inmobiliario

En 2021 el precio del alquiler se ha situado en terreno negativo en gran parte de la geografía española: un 65% de las provincias y un 55% de los municipios analizados registran precios más bajos en 2021 (con datos hasta septiembre) en relación con el promedio de 2020. El último dato disponible, correspondiente a septiembre de 2021 muestra que todavía un 46% de las provincias y un 42% de los municipios analizados registran un precio del alquiler promedio inferior al de diciembre de 2019, antes de la pandemia, por lo que la recuperación del mercado del alquiler todavía está muy rezagada en relación con el mercado de compraventa.

Evolución del precio del alquiler en Madrid y Barcelona

Especial mención merecen los municipios de Madrid y Barcelona, marcados con círculos rojo y verde, respectivamente, en el siguiente gráfico. En el primer caso, los alquileres sufrieron una fuerte caída en 2020 (–8,3%), si bien es cierto que también venían de mayores tasas de crecimiento en años anteriores, y empezaron a recuperarse en 2021 (+0,6%). En cambio, en la ciudad condal se produjo una ralentización en 2020, pero los precios del alquiler mostraron una cierta resistencia a ajustarse hasta octubre de 2020, cuando entró en vigor la ley que limita los precios del alquiler en los mercados tensionados en Cataluña.[26]

26 Ley 11/2020, de 18 de septiembre de la Generalitat de Cataluña, de medidas urgentes en materia de contención de rentas en los contratos de arrendamiento de vivienda. Desde el 1 de octubre de 2020 dicha ley limita los precios de los alquileres en los municipios catalanes declarados zona con precios tensionados.

La moderación de los precios del alquiler se acentúa a raíz de la pandemia

Variación anual del precio del alquiler promedio por municipios (%)

Notas: Cada círculo en el gráfico representa un municipio. Para cada municipio y mes, calculamos el valor promedio de los recibos de alquiler nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). Datos de 2021 de enero a septiembre. Promedio ponderado por la población de cada municipio.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

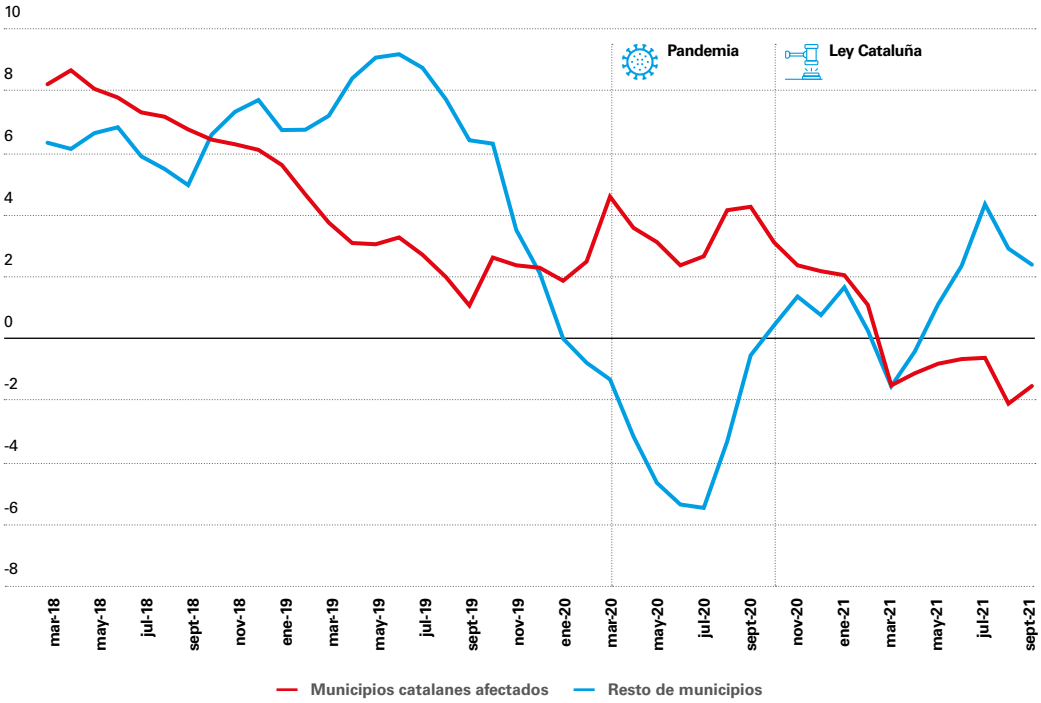
Si comparamos la evolución del precio del alquiler en los municipios catalanes afectados (donde el precio del alquiler de los nuevos contratos no puede superar el anterior o el índice de referencia) antes y después de la entrada en vigor de la ley, y la comparamos con el resto de los municipios, obtenemos que, desde octubre de 2020, la variación interanual del precio del alquiler habría sido marginalmente inferior en los municipios catalanes afectados (alrededor de 1 punto porcentual).[27] No obstante, en el siguiente gráfico puede observarse que el precio del alquiler en los municipios catalanes afectados mostró cierta rigidez a la baja durante el año 2020, antes de la entrada en vigor de la ley, lo que podría apuntar a una posible reticencia a ajustar los contratos de alquiler a la situación de mercado, anticipando que con la nueva ley no se podrían subir los alquileres. Con todo, es difícil llevar a cabo un análisis empírico riguroso para medir el impacto de la ley del alquiler en Cataluña, ya que su entrada en vigor se produjo en un momento en el que el mercado ya se estaba ajustando y, además, la pandemia tuvo un impacto diferencial en el mercado del alquiler en cada municipio por multitud de factores, como su grado de dependencia del turismo, que analizaremos más adelante.[28]

