

ARTÍCULOS

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS



Entender el patrón y la naturaleza de la evolución de los precios de la vivienda es un elemento importante para evaluar la situación y las perspectivas macroeconómicas, especialmente en la coyuntura actual, cuando el estallido de las burbujas de la vivienda en varios países de la zona del euro y en Estados Unidos ha sido uno de los principales factores determinantes de la actual crisis financiera global. Cuándo y en qué medida se recuperarán los precios de la vivienda, en algunos casos con respecto a las tasas de crecimiento reales negativas que aún se registran, dependerá tanto de la evolución en el propio sector de la vivienda como de una serie de factores que determinan el ciclo económico. A continuación, se analiza el ciclo de precio de la vivienda en la zona del euro, sus interconexiones con el ciclo económico y su alineación con la evolución de la renta, los alquileres y el crédito. Asimismo, se compara la evolución de los precios de la vivienda y sus factores subyacentes con los de la economía estadounidense y se investiga la heterogeneidad entre los distintos países de la zona y las regiones de Estados Unidos. Las principales conclusiones son que el punto de partida de la recuperación de los precios de la vivienda no fue tan débil como lo será en Estados Unidos y que la evolución de los precios de la vivienda es actualmente más heterogénea en los países de la zona del euro que en las regiones geográficas de Estados Unidos.

I INTRODUCCIÓN

Evaluar y realizar un seguimiento de la evolución de los precios de la vivienda es importante para la política monetaria y la estabilidad financiera debido al fuerte impacto que dichos precios pueden tener sobre el gasto agregado, por una parte, y sobre los balances del sector privado, por otra. Este principio es aplicable en tiempos de normalidad en la evolución cíclica y adquiere particular relevancia cuando la aparición, y el posterior estallido, de las burbujas de precios de la vivienda dan lugar a elevados costes económicos (véase, en el recuadro 1, un resumen de las principales consecuencias macroeconómicas de la evolución de los precios de la vivienda). En los últimos años, se ha puesto de manifiesto la importancia de evaluar la dinámica de dichos precios, dado que han desempeñado un papel fundamental en la actual crisis financiera y en la consiguiente recesión económica, lo que resulta de aplicación tanto a algunos países de la zona del euro como a Estados Unidos.

La dinámica del ciclo más reciente de precios de la vivienda ha sido pronunciada a ambos lados del Atlántico. Considerando la zona del euro en su conjunto, los precios nominales de la vivienda registraban a mediados de 2009 una tasa de crecimiento interanual de casi un -4%. No obstante, los datos correspondientes a los últimos trimestres sugieren que los descensos han tocado fondo, ha-

biéndose registrado una tasa de crecimiento interanual positiva de más del 2% a comienzos de 2011. En Estados Unidos, los precios continúan cayendo, más de un 4% en el año transcurrido hasta el segundo trimestre de 2011. El ritmo de descenso se había ralentizado temporalmente, pero se aceleró de nuevo tras la expiración de la deducción fiscal para compradores de primera vivienda en 2010.

La imagen que ofrece la zona del euro oculta diferencias sustanciales entre los países que la integran. Por ejemplo, en Irlanda, España y los Países Bajos, las tasas de crecimiento de los precios nominales de la vivienda siguen siendo negativas, mientras que en Bélgica, Finlandia y Francia se ha producido un claro retorno a territorio positivo. En otros países, como Alemania e Italia, la evolución cíclica ha sido más atenuada, ya que en Alemania nunca se han registrado realmente cifras negativas. Por el contrario, en Estados Unidos, el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda en los últimos años ha sido más similar en las diferentes regiones, habiéndose registrado, en todas ellas, un fuerte ajuste a la baja y tasas de crecimiento todavía negativas en el primer semestre de 2011.

En este contexto, se presentan en la sección 2 del artículo algunas regularidades empíricas sobre los ciclos de los precios de la vivienda en la zona del euro y en Estados Unidos, que ayudan a poner

en perspectiva la evolución más reciente. Este tipo de análisis puede ser útil para complementar las evaluaciones de la situación del mercado de la vivienda basadas en un análisis detallado de diferentes factores de oferta y de demanda¹. En la sección 3 se examina el valor de los precios de la vivienda comparándolo con la evolución de la renta, los alquileres y las variables fundamentales desde el

lado de la demanda. Por último, en la sección 4, se analiza la heterogeneidad de la evolución de los precios de la vivienda en los distintos países de la zona del euro y en las regiones de Estados Unidos.

1 Véanse el artículo titulado «Análisis de la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, febrero de 2006, y el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

Recuadro I

IMPACTO MACROECONÓMICO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

Existe abundante evidencia empírica de que el crecimiento de los precios de la vivienda antecede a la evolución de la actividad económica real y puede desempeñar, además, un papel causal¹. También existe evidencia de que los ciclos del PIB asociados al estallido de las burbujas de dichos precios se caracterizan por recesiones económicas más profundas². Los efectos de las acusadas fluctuaciones en el sector de la vivienda, potencialmente muy desestabilizadores, pueden operar a través de dos canales: el de consumo y el de la estabilidad financiera.

El mercado de la vivienda puede afectar al consumo de formas diferentes. Un canal directo estaría relacionado, por ejemplo, con el carácter intensivo en mano de obra del sector de la construcción, resultando en una mayor demanda de trabajo y renta de los hogares, que, a su vez, influyen en el consumo. Un canal más indirecto sería el impacto que las fluctuaciones de los precios de la vivienda tienen sobre la riqueza. Los inmuebles residenciales son la principal fuente de garantías para muchos hogares y pueden utilizarse para obtener crédito a fin de estimular el consumo. Una subida de los precios de estos inmuebles facilita la obtención de esos préstamos y puede, potencialmente, crear ciertas externalidades en forma de un mayor consumo. Varios estudios³ sugieren que la riqueza de los hogares tiene un notable efecto positivo sobre el consumo, en particular en el Reino Unido, Estados Unidos, Australia y Canadá. Sin embargo, hay mucha menos evidencia en la literatura de un efecto similar en la zona del euro.

