



Perspectivas económicas y del sector inmobiliario ¿Cómo será el actual ciclo inmobiliario?

Octubre de 2022

Judit Montoriol
Lead Economist
CaixaBank Research



1

Perspectivas internacionales



2

Perspectivas de la economía española



3

Perspectivas del sector inmobiliario



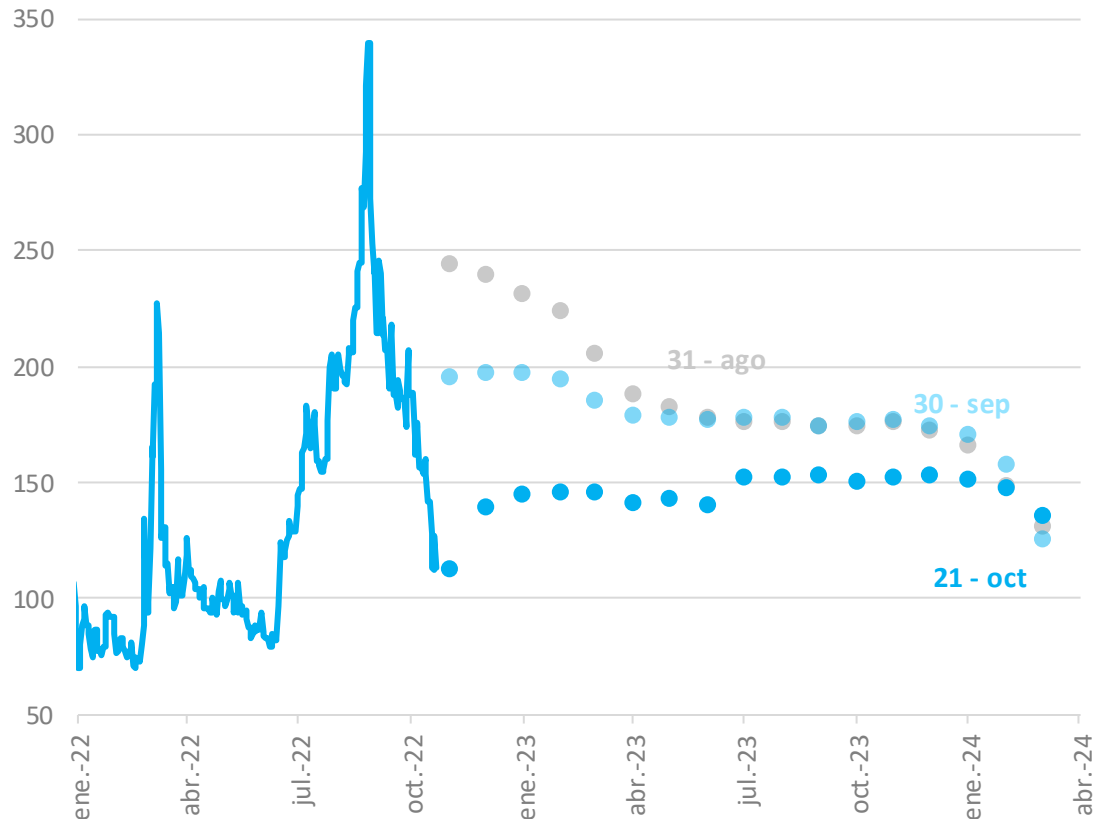
¿Qué ha pasado en los últimos 18 meses?



Energía: el precio del gas tocó un máximo histórico en agosto pero se ha moderado desde entonces

Precios del gas natural y futuros

€/MWh



Nota: Se utiliza como precio de referencia el futuro “one-month ahead” del TTF. Los puntos señalan precios de los contratos futuros de gas entre noviembre 2022 hasta abril 2024.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Futuros del gas TTF para 2023 y 2024*

€/MWh

	2023	2024
28 febrero	61,5	40,1
31 marzo	67,1	46,2
30 abril	76,9	59,6
31 mayo	79,6	60,2
30 junio	101,9	65,4
31 julio	144,7	87,1
31 agosto	188,4	117,8
21 octubre	148,0	115,1

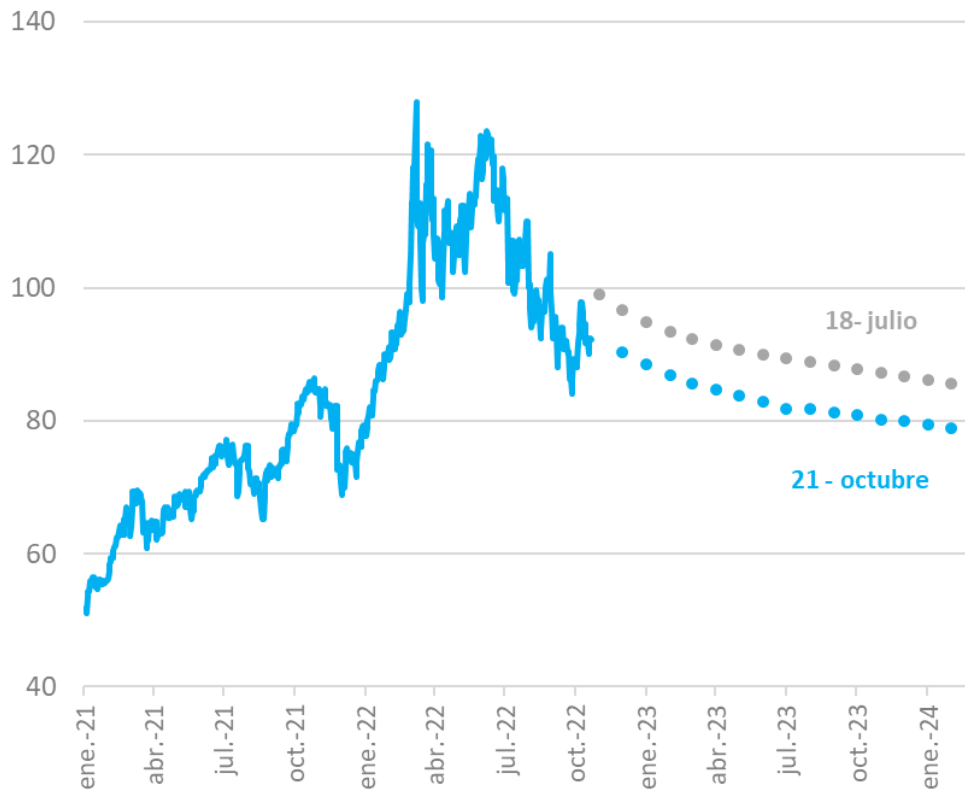
Nota: * Promedio del conjunto del año

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

En contraste, las cotizaciones de las principales materias primas caen por los temores de recesión

Precios del petróleo Brent (y futuros)

\$/barril



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio de las principales materias primas

21 – OCT -2022

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2020	2021
Commodities	index	110,4	-5,7	11,3	-4,7	27,8
Energía	index	45,0	-8,9	45,7	-44,4	54,5
Brent	\$/barril	92,2	2,7	18,6	-25,0	51,5
Gas Natural (Europa)	€/MWh	114,8	-39,5	63,2	54,6	270,2
Metales Preciosos	index	186,1	-3,5	-15,0	25,4	-6,2
Oro	\$/onza	1625,1	-2,9	-11,2	25,0	-3,4
Metales Industriales	index	144,3	-4,9	-16,5	15,4	29,0
Aluminio	\$/Tm	2209,5	-1,6	-21,3	9,4	40,4
Cobre	\$/Tm	7560,5	-2,5	-22,2	26,2	23,9
Agricultura	index	67,2	-4,2	10,6	14,4	28,0
Trigo	\$/bushel	839,0	-7,2	8,9	15,2	20,3

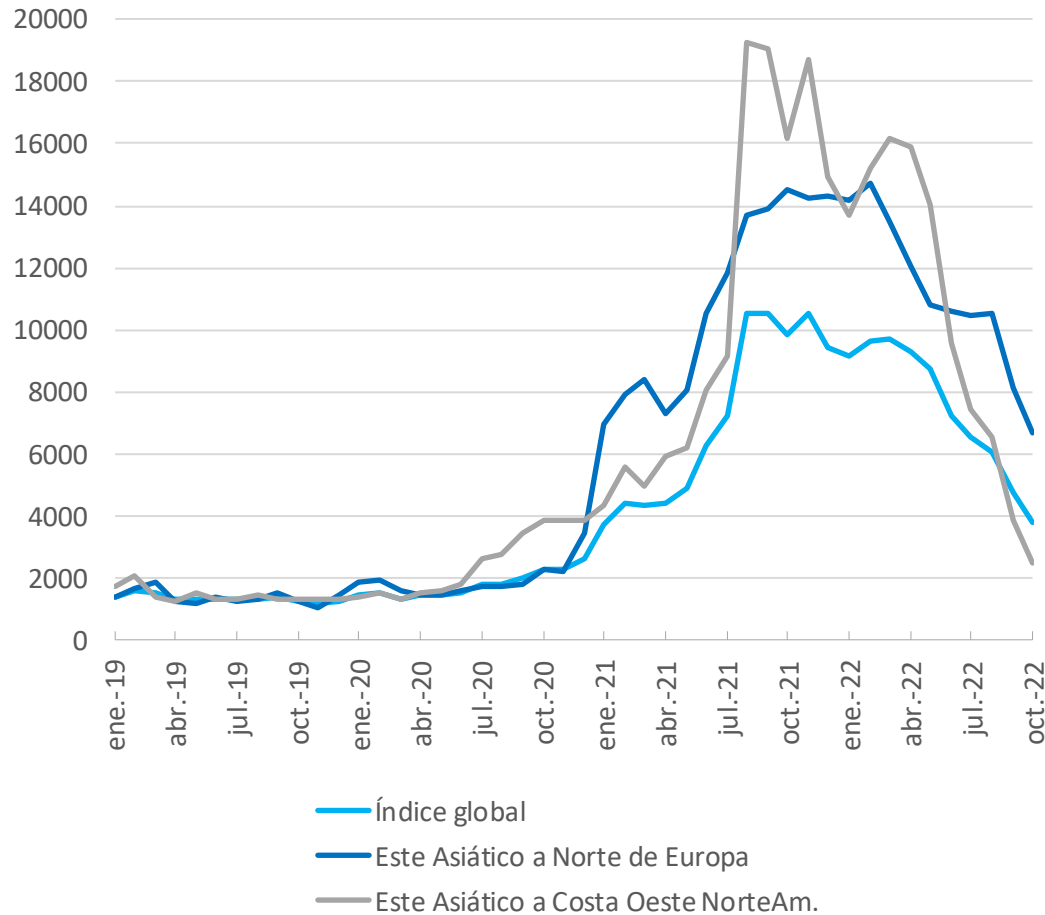
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Sustancial mejora en algunos indicadores de CVG, pero riesgos elevados en China (continuidad política COVID y aumento de casos)



Coste contenedores

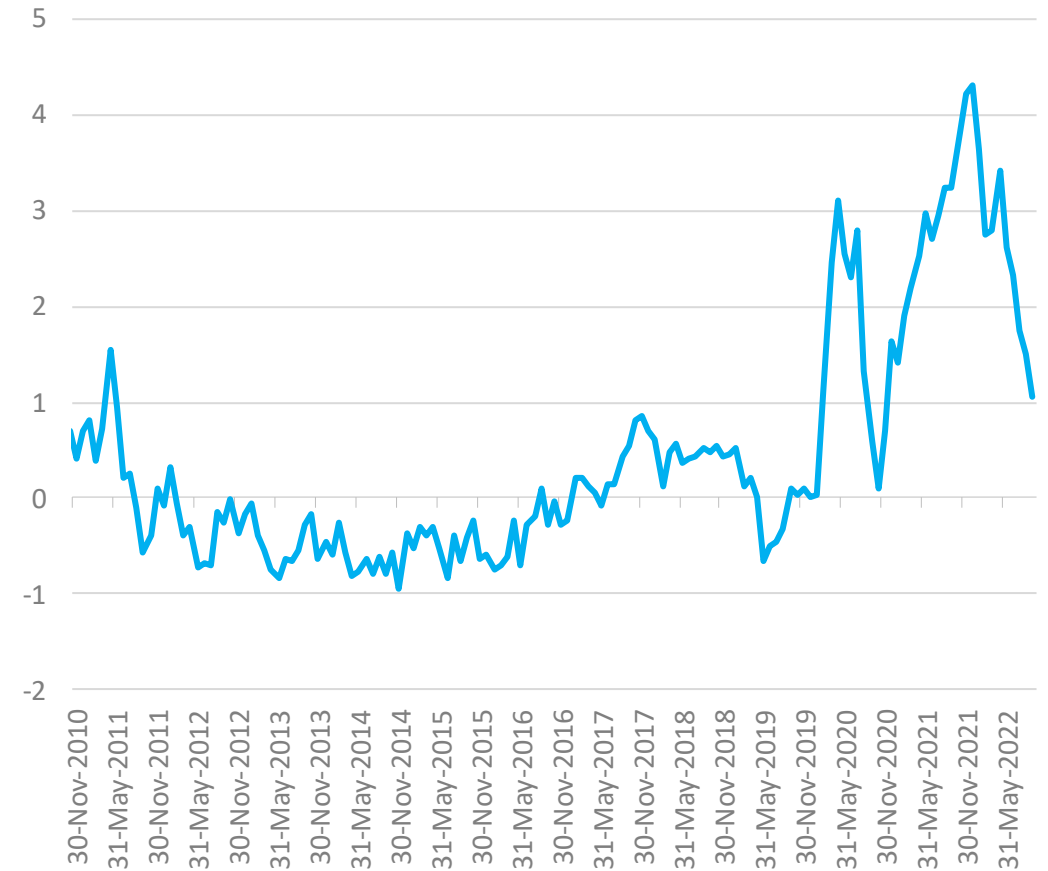
Dólares por contenedor de 40 pies



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Freightos (vía Refinitiv).