27 Metodológicamente, realizamos un análisis de diferencias en diferencias.

28 De forma similar, otros análisis muestran que la ley catalana habría tenido poco impacto en los precios del alquiler, pero en cambio habría tenido un impacto negativo sobre la oferta. Véase «Efectos de la pandemia en el mercado del alquiler: ¿es conveniente una norma de regulación de precios?» EsadeEcPol Insight #27, febrero de 2021, y «La regulación del alquiler en Cataluña apenas incide en los precios, pero destruye la oferta», Idealista, marzo de 2021.

El impacto de la ley catalana sobre el precio de los alquileres nuevos

Variación interanual promedio (%)



Notas: Para cada municipio y mes, calculamos el valor promedio de los recibos de alquiler nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). El gráfico muestra la variación anual promedio ponderada por la población de cada municipio, con los municipios agrupados según si han sido declarados zona de precios tensionados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

Lo que el promedio esconde… y lo que revelan los microdatos

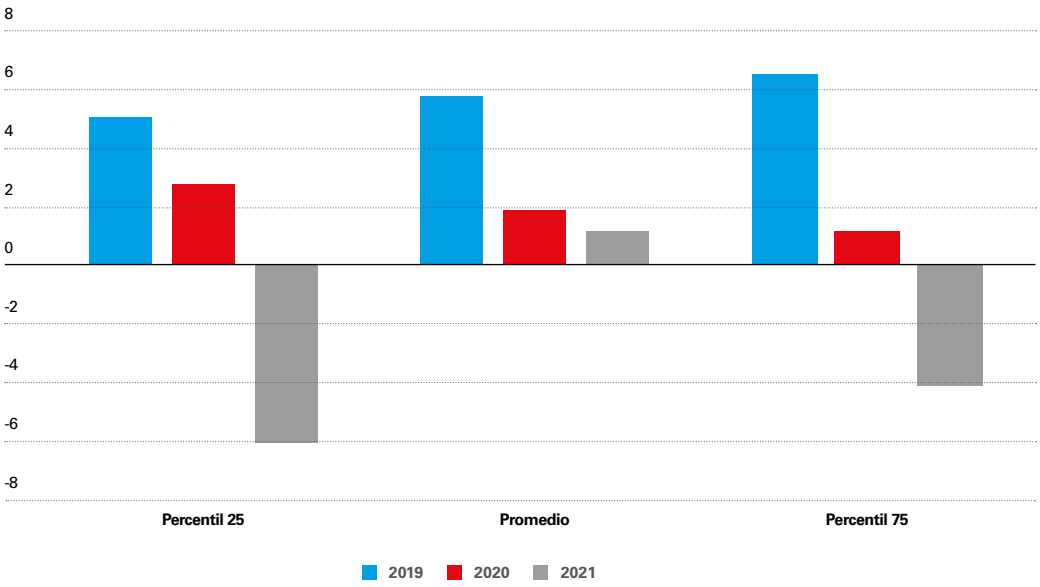
Una gran ventaja que ofrecen los datos internos de recibos pagados en concepto de alquiler es que permiten analizar la distribución de los alquileres en una misma localización. Generalmente, los indicadores del precio del alquiler disponibles informan sobre el precio del alquiler promedio en una determinada zona. Pero lo cierto es que en una misma localización el rango de precios del alquiler es relativamente amplio.[29] Así, para analizar la evolución del precio del alquiler en distintos puntos de la distribución, calculamos dos indicadores adicionales (a parte del promedio): el indicador del percentil 75 (alquileres altos) y el del percentil 25 (alquileres bajos).[30]