El mercado de la vivienda también afecta a la actividad económica real a través del canal de estabilidad financiera. Por ejemplo, si un descenso de los precios de la vivienda coincide con un deterioro de las condiciones de concesión de crédito y de la capacidad de los hogares para atender el pago de sus hipotecas, las entidades de crédito pueden sufrir mayores pérdidas. Si esas pérdidas causan problemas de insolvencia a dichas entidades, la estabilidad financiera podría verse amenazada. Sin embargo, no es preciso que las entidades de crédito tengan estos problemas realmente para que exista un riesgo para la estabilidad financiera. Si los inversores piensan que existe una mayor incertidumbre respecto a sus inversiones, pueden retirar sus fondos, lo que causaría problemas de financiación para dichas entidades y, a su vez, daría lugar a restricciones de la liquidez.

1 Para más información sobre las relaciones entre el crédito, los precios de la vivienda y las recesiones, véase, por ejemplo, L. Agnello y L. Schuknecht, «Booms and busts in housing markets: determinants and implications», *Working Paper Series*, n.º 1071, BCE, julio de 2009.
2 Véase C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises», *NBER Working Paper*, n.º 13882, abril de 2008.
3 Véase F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, G. Sterne, M. Stocker, M. T. Valderrama, M. Weth, K. Whelan y A. Willman, «Wealth and asset price effects on economic activity», *Occasional Paper Series*, n.º 29, BCE, junio de 2005.

La acumulación de desequilibrios propiamente dichos en los precios de la vivienda puede guardar relación con factores muy diferentes, entre los que destaca la abundancia de liquidez como resultado de la facilidad de acceso a créditos de bajo coste. Al inicio de un ciclo de precios de la vivienda, la mayor accesibilidad a la vivienda y un apetito por el riesgo más acusado podrían impulsar la demanda de vivienda, estimular la demanda de crédito y, en última instancia, empujar al alza los precios. Las entidades de crédito pueden utilizar estas garantías de mayor valor para ofrecer mejores condiciones de crédito y también para ajustar sus balances valorando a precios de mercado los activos de garantía, lo que les permitiría prestar más. Este proceso estimula la dinámica de los precios de la vivienda y puede hacer que estos se desvíen, a veces significativamente y durante un período prolongado, de su dinámica fundamental.

Algunas políticas económicas, como la tributación y la regulación de los mercados financieros, también pueden contribuir a la acumulación de desequilibrios. La vivienda, especialmente en propiedad o mantenida mediante instrumentos tales como los fondos de inversión inmobiliarios (REIT, en sus siglas en inglés), suele recibir un tratamiento fiscal favorable en comparación con otras inversiones. Los detalles varían de unos países a otros, pero normalmente las ganancias de capital y los alquileres imputados de los propietarios de viviendas no tributan al tipo general, y los pagos de intereses hipotecarios son, a veces, deducibles de impuestos. Este tratamiento fiscal favorable podría amplificar el ciclo inmobiliario, ya que en algunos países parece existir cierta evidencia de una correlación entre las dimensiones del auge de la vivienda y la generosidad del tratamiento fiscal de la propiedad inmobiliaria⁴.

4 Véanse N. A. Dam, T. S. Hvolbøl, E. H. Pedersen, P. B. Sørensen y S. H. Thamsborg, «Developments in the Market for Owner Occupied Housing in Recent Years – Can House Prices be Explained?», *Monetary Review*, Danmarks Nationalbank, primer trimestre de 2011, y P. J. van den Noord, «Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence», *OECD Economics Department Working Paper*, n.º 356, 2003.

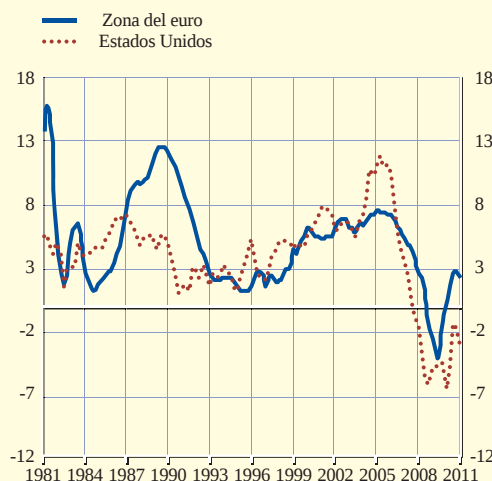
2 DINÁMICA DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL PASADO EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

Considerando las tres últimas décadas, el crecimiento interanual de los precios de la vivienda, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, ha registrado mínimos cíclicos en tres ocasiones: a comienzos de la década de los ochenta, a comienzos de la década de los noventa y, más recientemente, a finales de la década iniciada en 2000 (véanse gráficos 1 y 2, así como el recuadro 2 para más información sobre las características estadísticas de los índices de precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos). Dichos mínimos marcan dos amplios ciclos que, en gran medida, coincidieron en las dos áreas económicas.

El mínimo que registró el crecimiento de los precios de la vivienda a finales de la década de los 2000 fue distinto de los dos anteriores en el sentido

Gráfico 1 Precios nominales de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, BCE, Eurostat, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

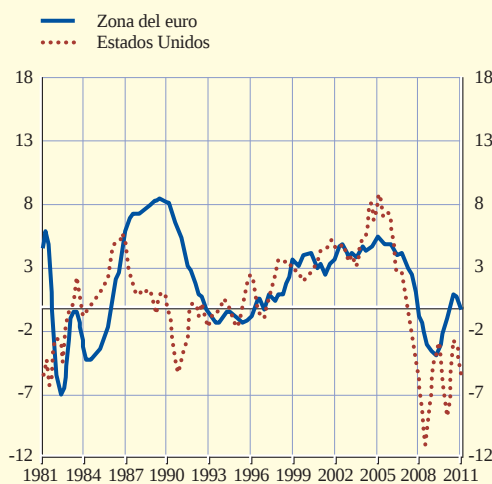
de que se caracterizó por descensos de los precios nominales, mientras que en los dos mínimos anteriores los precios solo experimentaron caídas en términos reales. Al evaluar la profundidad de la

caída registrada a finales del primer decenio del siglo actual, hay que tener en cuenta la dimensión del crecimiento en su punto máximo y el incremento acumulado de los precios reales de la vivienda en el período anterior a dicho máximo. En ambas áreas económicas, el ciclo iniciado en 2000 fue claramente más pronunciado que el de los años noventa en términos de duración de la expansión: casi 12 años entre el mínimo y el máximo, frente a los seis o siete años transcurridos en el ciclo de los años noventa (véase cuadro). En Estados Unidos, el ciclo iniciado en 2000 también fue más pronunciado que el de los años noventa en términos del incremento acumulado de los precios reales de la vivienda (y del consiguiente descenso). Esta evolución contrasta con la observada en la zona del euro, en la que las variaciones acumuladas fueron más comparables en los dos ciclos. La ratio entre el incremento acumulado de los precios de la vivienda y la duración de la expansión se denomina a veces «violencia» o velocidad del ciclo. Esta medida sugiere que, en Estados Unidos, el ciclo más reciente ha sido más pronunciado que el anterior, mientras que en la zona del euro ambos ciclos presentan más similitudes.