Presiones en las cadenas de suministros globales

Índice



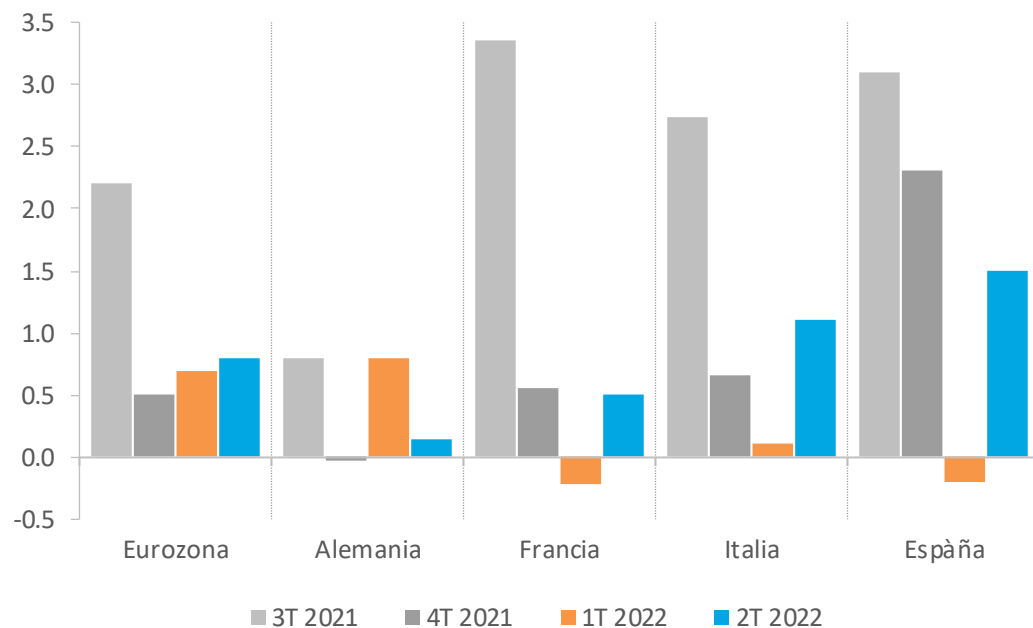
Nota: Global supply chain index. La media del índice es cero. Updated septiembre 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.

El crecimiento del 2T superó las expectativas en España y la eurozona

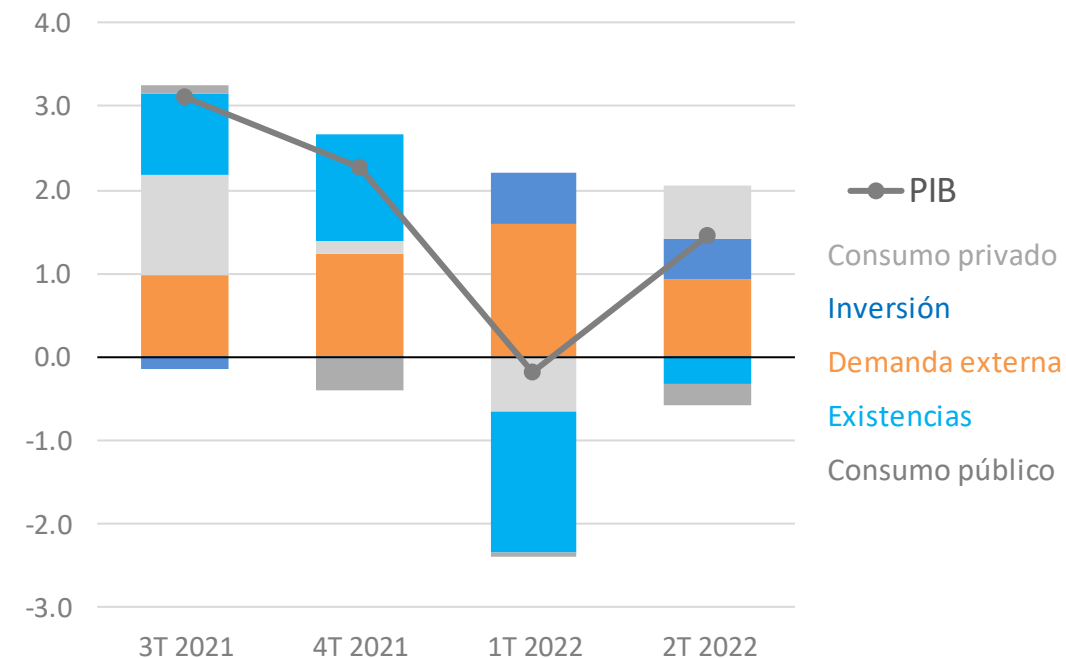
Eurozona: PIB

Crecimiento intertrimestral (%)



España: PIB

Aportación al crecimiento intertrimestral (pp)

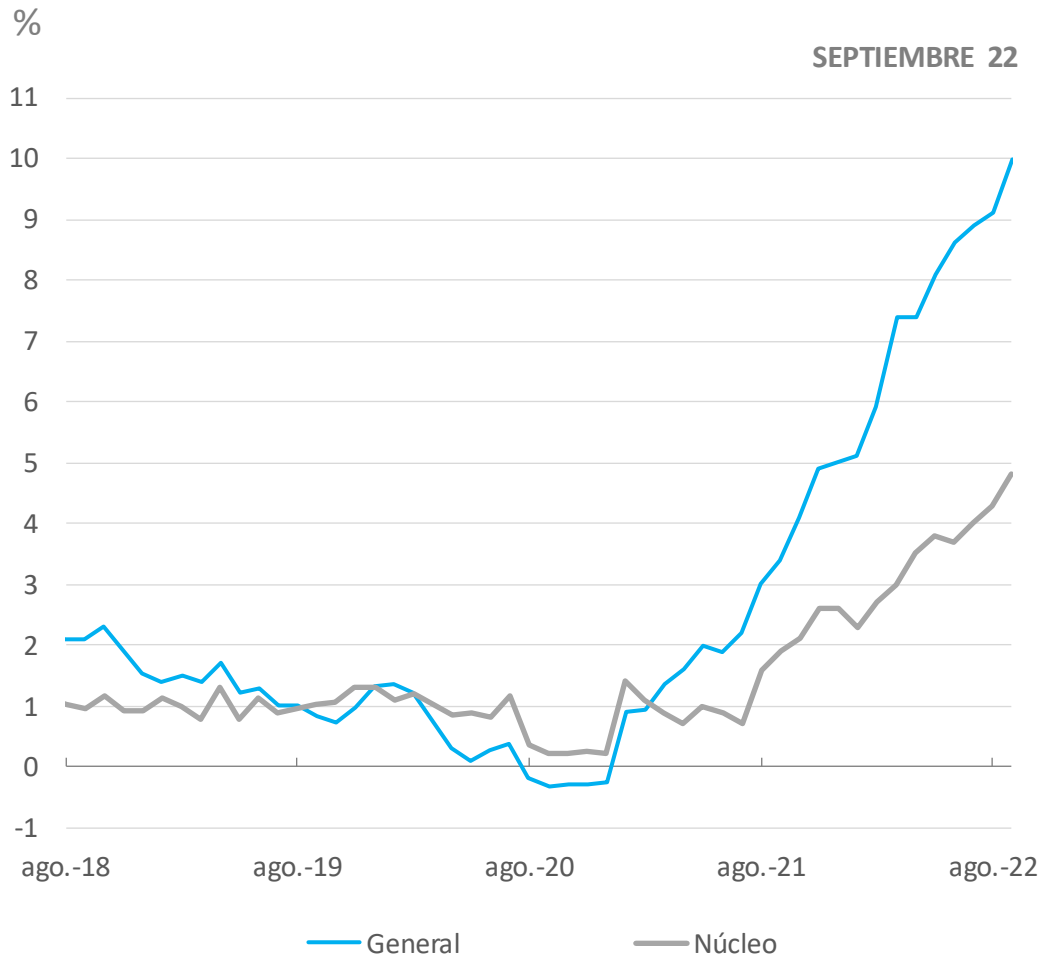


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

- ▶ El levantamiento total de restricciones impulsó la actividad en el sector servicios en toda la eurozona.
- ▶ En el caso de **España**, destacó el repunte de la actividad del sector turístico, que en el 2T 22 ya supera en más de un 8% su nivel en el 2T 19. Con todo, el PIB todavía se sitúa un 2,5% por debajo de su nivel preCovid.

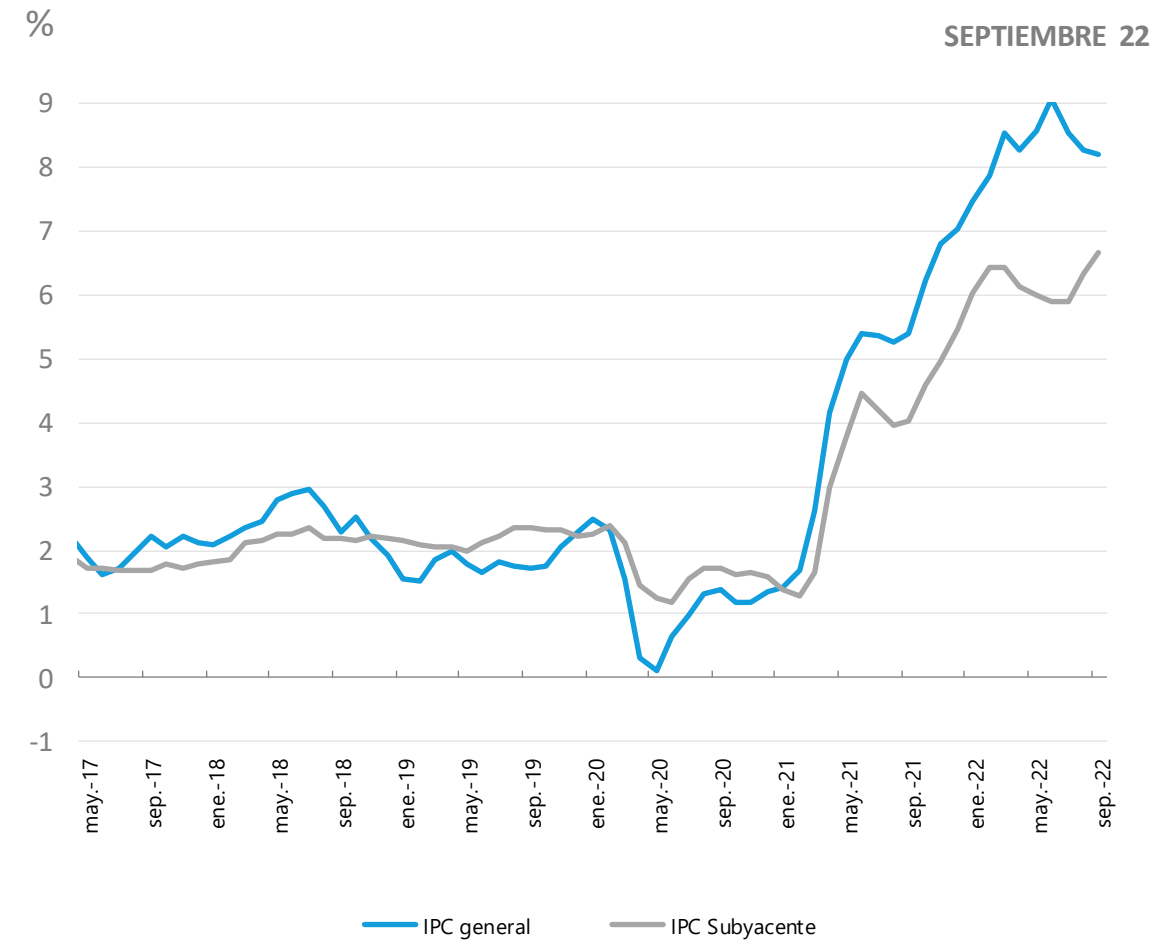
Entre tanto, la inflación se mantiene en cotas muy elevadas (termómetro de la situación económica)