Los alquileres bajos han experimentado un mayor retroceso que los alquileres altos en el promedio de las provincias

Al hacerlo, comprobamos que los alquileres en la parte baja de la distribución (percentil 25) crecieron de forma más moderada antes de la pandemia (avance del 5,1% en 2018 frente al 5,8% del promedio) y que su descenso en 2021 está siendo más pronunciado (–6,1% frente a un –4,2% del promedio).[31] En cambio, los alquileres de la parte alta de la distribución (percentil 75) crecieron de forma más vigorosa en 2019 (6,5%) y su descenso en el promedio provincial está siendo más limitado en 2021 (–4,1%).[32] Así lo recoge el siguiente gráfico, que muestra la variación anual promedio a nivel provincial (los resultados a nivel municipal son similares). Estos resultados sugieren que gran parte del ajuste en el precio del alquiler se ha producido entre los alquileres más bajos, generalmente en viviendas ocupadas por hogares de renta baja, que han sido los más afectados por la crisis en cuanto a pérdida de empleo y reducción de ingresos.

El precio de los alquileres nuevos desciende más en la parte baja de la distribución

Variación anual promedio por provincias (%)



Notas: Para cada provincia, se construyen tres indicadores del precio del alquiler basados en el valor promedio, el percentil 25 y el percentil 75 del importe de los recibos de alquiler nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). Datos de 2021 de enero a septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

29 Generalmente, el precio del alquiler depende del estado de conservación de la vivienda, la superficie y otros factores específicos distintos de la zona en la que se localiza la vivienda.

30 El indicador del percentil 25 (dado un mes y localización) es el valor tal que el 25% de los alquileres en esa localización son inferiores a dicho valor (y un 75% de los alquileres son superiores). El indicador del percentil 75 se define de forma análoga y mide la evolución de los alquileres altos en una zona.

31 Además, en las provincias en las que bajan los precios en 2021, los alquileres bajos registran un descenso anual promedio muy significativo (–14%).

32 Además, en las provincias en las que los precios aumentan en 2021, los alquileres que más suben son los altos (el percentil 75 registra un aumento promedio del 5,9% en estas provincias).