En las tres últimas décadas, el incremento interanual de los precios de la vivienda ha sido, en promedio,

Gráfico 2 Precios reales de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro, BCE, Eurostat, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Nota: Los índices de precios reales se calculan dividiendo los índices de precios nominales por los respectivos índices de precios de consumo.

Estadísticas sobre los ciclos de precios reales de la vivienda de la década de los noventa y de la iniciada en 2000 en la zona del euro y Estados Unidos

	Zona del euro		Estados Unidos	
	Década 1990	Década 2000	Década 1990	Década 2000
<i>Período completo del ciclo: (de mínimo a mínimo)</i>	IV 1985 - I 1996	I 1996 - I 2010	II 1984 - II 1995	II 1995-- ¹⁾
<i>Duración: número de trimestres</i>				
Mínimo-máximo	28	47	24	47
Máximo-mínimo	13	11	23	- ¹⁾
<i>Variación acumulada: porcentajes</i>				
Aumento: mínimo-máximo	42,4	46,8	12,2	52,7
Disminución: máximo-mínimo	-2,9	-6,0	-6,1	-22,1 ²⁾
<i>Tasa media de crecimiento interanual: porcentajes</i>				
Mínimo-máximo	5,6	3,3	2,0	3,7
Máximo-mínimo	-0,8	-1,5	-1,1	-5,1 ²⁾
Mínimo-máximo-mínimo	3,5	2,3	0,5	1,5 ²⁾
<i>Tasa de crecimiento interanual máxima: porcentajes</i>	8,7	5,5	5,9	8,9 ²⁾
<i>Violencia (velocidad): porcentaje medio por trimestre</i>				
Fase ascendente	1,5	1,0	0,5	1,1
Fase descendente	-0,2	-0,5	-0,3	-1,3 ²⁾

Fuentes: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCDE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Notas: Los índices de precios se han deflactado con los respectivos índices de precios de consumo. Se considera mínimo (máximo) el trimestre que marca el final de un período prolongado de descenso (ascenso) de los precios reales de la vivienda.

1) En Estados Unidos no se había registrado ningún mínimo, hasta el primer trimestre de 2011.

2) Basado en datos hasta el primer trimestre de 2011.

del 2 % en la zona del euro y del 0,7 % en Estados Unidos. Las características estructurales relacionadas con la oferta de vivienda y la disponibilidad de terrenos podrían haber contribuido al diferencial entre estas tasas de crecimiento, ya que la zona del euro está, en general, más densamente poblada que Estados Unidos². Además, la transición a la moneda única en la zona del euro y el consiguiente ajuste a la baja de los tipos de interés en muchos de sus países miembros también podrían haber influido en esta evolución.

Comparando el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda con el del crecimiento del PIB real y del crédito para la adquisición de vivienda, se confirma que el ciclo de precios de la vivienda está alineado con el ciclo económico general. Por ejemplo, las recesiones de comienzos de la década de los noventa y de finales de la iniciada en 2000 coincidieron, en general, con períodos de crecimiento negativo de los precios reales de la vivienda, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos (véanse gráficos 3 y 4). Por el contrario, la alineación es menor en ciclos de crecimiento más cor-

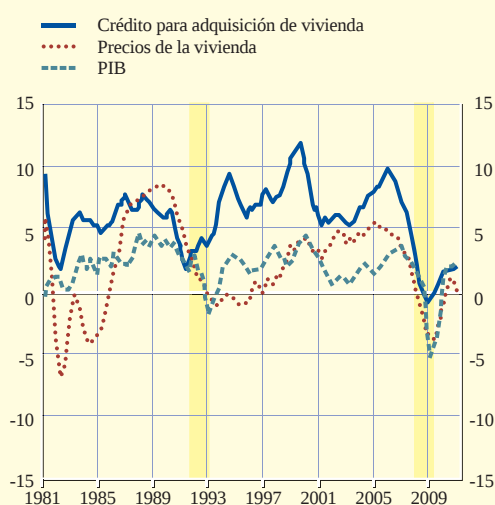
tos, que, en última instancia, no están asociados con recesiones propiamente dichas. Por ejemplo, la acusada desaceleración económica observada a comienzos de la década iniciada en 2000 tras el estallido de la burbuja tecnológica no vino acompañada de un ajuste a la baja de los precios de la vivienda. En ese momento, dichos precios se vieron favorecidos por un período sostenido de bajos tipos de interés e innovaciones financieras³, que mejoraron las oportunidades de endeudamiento de muchos hogares.

En general, estas interrelaciones favorecen una coincidencia de los ciclos más amplios de crédito, precios de la vivienda y actividad económica, no solo dentro de las economías, sino entre unas economías y otras. Esto último se ha puesto claramente

- 2 En general, en 2010 había mucho menos terreno disponible per cápita en la zona del euro (alrededor de 0,008 km² per cápita) que en Estados Unidos (alrededor de 0,032 km² per cápita).
- 3 Para más información sobre las innovaciones financieras en la zona del euro y Estados Unidos, véase, por ejemplo, el recuadro titulado «Los préstamos de las IFM como fuente de financiación de los hogares: comparación entre la zona del euro, el Reino Unido y Estados Unidos», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2008.