Eurozona: inflación general y núcleo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

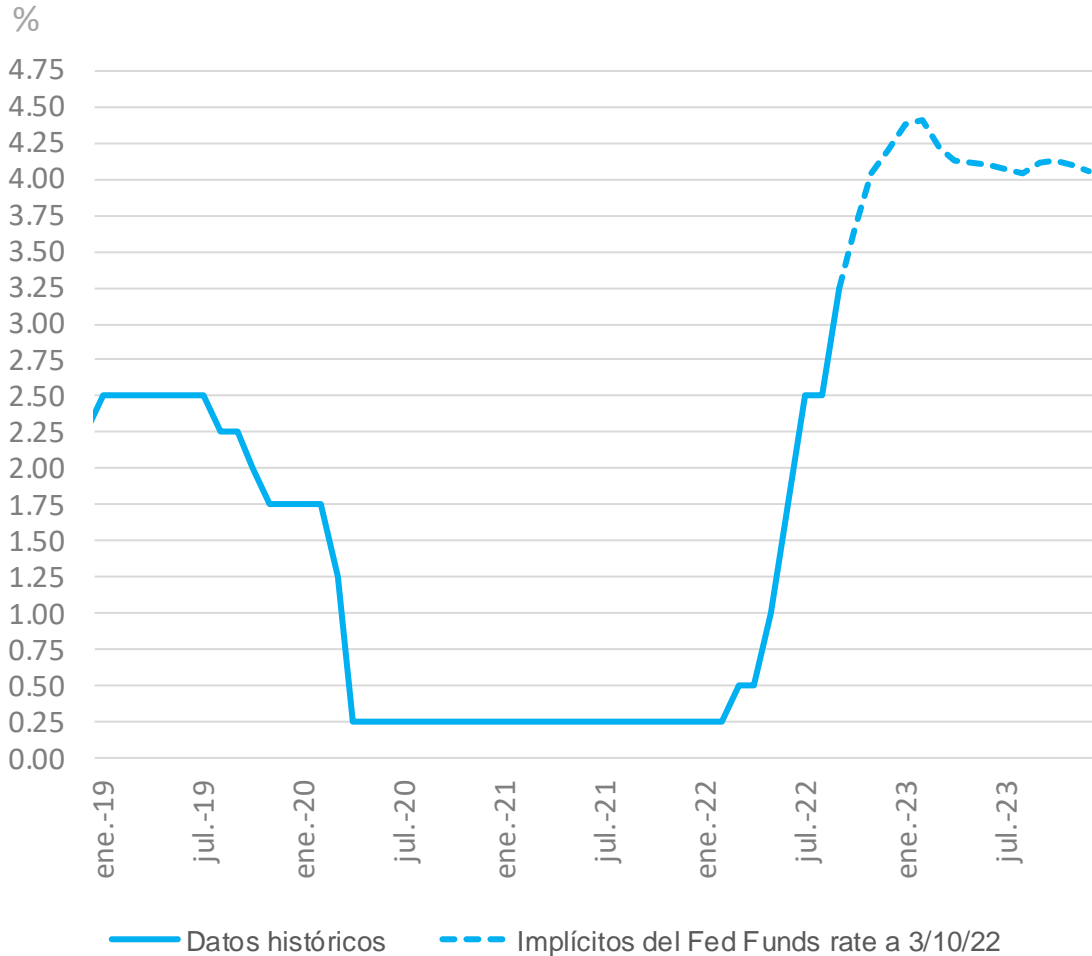
EE. UU.: inflación general y core



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BLS.

La Fed sube tipos en 75 p. b. y quiere llevarlos alrededor del 4,5% en 2023

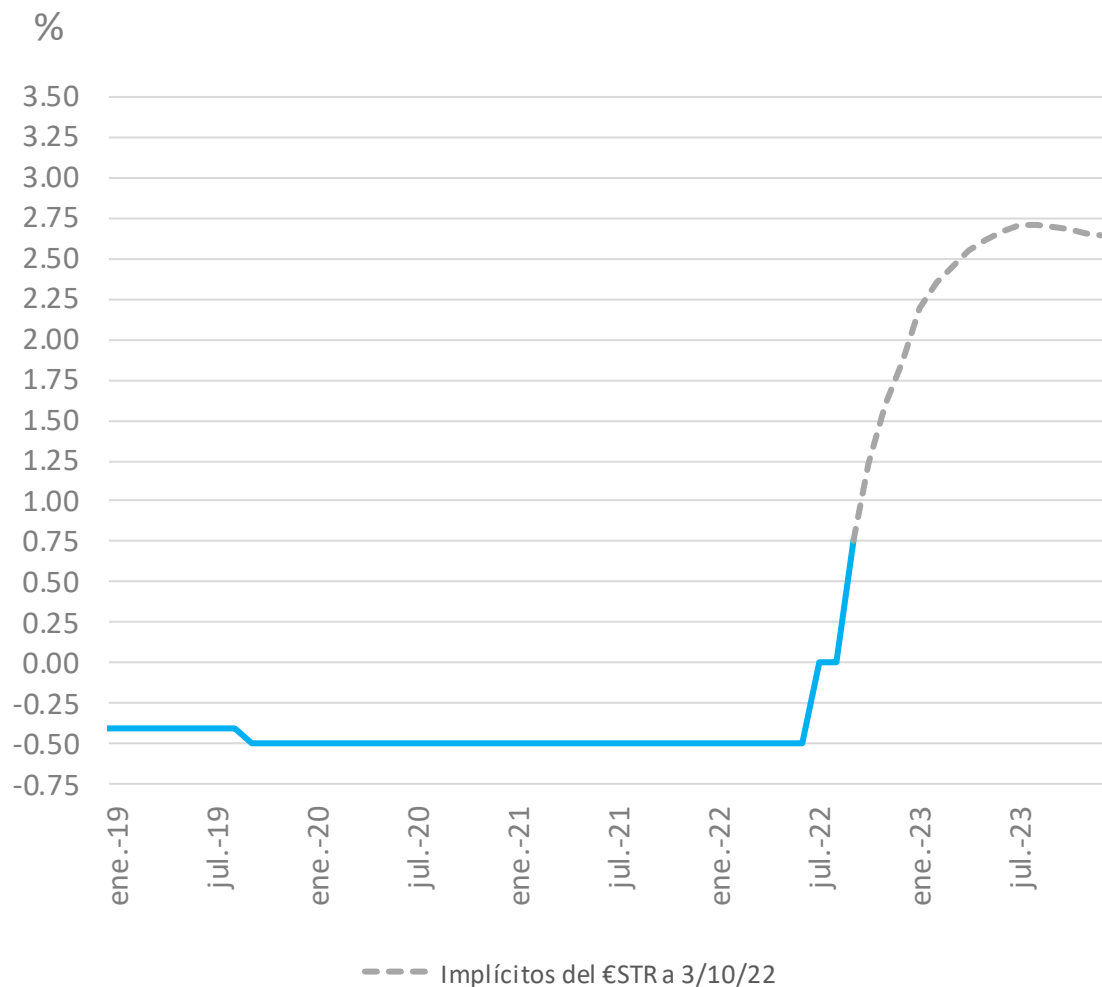
Tipo de interés de la Reserva Federal



- ▶ En septiembre, la Fed subió los tipos en 75 p. b., hasta el intervalo 3,00%-3,25%.
- ▶ Es probable que se observen subidas similares de tipos en las próximas reuniones para situarlos por encima del 4,0% a finales de 2022 y alrededor del 4,5% a finales de 2023
- ▶ La Fed estima que deberá haber un período de bajo crecimiento económico y moderación del mercado laboral para poder restablecer la estabilidad de precios.
- ▶ Mientras, continúa el *quantitative tightening* (no se reinvierten todos los vencimientos de deuda) iniciado a principio de junio.

El BCE endurece el tono y apunta a más subidas de tipos...

Tipo de interés sobre la facilidad de depósitos



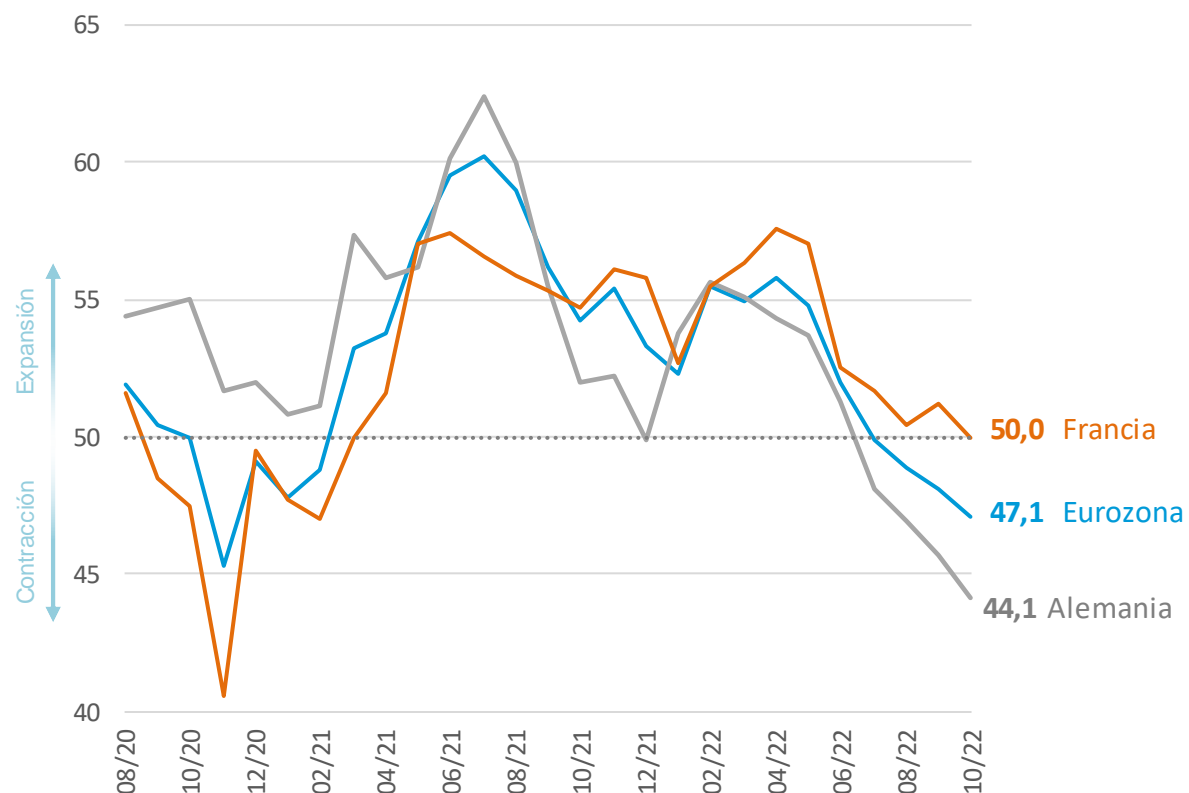
- ▶ En septiembre, el BCE subió los tipos oficiales en 75 p.b., situando el depo y el refi en el 0,75% y el 1,25%, respectivamente.
- ▶ El BCE continuará subiendo los tipos de forma agresiva llevándolos incluso por encima de los considerado como tipo de interés neutral.
- ▶ Los mercados cotizan que el tipo depo se situará alrededor del 3,0% en junio-2023.
- ▶ No se esperan anuncios sobre la reducción del balance (cese reinversiones APP y PEPP).

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del BCE y Bloomberg.

Eurozona: la actividad probablemente se estancó en el 3T

Eurozona: PMI compuesto

Puntos



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del PMI de Markit.