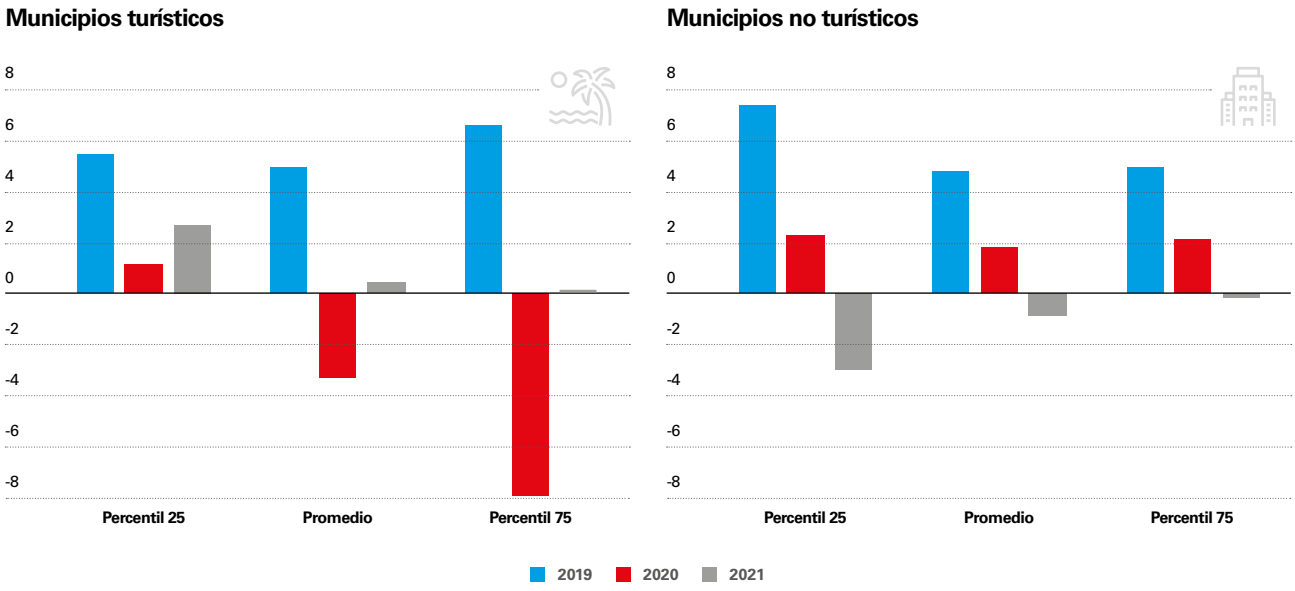
El impacto del turismo en el precio del alquiler

La pandemia tuvo un fuerte impacto en el turismo internacional, lo que repercutió directamente en los precios del alquiler de las viviendas en las localidades más turísticas: el trasvase al mercado residencial tradicional de las viviendas que se habían destinado al alquiler turístico incrementó la oferta y, por ende, bajaron los precios. Tras clasificar los municipios entre turísticos y no turísticos (según si el gasto con tarjetas extranjeras en TPV CaixaBank fue superior, o inferior, al 10% del total en 2019), observamos que el precio del alquiler promedio descendió de forma más acusada en 2020 en los municipios turísticos y que este descenso fue más acusado en los alquileres altos (percentil 75). Además, vemos también que el precio del alquiler en los municipios no turísticos ha tardado más en ajustarse (no se observan descensos en promedio anual hasta 2021) y que el descenso fue menos intenso que en los municipios turísticos y se concentró en la parte baja de la distribución (percentil 25).[33]

33 Para un análisis del impacto del turismo internacional sobre la demanda de vivienda extranjera y los precios de compraventa en los municipios turísticos, véase «¿Cómo ha afectado la caída del turismo extranjero al mercado inmobiliario residencial español?».

El precio del alquiler desciende más en los municipios turísticos, especialmente en la parte alta de la distribución

Variación anual promedio de los alquileres nuevos (%)



Notas: Para cada municipio, se construyen tres indicadores del precio del alquiler basados en el valor promedio, el percentil 25 y el percentil 75 del importe de los recibos de alquiler nuevos (alquileres con una antigüedad de la relación emisor-pagador inferior o igual a seis meses). El gráfico muestra la variación anual promedio ponderada por la población de cada municipio, con los municipios agrupados según si son turísticos o no. Un municipio se considera turístico (o no turístico) si el porcentaje de gasto en TPV CaixaBank con tarjetas extranjeras fue superior (o inferior) al 10% del total en 2019. Datos de 2021 de enero a septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de recibos de alquiler.