Gráfico 3 Precios de la vivienda, crédito para adquisición de vivienda y actividad económica en la zona del euro (en términos reales)

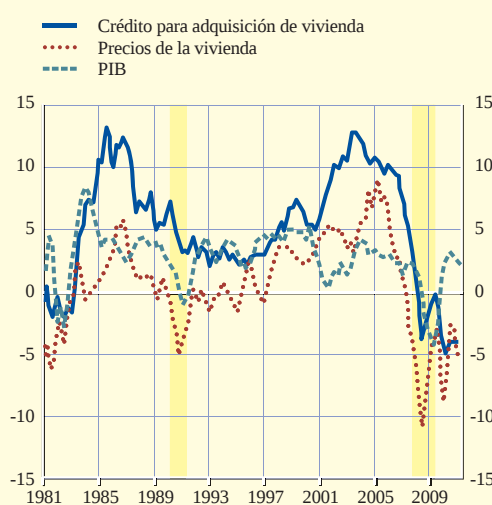
(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas en amarillo denotan períodos de recesión, según la definición del CEPR Dating Committee.

Gráfico 4 Precios de la vivienda, crédito para adquisición de vivienda y actividad económica en Estados Unidos (en términos reales)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing Finance Agency, Haver, Federal Reserve Board y cálculos del BCE.
Nota: Las zonas sombreadas en amarillo corresponden a períodos de recesión, según la definición del National Bureau of Economic Research.

de manifiesto en el ciclo de precios de la vivienda más reciente, con la combinación de dos elementos —financiación de bajo coste y globalización financiera— que han propiciado un alto grado de sincronización de los ciclos de crédito y de precios de los activos entre las distintas economías. Al calibrar las perspectivas de recuperación del

crecimiento de los precios de la vivienda en la zona del euro en la presente coyuntura, resulta especialmente importante tener en cuenta no solo la evolución de la economía real y de los propios mercados de la vivienda, sino también la situación imperante en los mercados financieros y de crédito, así como la necesidad de sanear los balances.

Recuadro 2

CARACTERÍSTICAS ESTADÍSTICAS DE LOS ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

A continuación, se describen las características estadísticas de los indicadores de precios de la vivienda de la zona del euro y de Estados Unidos, respectivamente. Debido a las diferencias estadísticas entre los indicadores de la zona del euro, se recomienda cautela al comparar las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales, tanto dentro de la zona como entre esta y Estados Unidos.

Índices de precios de la vivienda en Estados Unidos

En el texto principal de este artículo se analizan las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en Estados Unidos utilizando el índice de precios elaborado por la Federal Housing and Finance Agency (FHFA, en sus siglas en inglés). Otro índice ampliamente utilizado es el índice de precios de la vivienda Standard & Poor's (S&P)/Case Shiller. Ambos índices se calculan tanto para el conjunto de Estados Unidos como para diversas desagregaciones geográficas. Reflejan las variaciones en el tiempo de los precios de las viviendas unifamiliares aplicando un método de «ventas repetidas». Los índices obtenidos por este método calculan las variaciones de los precios a lo largo del tiempo comparando el precio de reventa (o, en su defecto, la reevaluación) de una vivienda ya construida con su primer precio de venta. Mientras que el índice S&P/Case Shiller abarca 20 zonas metropolitanas, el índice de la FHFA cubre todo el país. Los precios de transacción y las tasaciones utilizadas para el índice de la FHFA son los relativos a las hipotecas concedidas por las agencias federales Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

Indicadores de precios de inmuebles residenciales para la zona del euro

Por lo que respecta a la zona del euro, los análisis realizados por el BCE se han basado hasta ahora en un conjunto de indicadores de precios de inmuebles residenciales elaborados por el Eurosistema. Cada BCN de la zona del euro identificó entre los indicadores de inmuebles residenciales disponibles los que, a su juicio, mejor reflejaban las variaciones de los precios de las casas y pisos de todo el país a lo largo del tiempo. Sin embargo, los indicadores disponibles no siempre se basan en los precios de transacción, ya que, en algunos casos, se utilizan tasaciones. Además, algunos indicadores cubren principal o exclusivamente las zonas metropolitanas, mientras que otros se refieren exclusivamente a las casas o pisos ya construidos. El tratamiento de las variaciones a lo largo del tiempo en las características de las viviendas difiere de unos países a otros. Por ejemplo, en algunos casos, las casas y los pisos se estratifican por tipos, a fin de limitar el impacto que la heterogeneidad de las muestras

de viviendas a lo largo del tiempo pueda tener en las variaciones de los precios observados. Otro enfoque se basa en determinar las diferencias de calidad de las viviendas, estimando el impacto de su antigüedad, número de habitaciones, etc., sobre el precio total. La mayoría de los indicadores de precios de inmuebles residenciales de la zona del euro se difunden con periodicidad trimestral. Para el conjunto de la zona del euro, el BCE elabora una serie temporal trimestral que comienza en 1980. La reconstrucción de los datos por países corresponde, principalmente, al período anterior a mediados de los años noventa, y se han utilizado otras fuentes menos representativas que las empleadas para la compilación de las variaciones recientes de los precios.

En diciembre de 2010, Eurostat comenzó a publicar un nuevo conjunto de índices de precios experimentales para los países de la zona del euro. Asimismo, ha anunciado que la compilación y publicación periódicas de índices de precios de inmuebles residenciales para todos los países de la UE se iniciará en 2012. Sin embargo antes de esa fecha es preciso introducir algunas mejoras en lo referente a las regiones y el tipo de vivienda incluidos en las estadísticas, así como en lo que respecta a los desfases en su obtención.

En general, la falta de armonización de los enfoques estadísticos utilizados para compilar los indicadores de precios de inmuebles residenciales de la zona del euro es un factor que ha de considerarse atentamente al comparar datos entre los países de la zona del euro. Por el contrario, los índices de precios de la FHFA a nivel de Estados Unidos son plenamente comparables en términos estadísticos.

3 EVALUACIÓN DEL VALOR DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EL CICLO ACTUAL

Al igual que ocurre con los precios de otros activos, es difícil determinar el valor de equilibrio de los precios de la vivienda. Un enfoque simple consiste en utilizar las ratios que relacionan directamente los precios de la vivienda con las principales series de referencia⁴. A este respecto, se utilizan comúnmente dos ratios. La primera es la ratio precio de la vivienda-renta, que capta la idea de que, a largo plazo, los precios de la vivienda se ven limitados por la accesibilidad de las familias a la vivienda, incluida la capacidad para atender, con cargo a la renta, el pago de la deuda contraída para la adquisición de la vivienda. La segunda es la ratio precio-alquiler de la vivienda, que recoge la relación a largo plazo entre el coste de mantener una vivienda en propiedad y el rendimiento obtenido de alquilarla⁵.