Eurozona: principales indicadores de actividad

	2T 2022	3T 2022	jul.-22	ago.-22	sep.-22	oct.-22
Ventas minoristas (% mensual)	-0,4	-1,1	-0,4	-0,3	---	---
Producción industrial (% mensual)	0,2	-0,5	-2,3	1,5	---	---
Confianza del consumidor (balance respuestas)	-22,3	-27,0	-27,1	-25,0	-28,8	-27,6
Sentimiento económico (índice)	104,1	96,5	98,5	97,3	93,7	---
PMI manufacturas (índice)	54,1	49,3	49,8	49,6	48,4	46,6
PMI servicios (índice)	55,6	49,9	51,2	49,8	48,8	48,2
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,7	6,6	6,6	6,6	---	---
Balanza comercial (m.m. €)	-96119	-120998	-40480	-47297	---	---





Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat suministrados por Refintiv.

Previsiones : un invierno difícil

	2021	2022	2023	
PIB	Eurozona	5,3	3,1	0,2
	Alemania	2,6	1,6	-0,2
	Francia	6,8	2,5	0,6
	Italia	6,6	3,4	-0,2
	EE. UU.	5,9	1,6	1,1

Inflación	Eurozona	2,6	8,1	5,1
	Alemania	3,2	8,1	5,2
	Francia	2,1	5,9	4,1
	Italia	1,9	7,7	4,8
	EE. UU.	4,7	8,0	3,4

Principales Condicionantes

-  **Crisis energética:** encarecimiento y riesgo de “racionamiento”
-  **Dinámica inflacionista,** más intensa y persistente
-  **Ritmo e intensidad del endurecimiento de la política monetaria**
-  **Mar de fondo:** pandemia, guerra en Ucrania, cuellos de botella...

Impacto y canales de transmisión

- ▶ Menor crecimiento global y en nuestros principales socios comerciales
 - ▶ **Recesión técnica de Eurozona (4T-1T) y EE. UU. (3T-4T)**
- ▶ Limitaciones a la capacidad productiva
- ▶ Capacidad de gasto de familias y empresas



1

Perspectivas internacionales

2

Perspectivas de la economía española

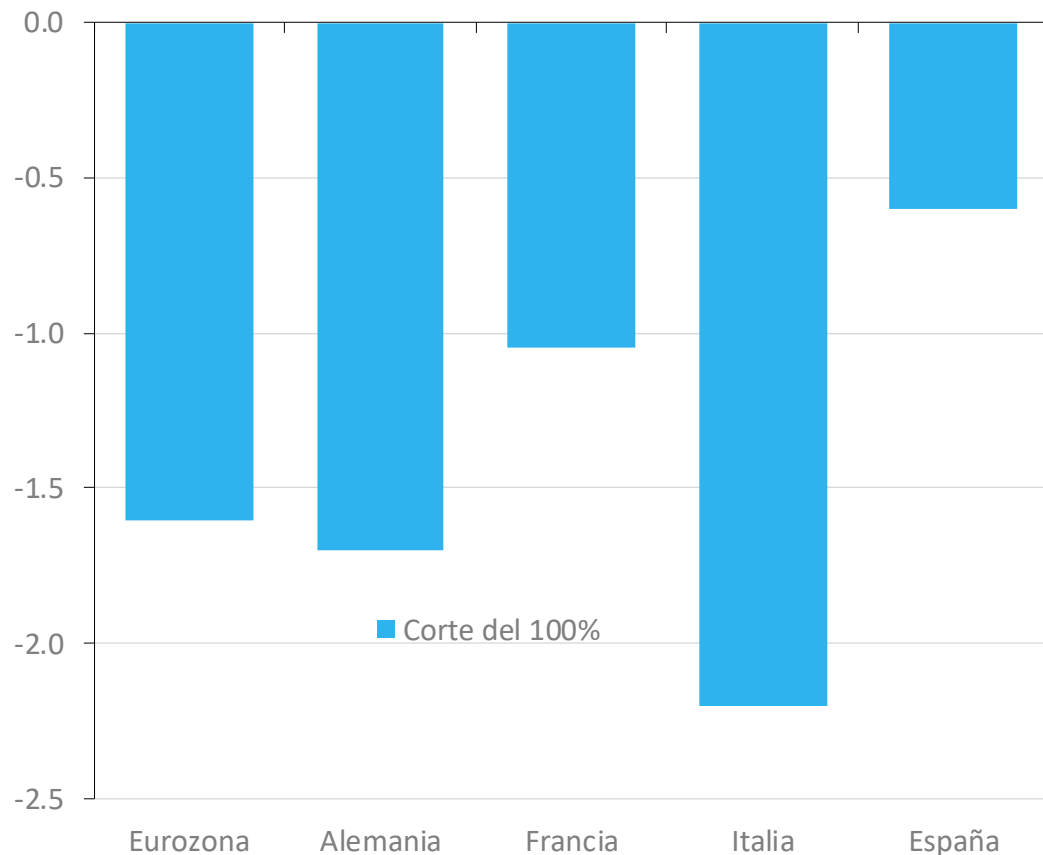
3

Perspectivas del sector inmobiliario

España, en mejor posición para afrontar la crisis energética

Impacto sobre el PIB de cortes en las importaciones de gas ruso

Porcentaje



Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del Banco de España.

Dadas las características estructurales de la Península Ibérica (isla energética), España afronta la crisis energética desde una posición mejor que el norte de Europa:

- **Los precios de importación de gas natural en España están por debajo de los precios de referencia europeos** ya que la mayoría de los contratos de importación de gas son a largo plazo (ver gráfico).
- **Más capacidad de importación de GNL** que otros países europeos: España tiene el 34% de toda la capacidad de regasificación de la UE (6 plantas).
- **Baja dependencia de las importaciones rusas:** 8% del total de las importaciones (todo GNL).
- **La caída de los flujos de gas de los gasoductos argelinos** (que operan al 75%) ya ha sido sustituida por las importaciones de GNL de EE.UU.
- **El traslado de los precios del gas a la electricidad está impulsado por la referencia MIBGAS**, no por la TTF. El MIBGAS está actualmente un 40% por debajo del TTF y un 24% por debajo del precio de referencia del GNL asiático (índice JMK).
- **BdE estima un impacto del corte del 100% de importaciones del gas ruso de 0,6% de PIB en España** (menos de la mitad que en el promedio de la eurozona).

Comienzan a percibirse señales de debilitamiento en el 3T



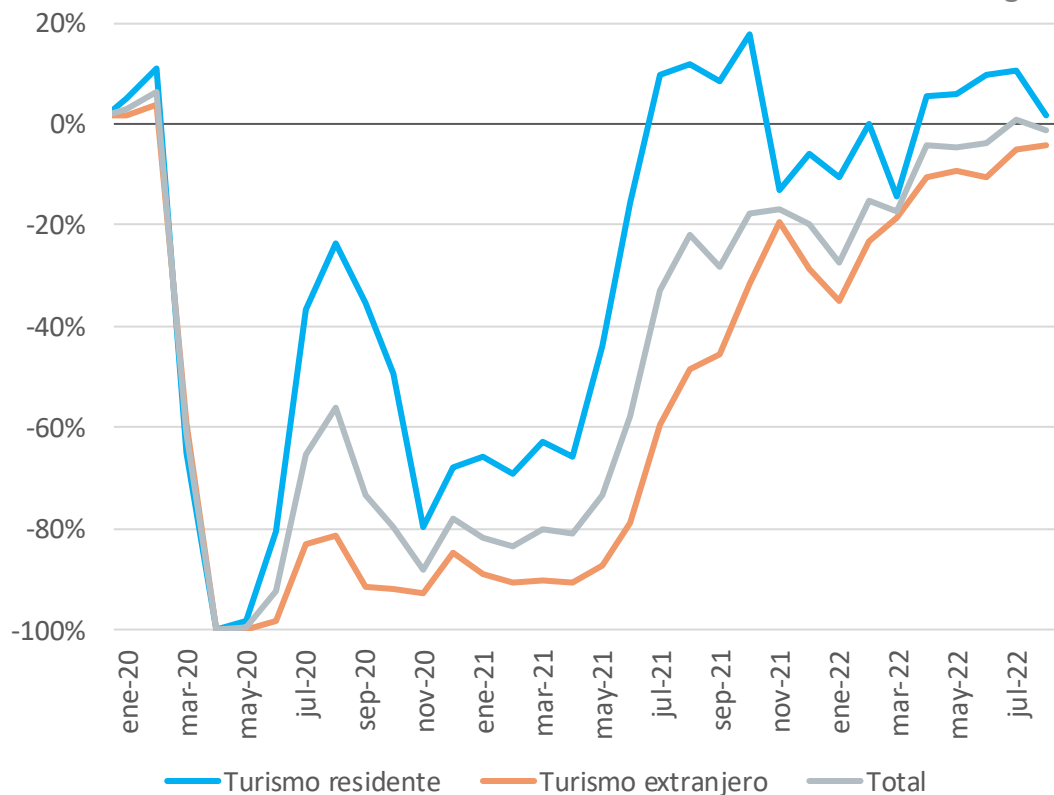
	3T 2022	2T 2022	Datos hasta:
Afiliados a la S.S.	0,7	1,0	Septiembre
Producción industrial	-0,1	1,7	Agosto
Ventas minoristas excl. estaciones de servicios	-1,1	1,4	Agosto
Ventas interiores mensuales de las grandes empresas	-2,7	2,0	Agosto
Egatur (<i>variación respecto mismo periodo 2019</i>)	-2,2	-3,9	Agosto
Exportaciones reales (SA)	-1,0	2,0	Julio
Importaciones reales (SA)	0,4	6,3	Julio
Matriculaciones automóviles (ANFAC, SA)	11,1	12,0	Julio
Consumo visible cemento (SA)	-10,3	5,9	Junio
PMI Servicios (<i>nivel, >50 expansión</i>)	51,0	55,9	Agosto
PMI Manufacturas (<i>nivel, >50 expansión</i>)	49,2	53,2	Agosto

El sector turístico recupera la actividad y eleva los precios

Pernoctaciones en alojamientos turísticos

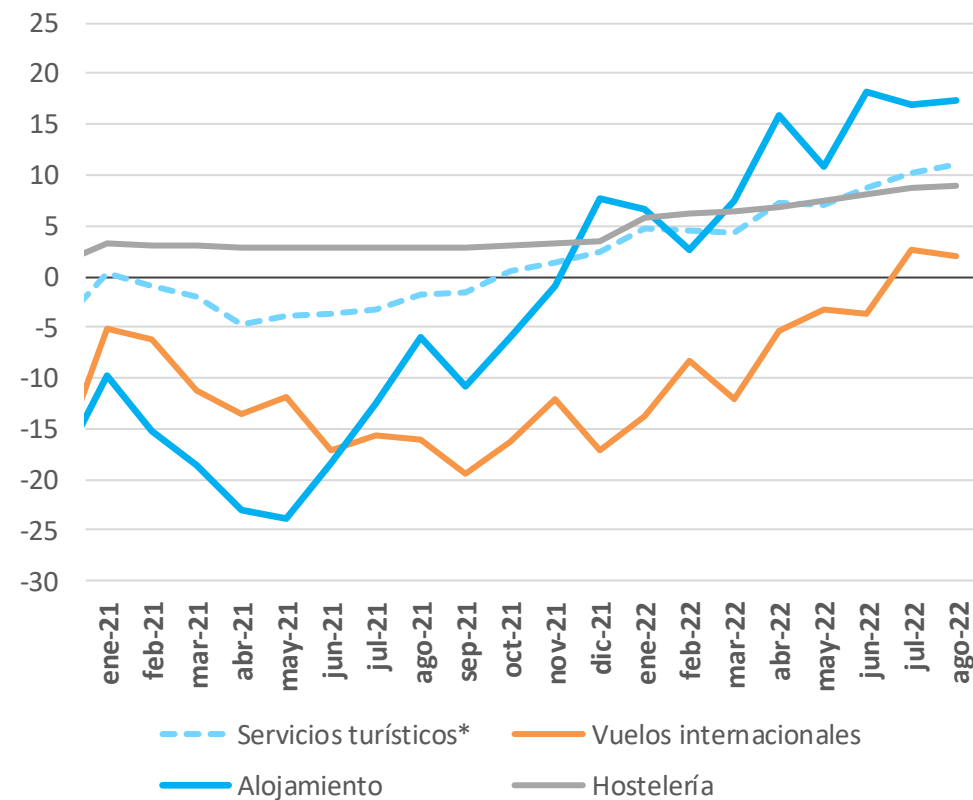
Variación con respecto a 2019

Ago. - 22



Inflación de servicios ligados al turismo

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



Nota: (*) Promedio ponderado de las 13 subclases del IPC ligadas al turismo que engloban precios de transporte de pasajeros, alojamiento, restauración, ocio y paquetes turísticos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE

Previsiones del PIB por componentes

Cuadro macroeconómico

Variación anual (%)

	2021	2022	2023	2024
PIB	5,5	4,5	1,0	1,9
Consumo privado	6,0	-0,1	-0,7	2,5
Consumo público	2,9	-1,3	1,0	0,7
Inversión	5,9	5,1	1,80	2,0
<i>En equipo</i>	6,3	5,0	-1,3	3,0
<i>En construcción</i>	-3,7	4,9	3,9	1,4
Exportaciones	14,4	18,5	2,6	1,9
Importaciones	13,9	7,0	0,7	2,0
Demanda interna <i>(contribución en p. p.)</i>	5,2	0,7	0,2	1,9
Demanda externa <i>(contribución en p. p.)</i>	0,3	3,9	0,8	0,0

Demanda interna

- ▶ La ralentización del PIB en 2023 procederá principalmente del **consumo privado y la inversión en equipo**, que incluso registrarán caídas, afectados por la elevada incertidumbre, el aumento de tipos y la pérdida de poder adquisitivo.
- ▶ El **consumo público** se podría ver impulsado por el ciclo electoral,
- ▶ La **inversión en construcción** aún se beneficia en 2023 del tirón del periodo 2021-2022.