Reflexiones finales

La crisis de la COVID-19 ha acentuado y extendido el ajuste de precios en el que ya se encontraba el mercado del alquiler antes de la llegada de la pandemia. En este contexto, el anteproyecto de ley por el derecho a la vivienda presentado por el Gobierno español en octubre de 2021 introduce un nuevo instrumento regulatorio para que gobiernos autonómicos y ayuntamientos puedan declarar zonas con alquileres tensionados, con el fin de limitar los precios del alquiler en dichas zonas. La experiencia internacional resalta la importancia de evaluar cuidadosamente la efectividad y el impacto de este tipo de medidas ya que, en determinados casos, puede llegar a ser contraproducente.[34]

34 Véase «La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional» Documentos Ocasionales n.º 2002, Banco de España, 2020.

Inmobiliario

Indicadores y previsiones

Variación anual (%), salvo indicación expresa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2014	Promedio 2015-2019	Dato 2020	Previsión 2021[1]	Previsión 2022[1]	Tendencia
Indicadores de actividad							
PIB total	3,4	-1,3	2,6	-10,8	4,4	5,9	
VAB construcción	3,1	-9,8	3,4	-11,3	-2,0	7,0	
Inversión en construcción	5,4	-9,4	6,2	-9,6	-2,7	7,5	
Inversión en vivienda	5,4	-8,5	10,5	-11,2	-4,4	6,6	
Inversión en resto de construcción	3,1	-9,8	3,4	-11,3	-0,6	8,5	
Visados de inicio de obra (miles)	642	94	80	86	105	110	
Visados de inicio de obra	2,8	-28,7	20,9	-19,5	22,8	4,8	
Certificados de fin de obra (miles)	482	230	57	86	100	95	
Certificados de fin de obra	8,3	-34,9	14,9	9,1	16,4	-5,0	
Confianza en el sector de la construcción (nivel)[5]	13,1	-41,8	-20,7	-18,4	-2,3	-	
Mercado laboral							
Afiliados total	3,5	-2,4	3,1	-2,1	2,5	3,3	
Afiliados en la construcción	6,1	-13,5	5,1	-1,7	4,5	2,7	
Construcción de edificios	-	-14,4	7,1	-2,2	5,3	3,3	
Ingeniería civil	-	-16,4	1,2	-1,6	2,6	3,3	
Act. de construcción especializada	-	-8,9	4,3	-1,5	4,0	2,1	
Afiliados en actividades inmobiliarias	10,3	2,1	6,3	-1,5	2,3	2,2	
Ocupados total (EPA)	4,1	-2,7	2,6	-2,9	2,9	2,7	
Ocupados en la construcción (EPA)	6,7	-14,0	4,5	-2,6	3,0	1,5	
Tasa de temporalidad en la construcción (%)[5]	57,6	39,6	41,4	36,7	35,7	-	
Tasa de paro en la construcción (%)[5]	7,5	22,8	12,4	11,0	9,7	-	
Demanda de vivienda							
Compraventas[2] (miles)	886	388	450	420	545	505	
Compraventas[2]	-0,1	-8,7	9,2	-16,9	29,7	-7,3	
Vivienda nueva[2,5]	12,1	-13,4	4,8	-10,1	39,3	-	
Vivienda de segunda mano[2,5]	-7,8	-5,0	10,3	-18,4	35,1	-	
Compraventas por extranjeros[3]	-	11,3	5,5	-25,6	36,8	1,7	
Compraventas segunda residencia[4]	-	-8,5	8,5	-20,4	32,2	-2,0	
Precios							
Precio de la vivienda (MITMA)	12,9	-5,7	2,7	-1,1	1,9	4,0	
Precio de la vivienda (INE)	-	-6,8	5,7	2,1	3,6	5,0	
Precio de vivienda nueva[5]	-	-5,7	6,5	6,5	4,1	-	
Precio de vivienda de segunda mano[5]	-	-7,7	5,5	1,4	4,3	-	
Precio del suelo[5]	17,5	-8,7	1,3	-9,4	0,6	3,9	
IPC alquiler[5]	4,3	0,8	0,8	1,1	0,5	-	
Ratios de accesibilidad							
Precio de la vivienda (% renta bruta disponible)	6,5	7,5	6,6	7,2	7,6	7,7	
Esfuerzo teórico (% renta bruta disponible)	35,1	37,7	29,6	30,7	30,2	30,4	
Rentabilidad del alquiler (%)[5]	4,5	3,5	4,2	3,7	3,7	-	
Financiación[5]							
Número de hipotecas	5,8	-20,9	10,0	-6,5	23,1	-	
Saldo vivo del crédito para la compra de vivienda	14,8	-1,4	-2,2	-1,8	0,7	-	
Nuevas operaciones de crédito vivienda	17,7	-24,9	12,4	-2,1	47,8	-	
Saldo vivo del crédito promotor y construcción	23,6	-12,8	-11,0	-5,4	-4,3	-	
Tasa de morosidad del crédito vivienda (%)	0,5	3,5	4,6	3,4	3,1	-	
Tasa de morosidad del crédito promotor y construcción (%)	0,5	20,2	20,4	5,8	5,3	-	