Los gráficos 5 y 6 muestran, para la zona del euro y Estados Unidos, respectivamente, las desviaciones porcentuales de estas ratios con respecto a sus medias de largo plazo en las tres últimas décadas. La media de largo plazo refleja el concepto de que la

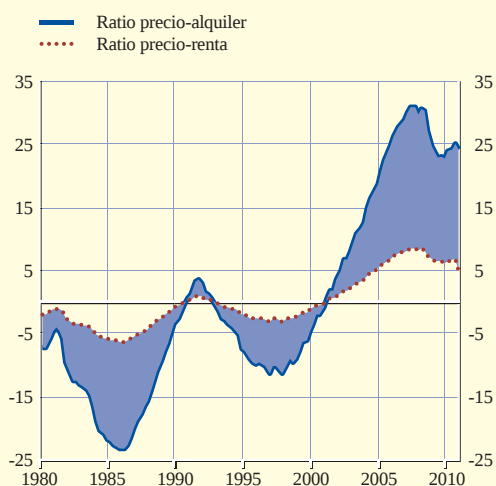
relación de crecimiento entre el numerador y el denominador de las ratios debe evolucionar de una determinada manera a largo plazo. No obstante, como cabría esperar y también queda de manifiesto en los gráficos, ello puede significar la existencia de períodos prolongados de desviación positiva o negativa de las ratios observadas con respecto a la media.

Teniendo en cuenta lo anterior, los gráficos 5 y 6 permiten extraer algunas conclusiones. Primera,

- 4 Otro enfoque consiste en utilizar modelos estructurales que tengan en cuenta factores de oferta y de demanda, y utilizar las desviaciones de los niveles de equilibrio debidas a esos factores como indicio de un desajuste. Dichos modelos incluyen normalmente un conjunto estándar de factores fundamentales, como la renta de los hogares, los costes de financiación y factores demográficos. En general, las estimaciones han demostrado que el papel que desempeñan esos factores depende del mercado geográfico objeto del análisis. Además, los propios factores fundamentales pueden estar sujetos a desajustes y pueden evolucionar durante algunos períodos de forma insostenible.
- 5 El alquiler recibido puede utilizarse como una aproximación al flujo de rendimientos fundamentales en un modelo de descuento de dividendos. Véanse J. M. Poterba, «Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, n.º 4, pp. 729-752, noviembre de 1984; y J. Y. Campbell y R. J. Shiller, «The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors», *Review of Financial Studies*, vol. 1, n.º 3, pp. 195-228, 1988.

Gráfico 5 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en la zona del euro

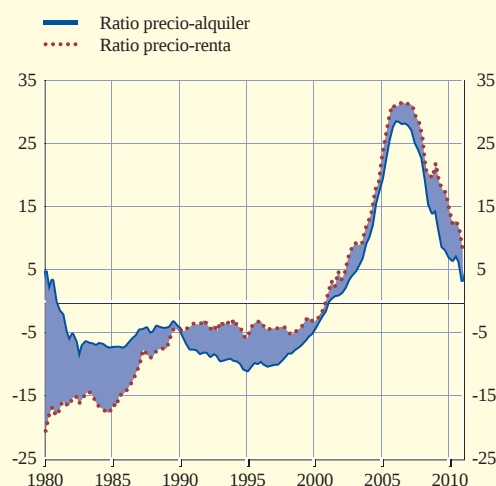
(desviación porcentual respecto a la media de largo plazo)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en Estados Unidos

(desviación porcentual respecto a la media de largo plazo)



Fuentes: Federal Reserve Economic Data, Federal Housing Finance Agency, Haver y cálculos del BCE.

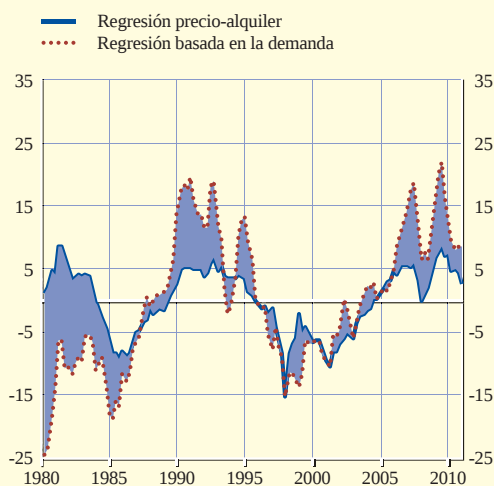
tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y en relación con el ciclo anterior, se produjo un crecimiento sustancial de los precios de la vivienda en el período previo al máximo más reciente. Segunda, en comparación con la renta y los alquileres, los precios de la vivienda se mantuvieron relativamente moderados hasta 2002-2003, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro. Tercera, el ajuste a la baja registrado en el ciclo actual ha sido más pronunciado y más fuerte en Estados Unidos que en la zona del euro. Cuarta, en la coyuntura actual, las dos medidas todavía señalan un desajuste positivo de los precios de la vivienda con respecto a sus determinantes fundamentales, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Quinta, a lo largo de toda la muestra, la amplitud de la banda delimitada por las dos ratios es mucho mayor para la zona del euro que para Estados Unidos. Una razón por la que la ratio precio-alquiler de la vivienda es tan diferente entre las dos áreas económicas podría ser que los precios de los alquileres en algunos países de la zona del euro son menos flexibles y sensibles al juego de las fuerzas del mercado y, por lo tanto, el impacto de la evolución de los precios de la vivienda sobre la ratio es mucho más acusado. El alcance de

los desajustes que se observan al comparar las dos ratios con sus medias de largo plazo depende, en cierta medida, del período para el que se calcula esa media. Aparte de esta salvedad, los grados de desajuste observados al final del período sugieren que el ajuste necesario podría ser un lastre para la recuperación del crecimiento de los precios de la vivienda.