Demanda externa

- ▶ Reduce su aportación en 2023 por el menor dinamismo de las **exportaciones** ante la debilidad de nuestros principales socios comerciales, y la menor contribución del sector turístico, tras haberse aproximado a los niveles prepandemia.
- ▶ No obstante, se ve compensado parcialmente por el bajo ritmo de las **importaciones** derivado de la debilidad de la demanda interna.
- ▶ El nivel de PIB previo a la pandemia se recuperaría en el 3T24.

Inmobiliario

Informe Sectorial

2º semestre 2022

La tendencia alcista de la vivienda tenderá a moderarse



¿Cuánto puede durar la tendencia alcista del sector inmobiliario?

¿Dónde crece más el precio de la vivienda en España?

La fortaleza de la demanda extranjera de vivienda en España y su recorrido a largo plazo

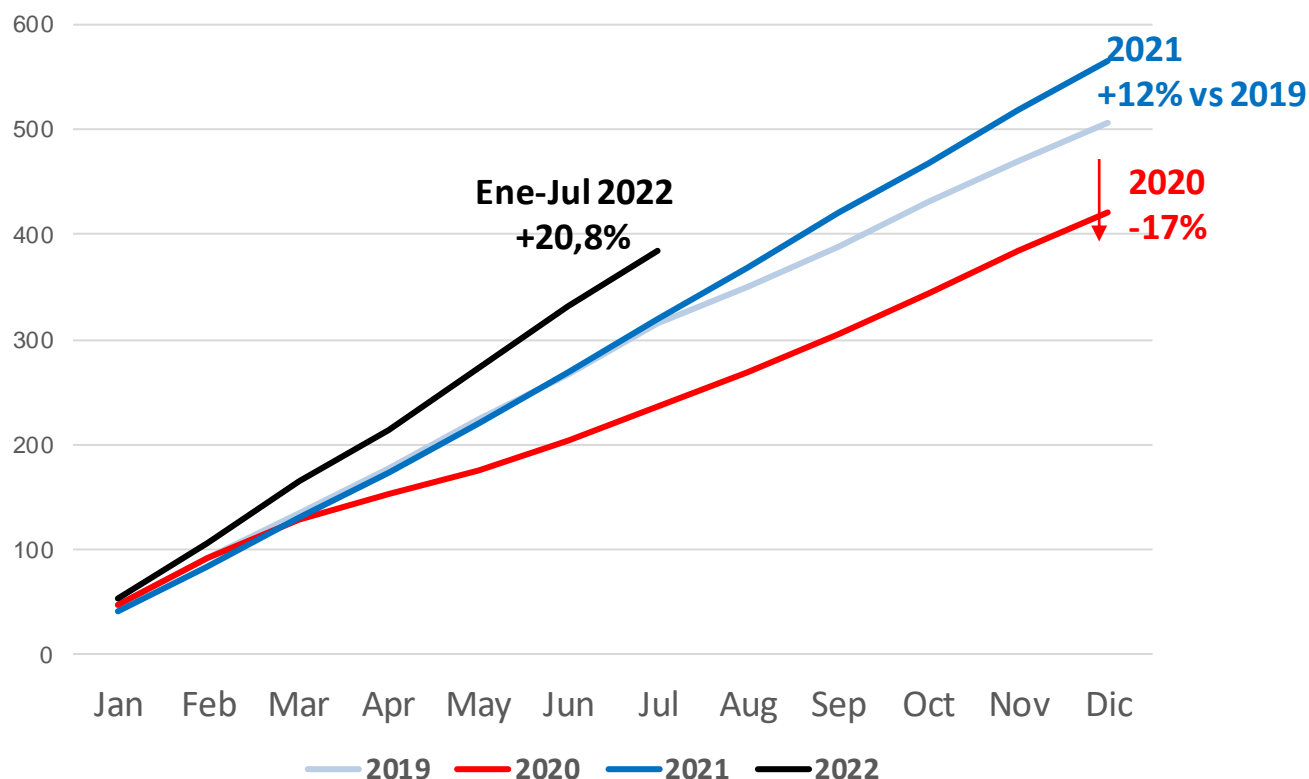
Evaluamos el riesgo de burbuja inmobiliaria en los mercados desarrollados

- ▶ **Situación y perspectivas**
- ▶ ¿Dónde crece más el precio de la vivienda en España?
- ▶ La fortaleza de la demanda extranjera
- ▶ El riesgo de burbuja inmobiliaria

Primeros signos, muy tímidos, de ralentización de la demanda de vivienda

Compraventa de vivienda

Datos mensuales acumulados en el año (miles)



Se espera una ralentización de la demanda:

- ▶ La **demanda doméstica** se ralentizará por el menor crecimiento de la renta bruta real disponible de los hogares, el clima de mayor incertidumbre y el aumento de los tipos de interés.
- ▶ La **demanda extranjera** puede verse más impactada, por el aumento de la incertidumbre y la ralentización económica de los principales países compradores de vivienda en España (Reino Unido, Alemania, Francia).

- ▶ En **Cataluña**, las compraventas crecen con algo menos de vigor: **+19,2%** comparado con un 20,8% del total nacional.
- ▶ Las compraventas de obra nueva en Cataluña crecen un 20,4%, por encima de las compraventas de segunda mano (17,8%). En cambio, en el conjunto de España, la obra nueva crece por debajo que la segunda mano (9,1% frente al 23,7%).
- ▶ Las compraventas crecen en 3 de las 4 provincias catalanas (Lleida: -6,6%)

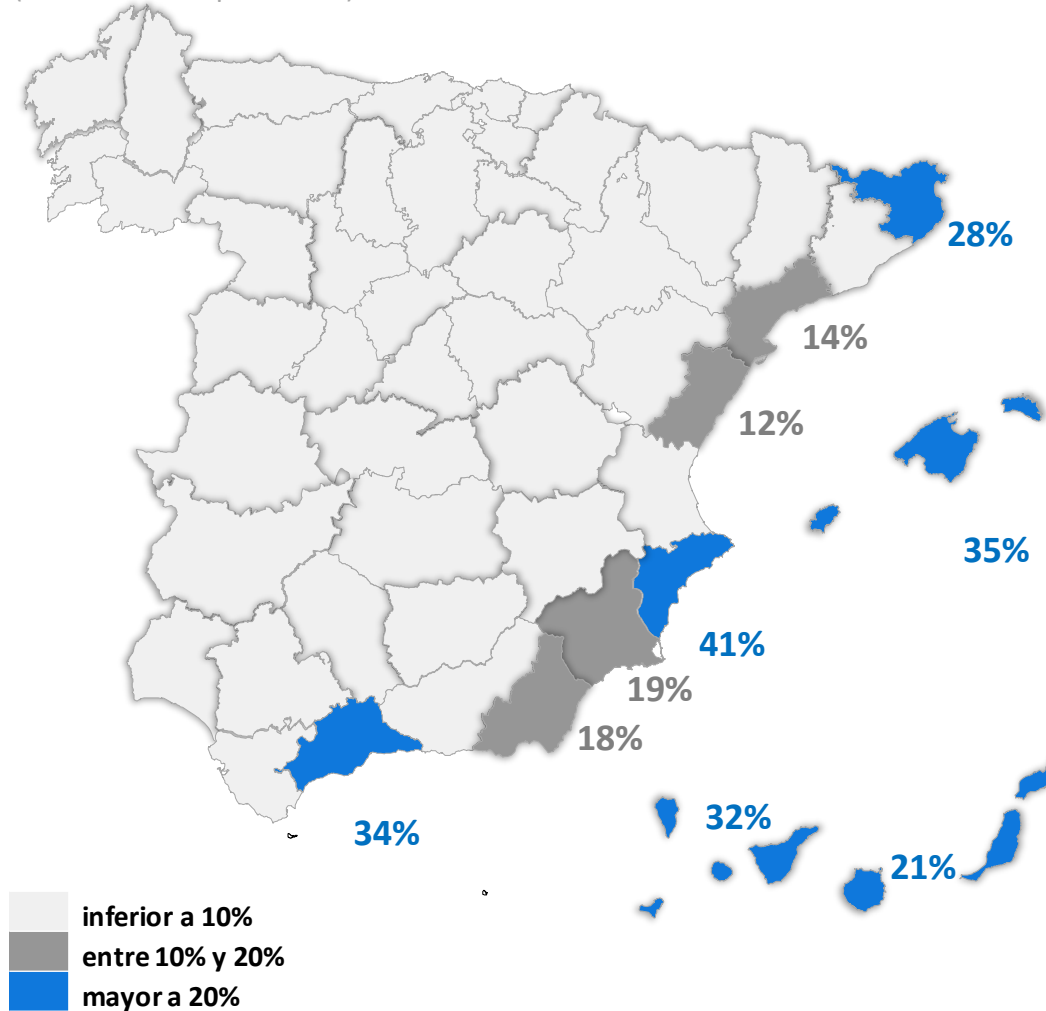
Nota: Variación del acumulado de enero a julio de 2022 respecto el mismo periodo de 2021.

Fuerte repunte de la compraventa de extranjeros en el 1S 2022



Compraventas extranjeros

(% total de compraventas)



Nota. Datos del 1T 2022.

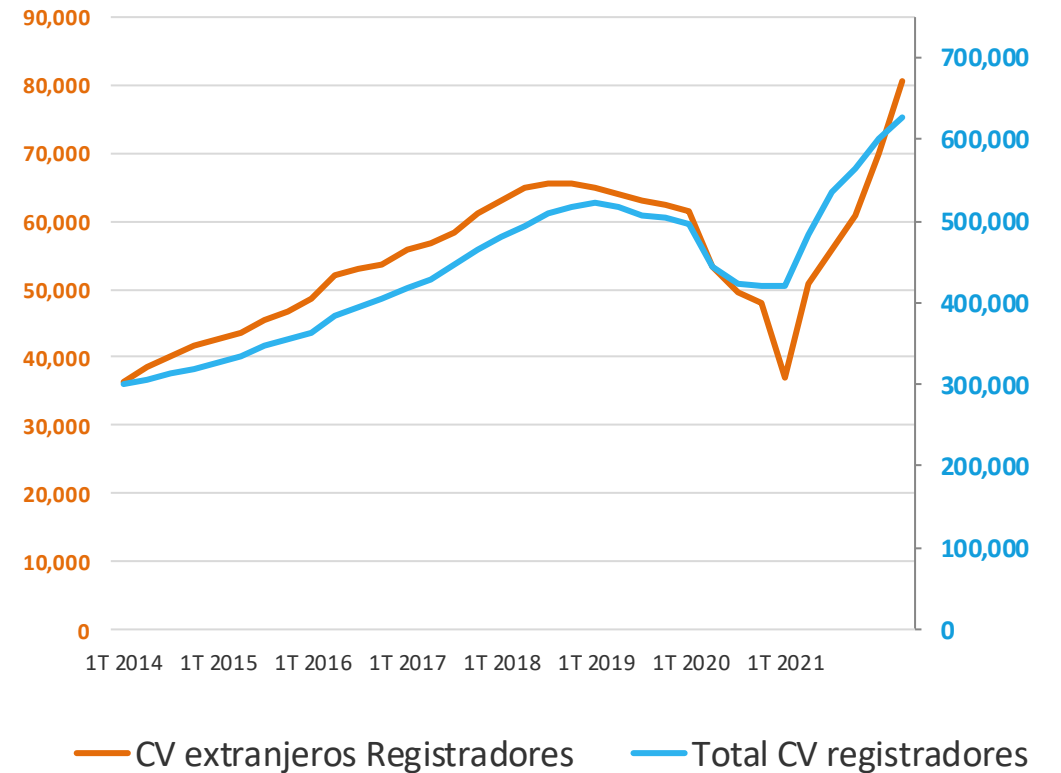
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Colegio de Registradores.