Notas: 1. Previsiones a 13 de diciembre de 2021. 2. El promedio 2000-2007 para las compraventas de vivienda corresponde al periodo 2004-2007 y los datos provienen del MITMA. Compraventas del INE a partir de 2007. 3. Compraventas de extranjeros según el MITMA. 4. Las compraventas de segunda residencia se estiman a partir de las compraventas realizadas en una provincia distinta de la provincia de residencia del comprador. 5. Los datos de la columna «Previsión 2021» corresponden a los datos acumulados hasta el último disponible de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del INE, del Ministerio deTransportes, Movilidad y Agenda Urbana (MITMA), del Ministerio de Empleo y Seguridad Social y del Banco de España.

CaixaBank Research

El *Informe Sectorial* y el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en la web: **www.caixabankresearch.com**. A través de nuestros estudios, intentamos estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo.

INFORME MENSUAL
Análisis de la coyuntura económica española, portuguesa, europea e internacional, así como de la evolución de los mercados financieros, con artículos especializados sobre temas clave de la actualidad.

INFORME DE CONSUMO
Análisis de la recuperación del consumo en España en 2021 una vez superado el impacto por las restricciones a causa de la pandemia.

IS TURISMO
Seguimiento semestral del sector turístico español, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.

IS AGROALIMENTARIO
Seguimiento semestral del sector agroalimentario español, a partir del análisis de los principales indicadores económicos y del *big data*.

IS INDUSTRIA MANUFACTURERA
Seguimiento de la industria manufacturera española y del sector del automóvil, a partir del análisis de los principales indicadores económicos.

IS COMERCIO MINORISTA
Seguimiento sobre el comercio minorista en España, con énfasis en las perspectivas del consumo, el *e-commerce* y la inversión inmobiliaria minorista.