Comparar las ratios de los precios de la vivienda, respecto a la renta o los alquileres, con las respectivas medias a largo plazo presenta algunas limitaciones si la ratio de equilibrio que refleja tendencias sostenibles en dichos precios y sus series de referencia varía con el tiempo. Por ejemplo, podría haberse registrado un aumento de la ratio de equilibrio en los países de la zona del euro en el período previo a la unión monetaria, la cual entrañó, entre otras cosas, un descenso sustancial de los tipos de interés (reales y nominales) en muchos países. Por consiguiente, la inclusión de una variable de tipos de interés puede ayudar a tener en cuenta ese cambio estructural. A efectos de comparación, el gráfico 7 muestra información similar a la del gráfico 5, pero esta vez las ratios se calculan utilizando metodologías basadas en

Gráfico 7 Rangos de desviación de las valoraciones de los precios de la vivienda en la zona del euro basados en modelos

(desviación porcentual)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los rangos incluyen dos tipos de residuo: i) residuo obtenido a partir de una regresión de la ratio precio-alquiler sobre una constante y un tipo de interés real a largo plazo, y ii) residuo obtenido a partir de una regresión de los precios de la vivienda sobre el PIB real per cápita, la población y un tipo de interés real a largo plazo.

modelos que reflejan variables fundamentales del lado de la demanda⁶. Como resultado de la comparación, cabe destacar varias conclusiones interesantes. En primer lugar, los rangos de valoración oscilan en torno a la línea cero y sugieren dos períodos claros de desajuste positivo, a saber, a comienzos de la década de los noventa y en el ciclo actual de precios de la vivienda. En segundo lugar, los rangos presentan una amplitud menor que los del gráfico 5, especialmente durante el ciclo actual. En tercer lugar, las medidas de los desajustes basadas en regresiones apuntan a una menor sobrevaloración en los últimos años que las que se representan en el gráfico 5, pero todavía se observa cierto grado de desajuste en los precios de la propiedad residencial. En conjunto, los mensajes que transmiten estas metodologías son, a grandes rasgos, similares a los derivados de los indicadores mecánicos del gráfico 5, pero los rangos de valoración son de menor amplitud y, en lo que respecta a la zona del euro, muestran que el grado de sobrevaloración fue tan elevado a comienzos de los años noventa como lo ha sido en los últimos años.

4 HETEROGENEIDAD ENTRE PAÍSES Y ENTRE REGIONES

Las medidas agregadas de los precios de la vivienda pueden ocultar diferencias importantes entre países en la zona del euro o entre regiones si se trata de Estados Unidos. Entender esas diferencias es interesante desde un punto de vista más estructural, a fin de evaluar el grado de integración de los mercados de la vivienda, así como los factores subyacentes que afectan a su evolución. También es de gran relevancia para el análisis de la política monetaria y la estabilidad financiera, ya que un elevado nivel de dispersión puede ser indicativo de desequilibrios, incluso en una situación en la que, a nivel agregado, los datos parezcan señalar la existencia de un entorno macroeconómico saneado.

Utilizando los datos disponibles sobre los precios de la vivienda de diez países de la zona del euro y de nueve regiones de Estados Unidos⁷, se ha construido un índice de dispersión para la zona y para Estados Unidos (véase gráfico 8)⁸. La heterogeneidad también puede apreciarse en los gráficos 9 y 10: para cada trimestre, se muestran las tasas de crecimiento interanual máxima y mínima de los precios de la vivienda en los países o regiones, junto con

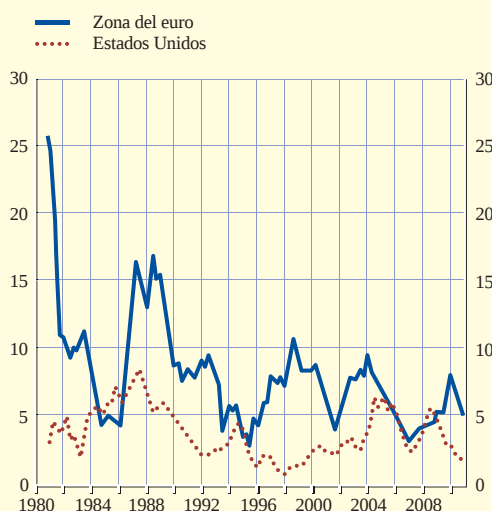
6 Se han empleado dos tipos de modelo: i) una regresión de la ratio precio-alquiler sobre un tipo de interés real a largo plazo, y ii) una regresión de los precios de la vivienda sobre el PIB real per cápita, la población y un tipo de interés real a largo plazo. Estos modelos se explican con más detalle en el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011.

7 En el caso de la zona del euro solo se han considerado los países para los que se disponía de una serie temporal más larga, a saber, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal y España. En el caso de Estados Unidos, la base de datos de precios de la vivienda de la Federal Housing Finance Agency agrupa, de forma muy útil, 50 Estados en nueve divisiones o regiones del censo: Nueva Inglaterra, región atlántica central, región central del noreste, región central del noroeste, región atlántica meridional, región central del sudeste, región central del suroeste, montaña y Pacífico.

8 El índice de dispersión se calcula como la desviación típica de las tasas de crecimiento interanual entre países o regiones correspondiente a cada trimestre; un valor más elevado indica que dichas tasas de crecimiento presentan diferencias más amplias. Por motivos relacionados con los datos (en particular, la falta de series temporales suficientemente largas para los datos de inflación de todas las regiones de Estados Unidos), el análisis de la dispersión que se presenta en esta sección se basa en datos sobre precios nominales de la vivienda. No obstante, los cálculos del BCE muestran que, si se utilizan datos reales, el panorama general no varía.

Gráfico 8 Índice de dispersión para la zona del euro y para Estados Unidos

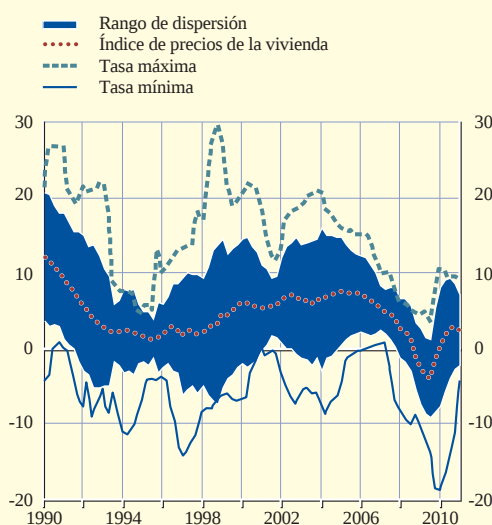
(calculado como la desviación típica del crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda en los distintos países o regiones)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency, BCE, OCDE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Gráfico 9 Índice de precios de la vivienda en la zona del euro: rango de dispersión y tasas máxima y mínima de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en los distintos países

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE, institutos nacionales de estadística y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada indica el grado de dispersión (+/-1 desviación típica) de las tasas de crecimiento interanual en torno a la serie agregada de precios de la vivienda. Cabe señalar que dicha serie se construye utilizando las ponderaciones del PIB de cada país, mientras que la desviación típica no está ponderada.

una banda de dos desviaciones típicas de anchura en torno a la tasa de crecimiento de los precios de la vivienda en el conjunto de la economía.