Compraventas extranjeros

Número por trimestre

Compraventas nacionales

Número por trimestre

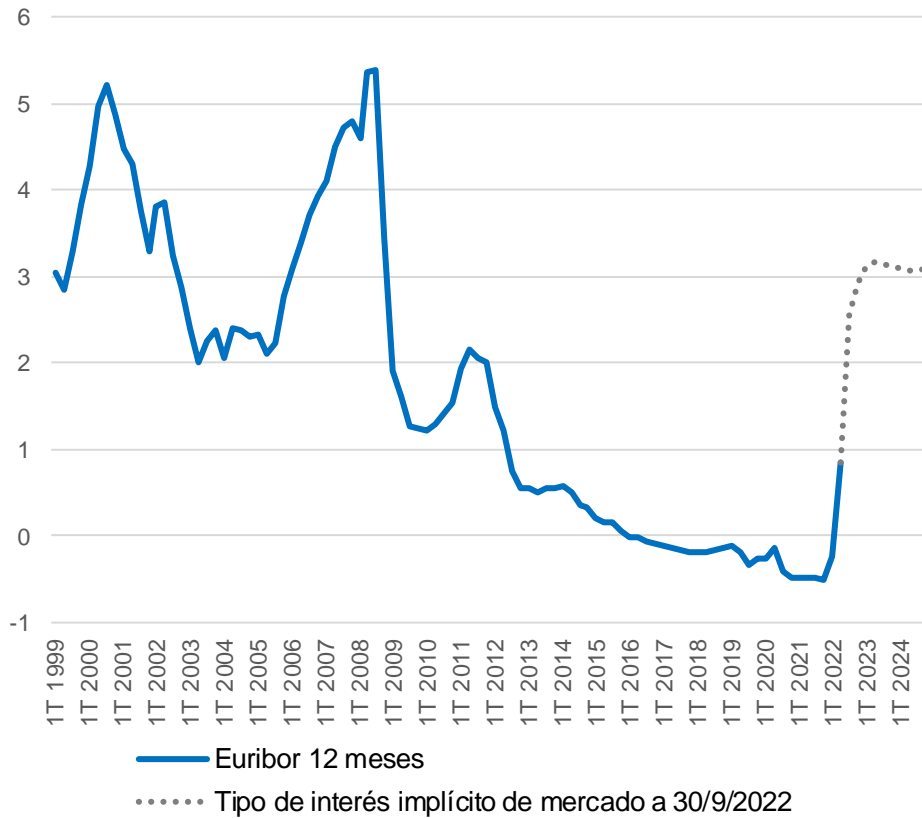


La **demanda extranjera de vivienda** ha continuado su recuperación hasta situarse en el **14,7% de las compras del segundo trimestre**.

Impacto del aumento de los tipos de interés sobre el esfuerzo hipotecario

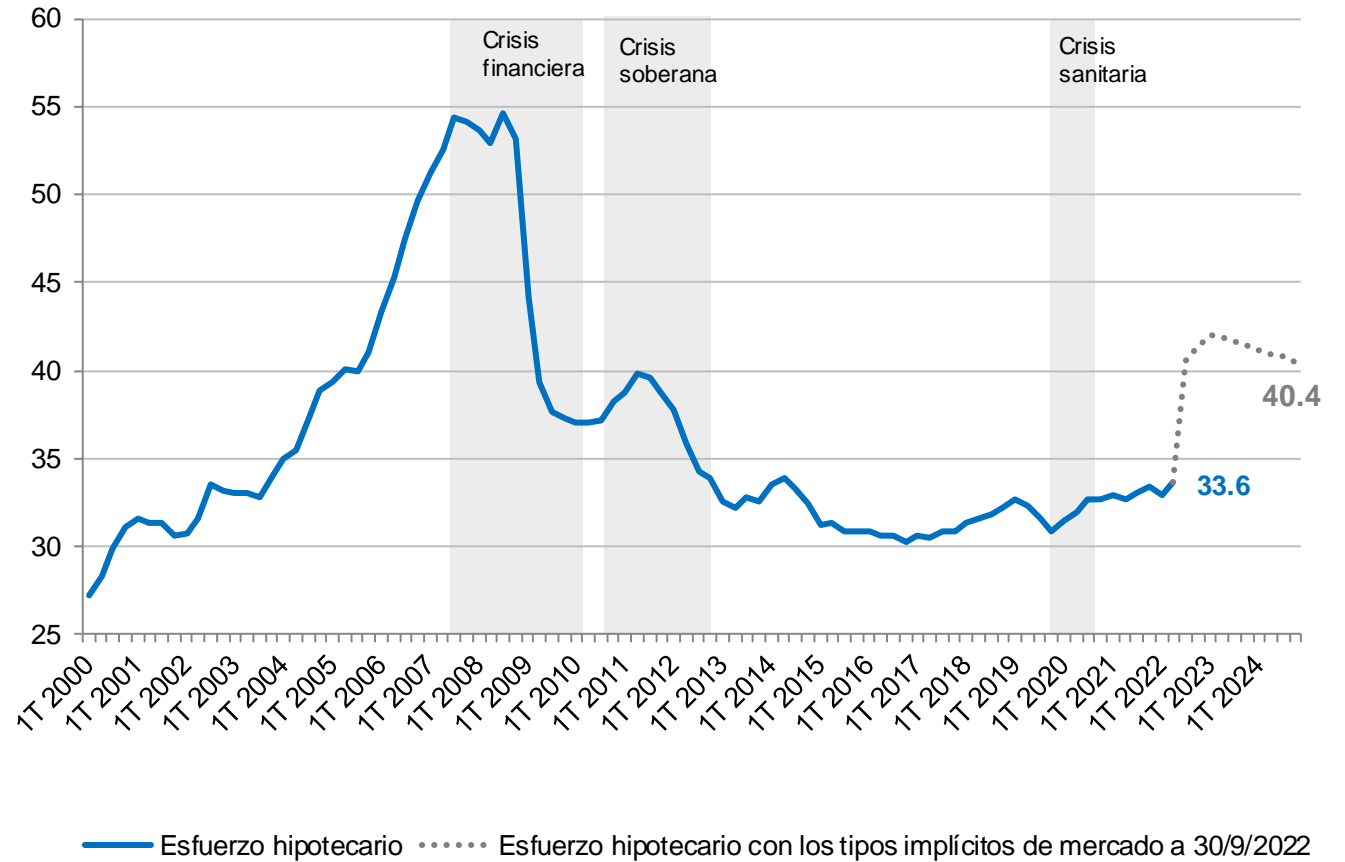
Euribor 12 meses

(%)



Esfuerzo hipotecario teórico

(% de la renta bruta disponible del hogar mediano)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

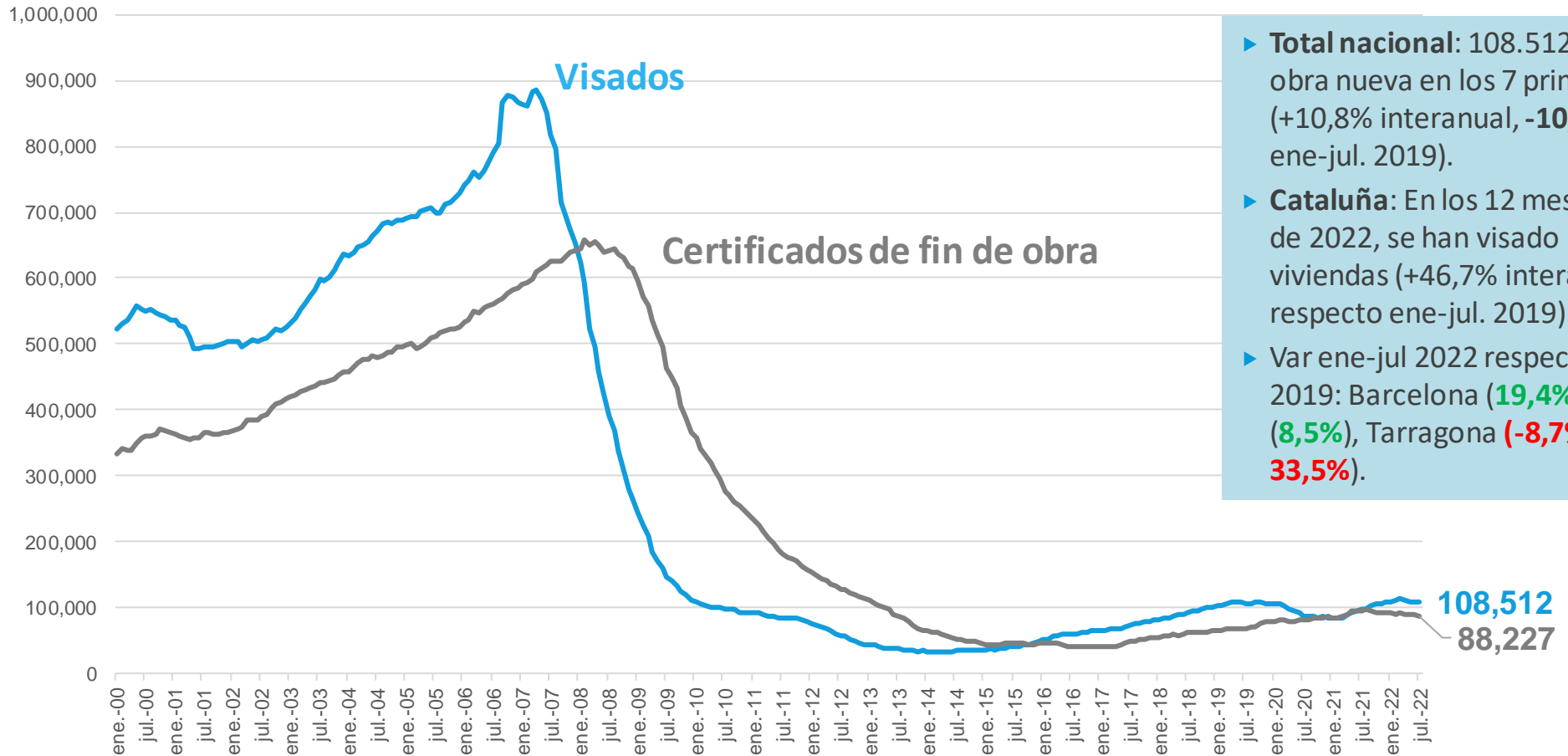
Nota: Importe de las cuotas a pagar por el hogar mediano, en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo estándar por el 80% del valor del piso, en porcentaje de la renta anual disponible del hogar.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

La oferta de vivienda sigue muy limitada



Visados de inicio de obra y certificados de fin de obra



- ▶ **Total nacional:** 108.512 visados de obra nueva en los 7 primeros meses (+10,8% interanual, **-10,9%** respecto ene-jul. 2019).
- ▶ **Cataluña:** En los 12 meses hasta julio de 2022, se han visado 17.110 viviendas (+46,7% interanual, **+13,4%** respecto ene-jul. 2019).
- ▶ Var ene-jul 2022 respecto ene-jul. 2019: Barcelona (**19,4%**), Girona (**8,5%**), Tarragona (**-8,7%**), Lleida (**-33,5%**).