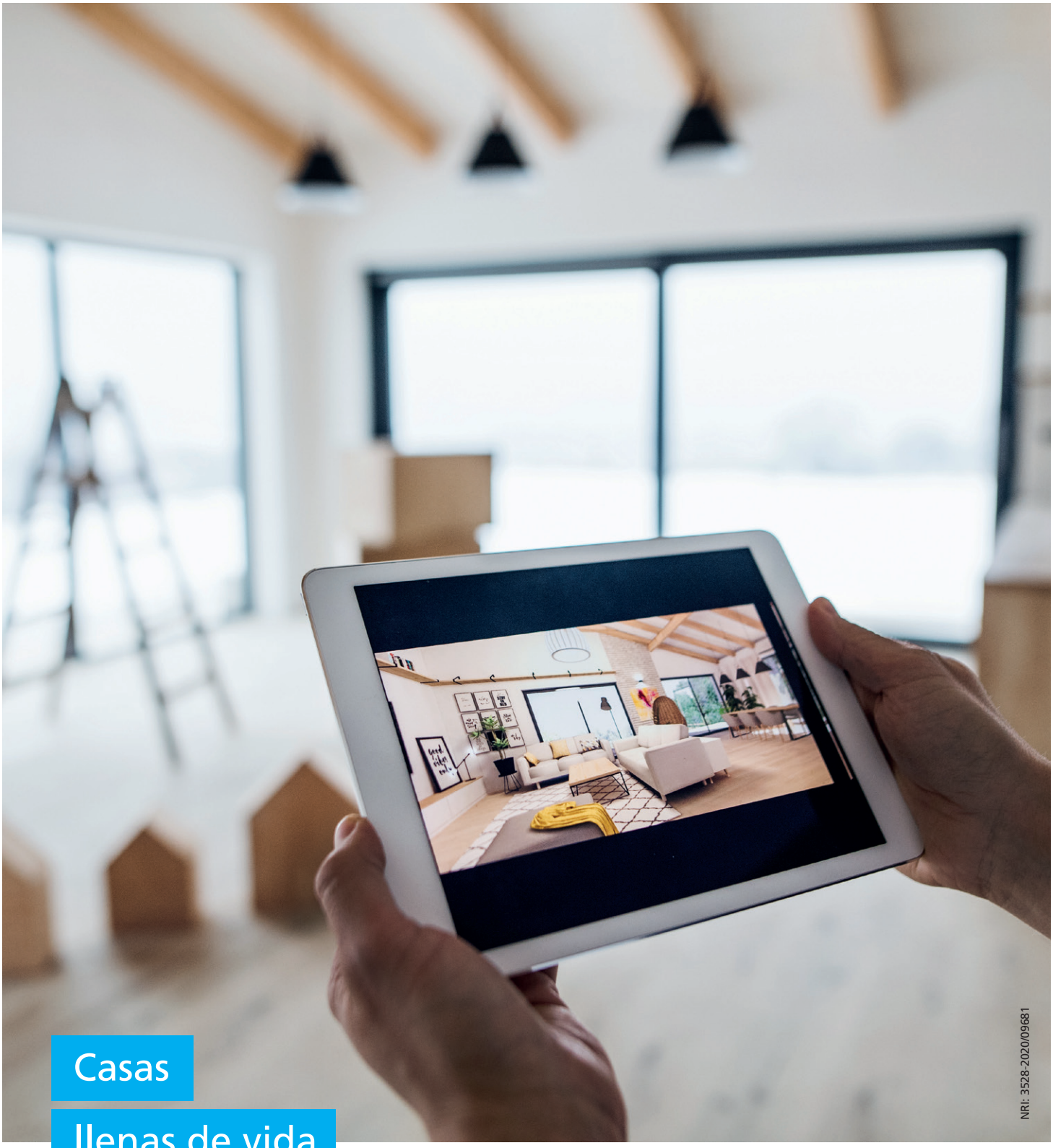
ICDS 2020
Índice que mide el grado de digitalización de las empresas españolas en relación con la frontera tecnológica europea.

www.caixabankresearch.com | research@caixabank.com | @CABK_Research | Newsletter

El *Informe Sectorial* es una publicación de CaixaBank Research que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Sectorial* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2021

Depósito legal: B 3212-2019



Casas llenas de vida

En CaixaBank creemos que las empresas del sector inmobiliario merecen una atención especializada. Por ello, disponemos de una red de centros con equipos de profesionales especializados que dan cobertura a todo el territorio para acompañar al promotor durante todo el proceso de construcción, desde el inicio de la obra hasta la entrega de las viviendas. Del mismo modo, facilitamos también la financiación a los compradores a través de la subrogación del préstamo promotor, implicándonos día a día para crear casas llenas de vida.

NRI: 3528-2020/09681

CaixaBank
Real Estate & Homes

CaixaBank
Research