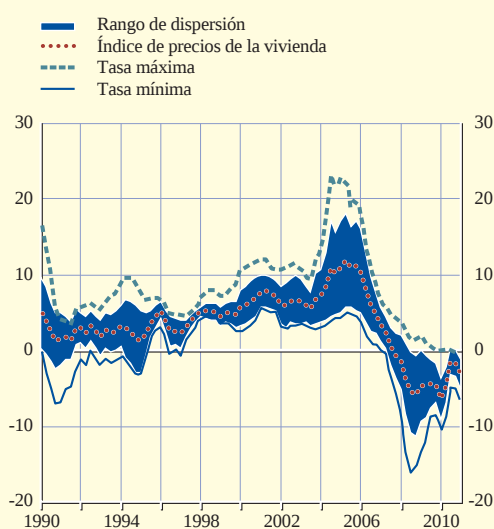
Por lo que respecta a la zona del euro, el nivel de dispersión entre países ha venido mostrando una tendencia a la baja y, de hecho, se ha tornado menos volátil en los diez últimos años. En realidad, casi se ha reducido a la mitad entre el ciclo de los años noventa y el iniciado en 2000, como resultado de una sincronización de los ciclos económicos. Además, el nivel de dispersión en la zona del euro tiende a ser menor en torno al mínimo de los ciclos de precios de la vivienda, debido principalmente a los rápidos descensos de las tasas de crecimiento de dichos precios en varios países.

En comparación, pese a la creciente convergencia registrada en la zona del euro en las últimas décadas, el nivel de dispersión en Estados Unidos parecer haber sido históricamente menor y menos volátil, y también menos idiosincrásico, entre las regiones⁹. El haber pertenecido durante mucho tiempo a una unión política y monetaria ha hecho que, con el tiempo, en Estados Unidos se hayan fomentado, de forma natural, acuerdos institucionales similares y mayor integración económica. Además, la integración financiera se hizo más profunda tras las crisis de las entidades de ahorro y préstamo de los años ochenta, con un giro hacia la financiación nacional de la actividad en el sector de la vivienda que se vio respaldado por la reducción de las restricciones a los préstamos entre los distintos Estados y por las empresas semipúblicas (GSE, en sus siglas en inglés), que centralizaban y titulizaban hipotecas. Por consiguiente, los préstamos hipotecarios, y en cierta medida los

9 La diferencia en el nivel de dispersión podría deberse también, en parte, a diferencias estadísticas en la medición de los precios de la vivienda, o incluso depender de las características locales y del peso específico de las grandes ciudades, donde se recopila la mayor parte de los datos. Un nivel más elevado de dispersión entre países podría ocultar el alcance de la dispersión de los precios de la vivienda a nivel de ciudades, en las que vive una gran parte de la población. La evidencia parece sugerir que existe menos dispersión en los precios en las ciudades de los cuatro países más grandes de la zona del euro que en las de Estados Unidos. Véase P. Hiebert y M. Roma, «Relative house price dynamics across euro area and US cities: convergence or divergence», *Working Paper Series*, n.º 1206, BCE, junio de 2010.

Gráfico 10 Índice de precios de la vivienda en Estados Unidos: rango de dispersión y tasas máxima y mínima de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en las distintas regiones

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Federal Housing Finance Agency y cálculos del BCE.

Notas: La zona sombreada indica el grado de dispersión (+/-1 desviación típica) de las tasas de crecimiento interanual en torno a la serie agregada de precios de la vivienda. Cabe señalar que dicha serie se construye utilizando las cuotas del stock de viviendas como ponderaciones de cada división del censo o región, mientras que la desviación típica no está ponderada.

precios de la vivienda locales, comenzaron a depender menos de las condiciones financieras y de los bancos locales, lo que podría haber contribuido considerablemente a reducir las disparidades en los precios de la vivienda entre los distintos Estados¹⁰. Por el contrario, en la zona del euro, los indicadores estructurales del entorno de la banca minorista, como las medidas de la actividad transfronteriza de las entidades de crédito, sugieren que los mercados hipotecarios y los mercados de la vivienda todavía se encuentran un tanto fragmentados en los distintos países. Ello se debe a la existencia de barreras legales, regulatorias y en materia de infraestructura e información¹¹.

Las diferencias en los niveles de dispersión entre las dos áreas económicas también parecer ser atribuibles a varios otros factores. Dentro de la zona del euro, la transición a la moneda única estuvo asociada, en muchos países, a profundos ajustes a la baja de los tipos de interés y, por consiguiente, a una mayor accesibilidad al crédito hipotecario, que posteriormente pare-

ce haber dado lugar a diferentes evaluaciones y expectativas con respecto a la sostenibilidad de la evolución de los precios de la vivienda. El efecto sobre el nivel de dispersión también podría haberse visto amplificado por las diferencias en los regímenes impositivos en relación con la compra y la financiación de la vivienda, ya que los países que conceden elevadas subvenciones fiscales a la vivienda en propiedad tienden a registrar una mayor variabilidad de los precios¹². Dentro de Estados Unidos, las características propias de cada región, como la densidad de las ciudades y la proximidad de varias regiones a la costa, podría ser una de las explicaciones fundamentales del aumento del nivel de dispersión, especialmente durante períodos de aumento de los precios de la vivienda.