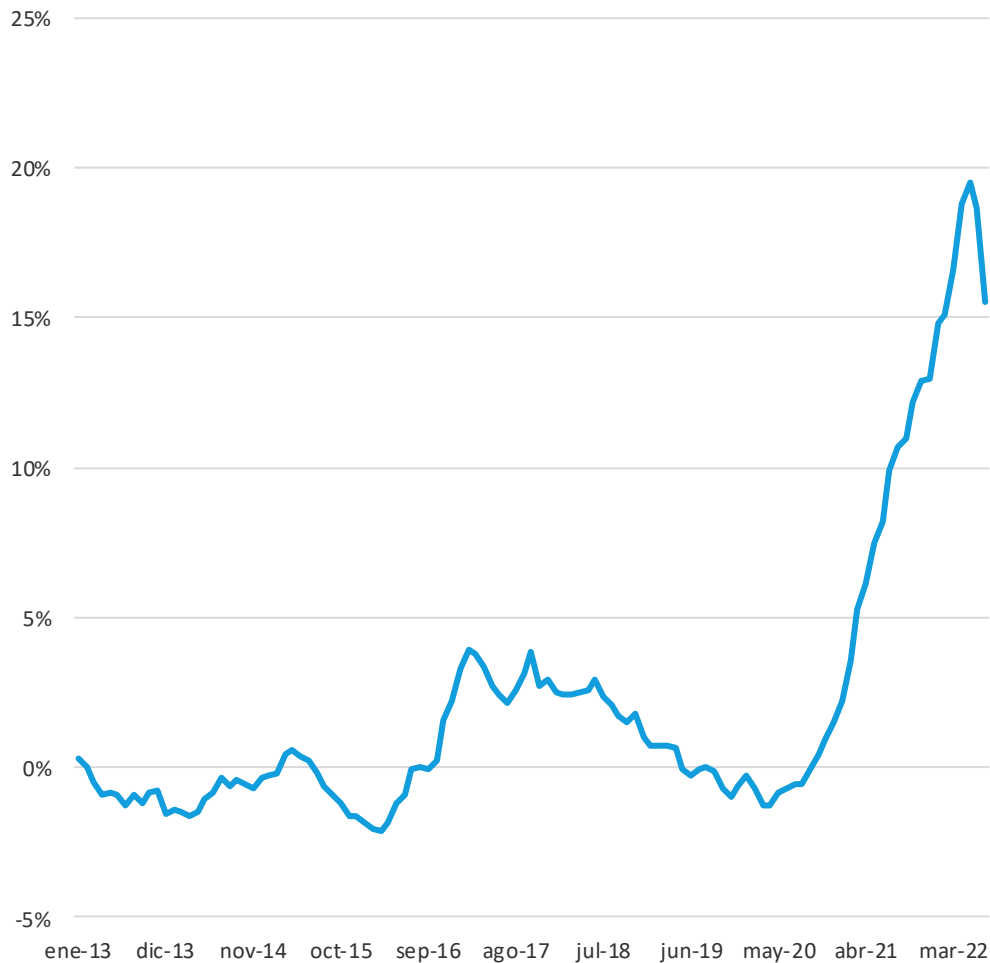
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Mitma.

El precio de los metales industriales descende y en España se frena la tendencia alcista de los costes de construcción



Costes de materiales en el sector de la construcción

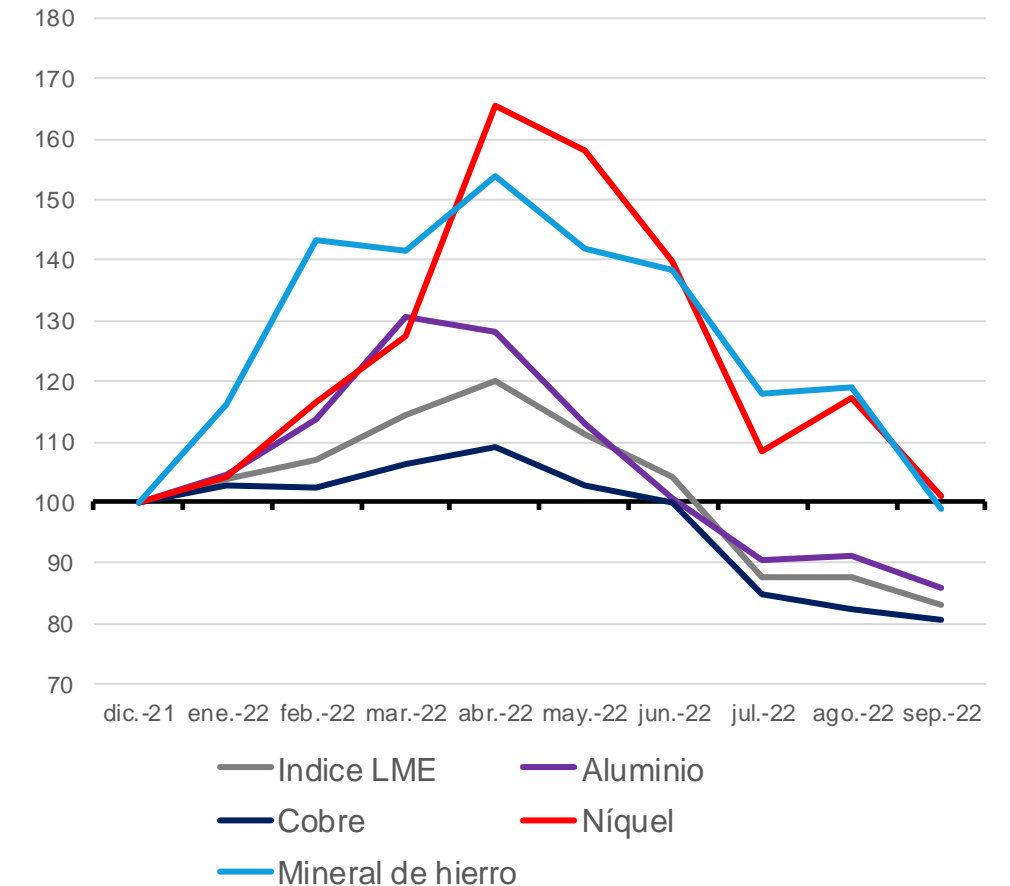
Variación interanual



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

Cotizaciones de los metales industriales

Índice (100 = diciembre de 2021)



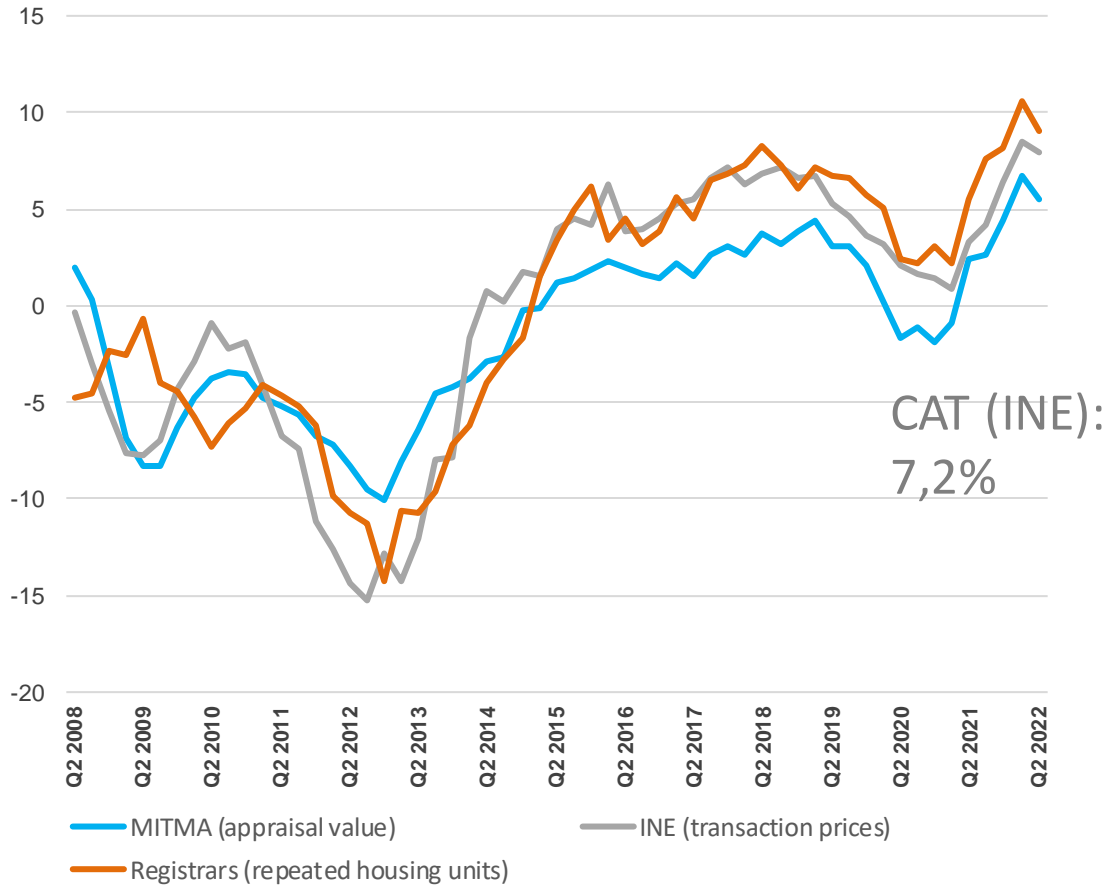
Nota: London Metal Exchange Index.

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

El precio de la vivienda empieza a dar señales de moderación

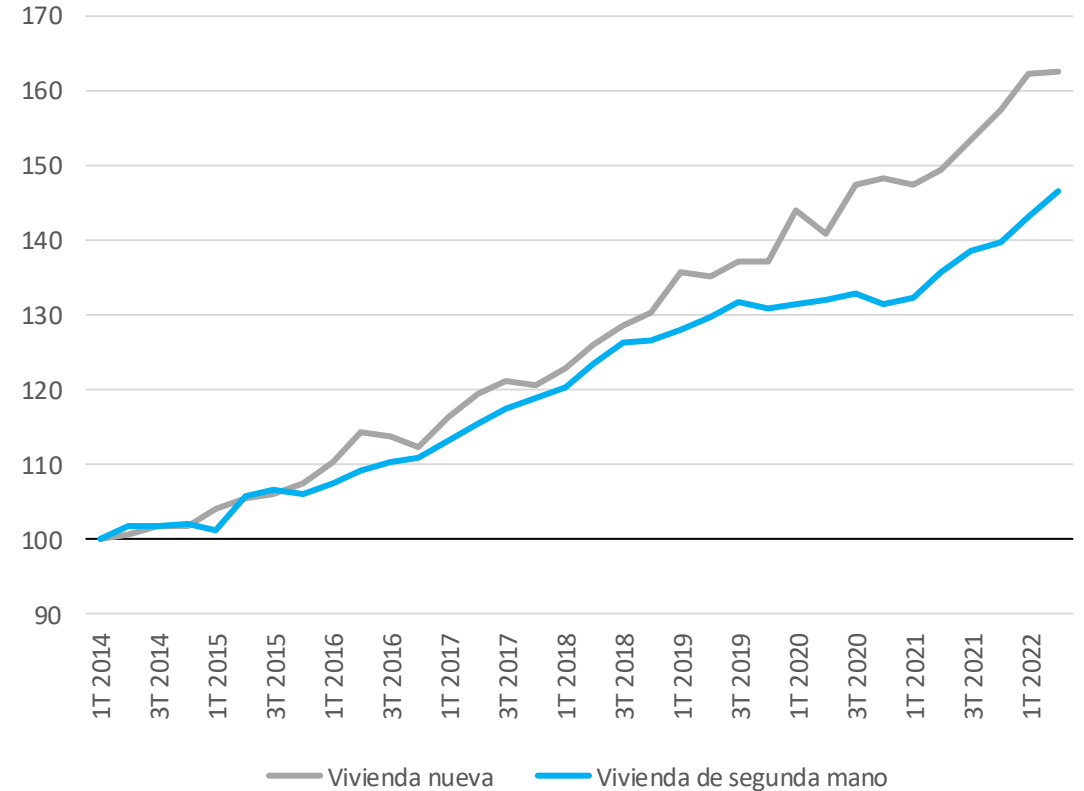
Precio de la vivienda

Variación interanual



Precio de la vivienda nueva y usada

Índice (100 = 1T 2014)



Crecimiento acumulado del precio entre el 1T 2014 y el 2T 2022:

- ▶ **Total nacional:** 62,5% obra nueva, 46,6% segunda mano
- ▶ **Cataluña:** 78,7% obra nueva, 59,6% segunda mano.