Por lo que respecta a la evolución más reciente del actual ciclo de precios de la vivienda, el nivel de dispersión aumentó, en general, en el período previo al momento de registrarse el máximo, pero recientemente se ha observado una tendencia a la baja, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. La subida de los precios de la vivienda en las distintas regiones de Estados Unidos fue más generalizada que en ciclos anteriores y se vio estimulada por la facilidad de acceso al crédito y la titulación de los préstamos, lo que dio lugar a que, en muchas regiones, los precios de la vivienda estuviesen notablemente sobrevalorados. De hecho, en las regiones que registraron altas tasas de crecimiento de los precios de la vivienda se observaron también notables caídas de dichos precios después de la recesión, lo que contribuyó al agotamiento de la liquidez en los mercados financieros y dificultó la negociación de los bonos de titulización hipotecaria. La correlación entre los incrementos medios de los precios de la vivienda entre los puntos mínimo y máximo del ciclo y los posteriores descensos en el ciclo de precios de la vivienda actual es más

10 Para más información sobre el impacto de la integración más estrecha en Estados Unidos sobre la mejora de la convergencia de los precios de la vivienda entre los distintos Estados, véase C. Schnure, «Boom-bust cycles in housing: the changing role of financial structure», *IMF Working Paper*, n.º 05/200, octubre de 2005.

11 Para más información al respecto, véase *Financial integration in Europe*, BCE, mayo de 2011.

12 Véase P. J. van den Noord, «Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence», *OECD Economics Department Working Paper*, n.º 356, 2003.

Gráfico 11 Crecimiento medio de los precios reales de la vivienda en el ciclo iniciado en 2000 en algunos países de la zona del euro

(tasas de crecimiento medio interanual)

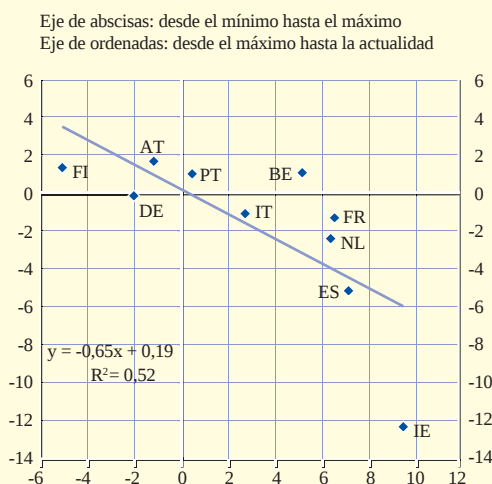
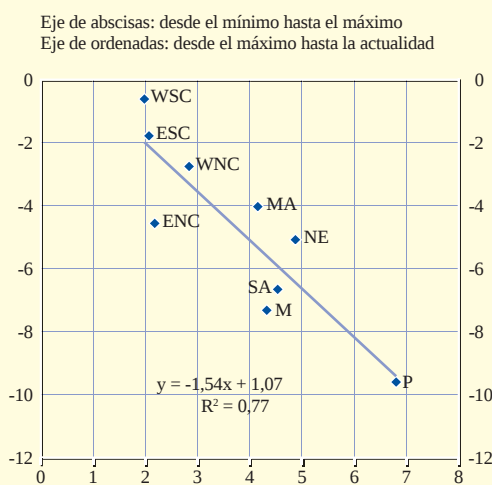


Gráfico 12 Crecimiento medio de los precios reales de la vivienda en el ciclo iniciado en 2000 en algunas regiones de Estados Unidos

(tasas de crecimiento medio interanual)



estrecha entre las regiones de Estados Unidos que entre los países de la zona del euro (véanse gráficos 11 y 12)¹³. Además, en Estados Unidos, todas las regiones registran todavía crecimiento negativo de los precios de la vivienda, pero en la zona del euro varios países registran tasas de crecimiento positivas, pese a las elevadas tasas de crecimiento observadas en algunas regiones antes del máximo.

5 CONCLUSIONES

En el presente artículo se analiza la evolución actual de los precios de la vivienda en la zona del euro y Estados Unidos en el contexto de la experiencia histórica y en comparación con series de referencia clave, como la renta y los alquileres. En ambas áreas económicas, el ciclo de precios de la vivienda más reciente ha sido muy pronunciado, en lo que respecta a su duración, al excesivo crecimiento acumulado y al grado de posterior corrección, tanto en términos nominales como reales.

Al mismo tiempo, los datos sugieren que el ciclo de precios de la vivienda más reciente ha sido más singular en Estados Unidos que en la zona del euro, en comparación con el ciclo que finalizó a mediados de los años noventa, lo que también se aplica al incremento acumulado de los precios reales de la vivienda, tanto en el punto máximo como en el punto mínimo del ciclo. Además, se ha observado un mayor grado de similitud en el patrón de crecimiento de los precios de la vivienda entre las regiones de Estados Unidos que entre los distintos países de la zona del euro.

La posición actual del ciclo de precios de la vivienda sigue estando sujeta a una considerable

13 Según J. R. Abel y R. Deitz, «Bypassing the bust: the stability of upstate New York's housing markets during the recession», *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, marzo de 2010, la proliferación de hipotecas *sub-prime* es característica del actual ciclo de precios de la vivienda en Estados Unidos. No solo han ido en paralelo los préstamos para este tipo de hipotecas y la subida de los precios de la vivienda, sino que, además, los descensos más significativos de los precios se han asociado a las zonas que han registrado una mayor proliferación de estos préstamos de alto riesgo. La acumulación de viviendas vacías que se ha producido como resultado podría seguir presionando a la baja sobre los precios en la mayoría de las regiones de Estados Unidos en el corto plazo.

incertidumbre. A comienzos de 2011, los precios de la vivienda en Estados Unidos todavía estaban bajando en tasa interanual, mientras que en la zona del euro los precios ya parecen haber tocado fondo en la mayoría de los países. Varios indicadores sugieren que aún existe cierto grado de desajuste en ambas áreas económicas en la actual coyuntura. Esto significa que, en los próximos años, todavía cabe esperar algún ajuste a la baja de los precios reales de la vivienda a ambos lados del Atlántico. En Estados

Unidos este ajuste probablemente afectará al conjunto de la economía, mientras que, en la zona del euro, podría verse circunscrito a algunos países.

En conjunto, el artículo subraya las importantes relaciones cíclicas que existen entre el mercado de la vivienda y el resto de la economía, así como los prolongados procesos de ajuste que se necesitan una vez que estallan las burbujas de los precios de la vivienda.