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

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

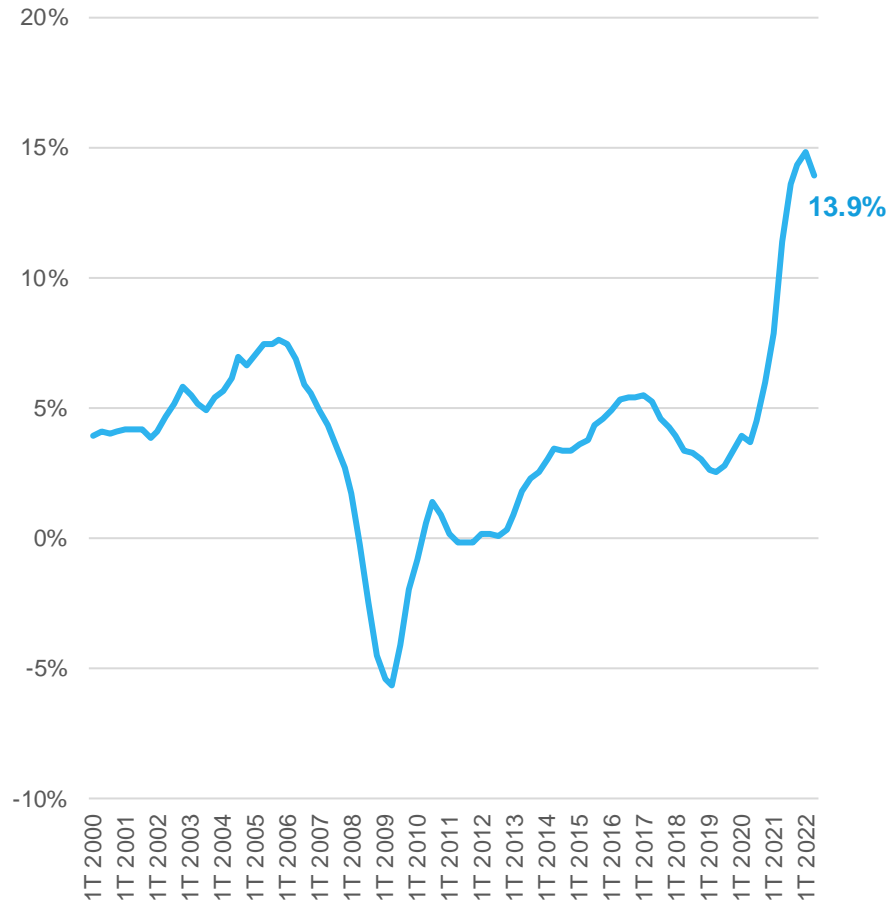
¿Riesgo de burbuja inmobiliaria en España?

	Último dato	Última burbuja	Fecha burbuja	Fecha último dato
OFERTA				
No hay exceso de oferta	109K viviendas nuevas y 184k hogares creados	865k viviendas nuevas (x2 hogares creados)	2006	jul-2022, 2T 2022
Inversión residencial por debajo del ciclo anterior (% PIB)	5,4%	11,6%	2007	2T 2022
SECTOR FINANCIERO				
Menor exposición bancaria al crédito promotor + constructor (% s/total crédito)	6,9%	23,6%	2007	2T 2022
A pesar del crecimiento del nuevo crédito hipotecario, el saldo vivo apenas crece (Crédito hipotecario en % del PIB)	41,1%	63,6%	2T 2010	2T 2022
Los estándares de crédito de las hipotecas no se han relajado (préstamos con LTV>80%)	9,0%	18,0%	2006	2T 2022
Mayor porcentaje de hipotecas a tipo fijo	66%	4%	2007	ago.-22
Situación financiera de las familias				
Bajo endeudamiento de los hogares (deuda hogares en % del PIB)	56,6%, por debajo del promedio de la EZ (58,8%)	85,6%, superior al promedio EZ (64,2%)	2T 2010	2T 2022
Menor esfuerzo teórico para las familias (cuota hipotecaria anual en % del salario)	33,6%	52,5%	2008	2T 2022
Carga deuda para las familias (pagos por intereses de la deuda en % de la RBD)	1,77%	7,56%	2008	2T 2022

Comparativa internacional: mercados inmobiliarios con claras señales de sobrecalentamiento

Precio de la vivienda agregado global

Variación interanual



Fuente: International House Observatory.

Indicadores del mercado inmobiliario residencial en varias economías desarrolladas

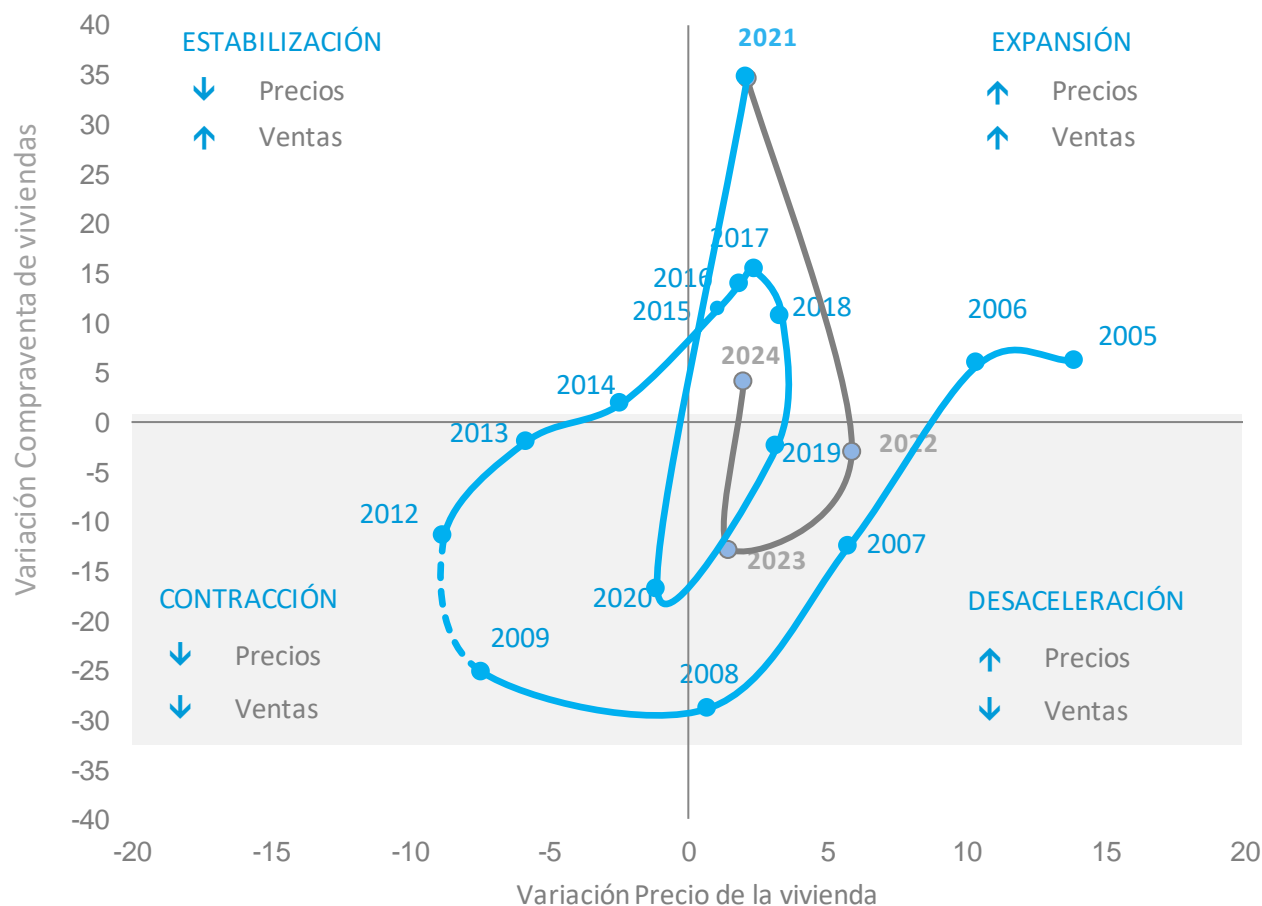
	Precio de la vivienda		Inversión residencial		Deuda de los hogares	¿Vivienda sobrevalorada?	
	2T 2022 vs. 4T 2019 ¹	a/a últ dato	2T 2022 % del PIB	¿Ha tocado techo?	últ. dato % de renta disponible	Fed	ESRB
Canadá	20,4%	19,2%	8,7%	SÍ	186%	SÍ	-
N. Zelanda	16,2%	9,3%	8,9%	NO	122%	SÍ	-
P. Bajos	14,2%	18,2%	5,5%	NO	222%	SÍ	SÍ
EE. UU.	13,9%	20,9%	4,7%	SÍ	101%	SÍ	-
Luxemburgo	13,6%	11,5%	3,5%	SÍ	187%	SÍ	SÍ
Australia	13,4%	14,5%	5,2%	SÍ	202%	SÍ	-
Portugal	10,7%	13,2%	3,9%	SÍ	126%	-	MEDIO
Alemania	9,7%	10,2%	7,6%	NO	102%	SÍ	MEDIO
Noruega	8,7%	6,6%	4,3%	SÍ	241%	NO	SÍ
Dinamarca	8,5%	2,8%	6,2%	SÍ	249%	NO	SÍ
R. Unido	8,4%	10,8%	3,8%	SÍ	148%	NO	-
Suecia	7,7%	7,1%	5,6%	SÍ	203%	NO	SÍ
Irlanda	7,5%	14,4%	2,5%	NO	119%	NO	MEDIO
Francia	6,1%	7,1%	6,9%	SÍ	124%	NO	MEDIO
España	5,0%	8,1%	5,9%	NO	106%	NO	NO
Japón	3,9%	5,8%	3,9%	SÍ	115%	NO	-
Italia	3,8%	5,2%	5,5%	NO	91%	NO	NO

Nota: (1) Variación anual equivalente.

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

¿Cómo será el actual ciclo inmobiliario?

Reloj inmobiliario de CaixaBank Research



- ▶ Esperamos que el proceso de ajuste sea **acotado**.
- ▶ La demanda perderá dinamismo en la segunda mitad de este año y prevemos un retroceso de algo más de un 10% en 2023.
- ▶ El precio de la vivienda, que suele responder con algo más de retraso, se ralentizaría de forma notable en 2023, pero esperamos que mantenga una tasa de crecimiento positiva
- ▶ No esperamos una corrección brusca en la medida que el mercado no acumula graves desequilibrios.

Nota: Se excluye el periodo 2010-2011 debido al efecto provocado por incentivos fiscales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MiTma y previsiones de CaixaBank Research (pendientes de presentar en Comité Global de Riesgos de julio).

Perspectivas del Sector inmobiliario

Previsiones del sector inmobiliario

	2021	2022	2023	2024
Precio vivienda (tasación, Mitma) (Variación anual, %)	2,1	5,9	1,5	2,0
<i>Previsión anterior</i>		6,0	2,2	2,5
Precio vivienda (transacción, INE) (Variación anual, %)	3,7	7,1	1,7	2,0
<i>Previsión anterior</i>		6,6	2,2	2,5
Compraventas (Miles)	567	550	480	500
<i>Previsión anterior</i>		550	491	510
Visados de obra nueva (Miles)	108	100	100	105
<i>Previsión anterior</i>		100	110	115

Demanda: los datos de compraventas siguen siendo muy buenos, pero se espera una ralentización:

- ▶ Desvanecimiento factores temporales (ahorro embalsado, cambio preferencias)
- ▶ Pérdida poder adquisitivo hogares (inflación)
- ▶ Aumento tipos de interés

Oferta: muy limitada

- ▶ Producción vivienda nueva (109k últimos 12 meses) por debajo creación anual neta de hogares (c. 180k)
- ▶ Costes de construcción elevados, aunque la tendencia alcista parece haber tocado techo

Precios:

- ▶ Se prevé ralentización
- ▶ Riesgo bajo de corrección brusca del mercado

Principales mensajes

- ▶ Escenario macroeconómico muy complejo y con muchas fuentes de incertidumbre
- ▶ El **mercado inmobiliario** no se encuentra en el epicentro de la crisis, pero se verá impactado por el aumento de los tipos de interés y la reducción de la renta real de las familias
- ▶ Es posible que se produzcan correcciones en los mercados inmobiliarios de algunos países con claros signos de sobrevaloración, pero en España el ajuste será acotado.

Inmobiliario

Informe Sectorial

2º semestre 2022

La tendencia alcista de la vivienda tenderá a moderarse



¿Hasta cuándo puede durar la evolución alcista?

Dónde crece más el precio de la vivienda en España

La fortaleza de la demanda extranjera de vivienda en España y su recorrido a largo plazo

Evaluando el riesgo de burbuja inmobiliaria en los mercados desarrollados

Podréis encontrar el informe en la web de CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com/informe-sectorial

CaixaBank Research on Twitter



@CABK_Research



AVISO SOBRE LA PUBLICACIÓN “Perspectivas económicas y del sector inmobiliario” es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden 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 Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.