

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO**

Los mercados inmobiliarios en la zona del euro han mostrado un dinamismo notable en los últimos años, que, entre otras dimensiones, se ha manifestado en un significativo aumento de los precios de la vivienda. La mejora de la actividad económica y, en particular, de las condiciones del mercado de trabajo ha impulsado la demanda de activos residenciales. También lo ha hecho el entorno de tipos de interés muy reducidos, que ha proporcionado un estímulo adicional a la demanda de vivienda como bien de consumo —debido a la mejora de las medidas de accesibilidad— y por motivo de inversión. Junto con estos factores de demanda, otros de oferta o de carácter más estructural, como los demográficos, también han condicionado el comportamiento de los precios en algunos países<sup>1</sup>.

Existen diversos motivos que aconsejan que la dinámica del mercado inmobiliario sea objeto de un seguimiento estrecho por parte de los responsables de las políticas económicas. Por un lado, el sector tiene una gran relevancia para la marcha de la economía<sup>2</sup> y su evolución puede originar riesgos para la financiera. En el caso concreto de nuestro país, el Banco de España realiza un seguimiento regular en sus informes de estabilidad financiera y, en particular, para la determinación del colchón de capital anticíclico. Por otro, la senda de los precios y las condiciones de accesibilidad a la vivienda pueden tener implicaciones sociales relevantes. En este recuadro se pone el foco en la evolución reciente del precio de la vivienda y del crédito para los países del área del euro.

Desde 2014, la vivienda se ha revalorizado más de un 18 %, en términos nominales, en la zona del euro y, como se ilustra en el gráfico 1.1, este comportamiento alcista es generalizado, con las excepciones de Italia, Grecia y Chipre. En varias economías de la UEM (como Luxemburgo, Austria y Bélgica) se han alcanzado niveles de precios claramente superiores a los vigentes antes de la crisis de 2008.

Los datos más recientes, no obstante, apuntan a una ligera desaceleración. El precio de la vivienda en la zona del euro creció un 4 % interanual en el primer trimestre de 2019, frente a una tasa interanual media del 4,8 % en 2018. Sin embargo, el crecimiento de esta variable sigue siendo elevado en numerosos países, y es Italia el único miembro de la UEM en el que el valor de los inmuebles registró en el primer trimestre caídas interanuales (del 0,8 %). Así, el aumento del precio de la vivienda en el primer trimestre fue del 9 % interanual en Portugal, del 8 % en los Países Bajos y Eslovenia, y cercano al 7 % en Alemania y España. En algunas economías se observó una clara desaceleración, como en Irlanda o Austria, donde el incremento interanual del precio de la vivienda se situó en torno al 4 % en el primer trimestre, tras avances medios del 10 % y del 7 % durante 2018. En el promedio de los cuatro últimos trimestres, Alemania, los Países Bajos, Portugal, Irlanda y Eslovenia superan un crecimiento interanual del 6 % en términos reales, y es este umbral la referencia que la Comisión Europea utiliza como señal de alerta para examinar la presencia de desequilibrios en el mercado inmobiliario y su gravedad (véase gráfico 2.1)<sup>3</sup>.

1 Véase BCE (2018), «The state of the Housing Market in the Euro Area», *Economic Bulletin*, n.º 7. Para un análisis de la relevancia de factores estructurales e institucionales en una comparación internacional, véase N. Geng (2018), *Fundamental Drivers of House Prices in Advanced Economies*, Documentos de Trabajo, n.º 18/164, Fondo Monetario Internacional.

2 En el área del euro, la inversión en vivienda supone casi un 6 % del PIB y un 27 % de la formación bruta de capital fijo en el promedio histórico desde 2000. En 2018, estas ratios fueron algo inferiores. Además, la vivienda constituye también un determinante importante del consumo vía efectos riqueza y como colateral en los préstamos.

3 Véase Comisión Europea (2018), *Informe sobre el Mecanismo de Alerta de 2019*, noviembre.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

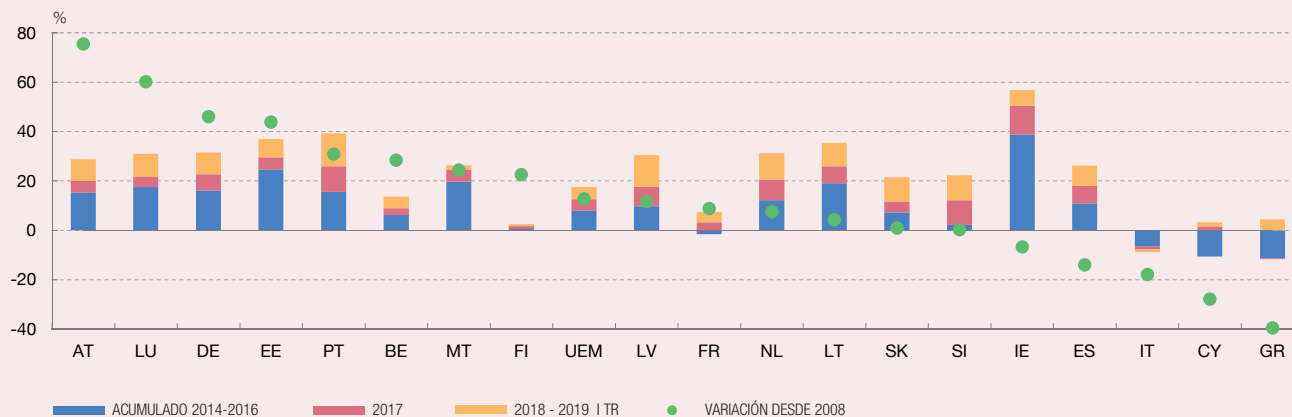
Considerando una perspectiva temporal más amplia, se aprecian situaciones claramente diferenciadas entre países. Así, en Italia, España, los Países Bajos, Irlanda y Grecia, el precio de la vivienda registró una caída acusada durante la crisis, de más del 40% en términos reales en algunos casos (véase gráfico 1.2). Tras este ajuste, el nivel de precios tendió a estabilizarse en Grecia e Italia, mientras que en España, los

Países Bajos e Irlanda retomó una nueva senda alcista, particularmente intensa en este último país. En un segundo grupo de economías, que incluye a Francia, Bélgica y Luxemburgo, el precio de la vivienda se corrigió de forma más leve durante la crisis, pese a que también hubo un proceso de revalorización importante antes de 2008. Como resultado, los precios han alcanzado niveles muy elevados en alguno de

Gráfico 1  
REVALORIZACIÓN DE LA VIVIENDA EN LA ZONA DEL EURO

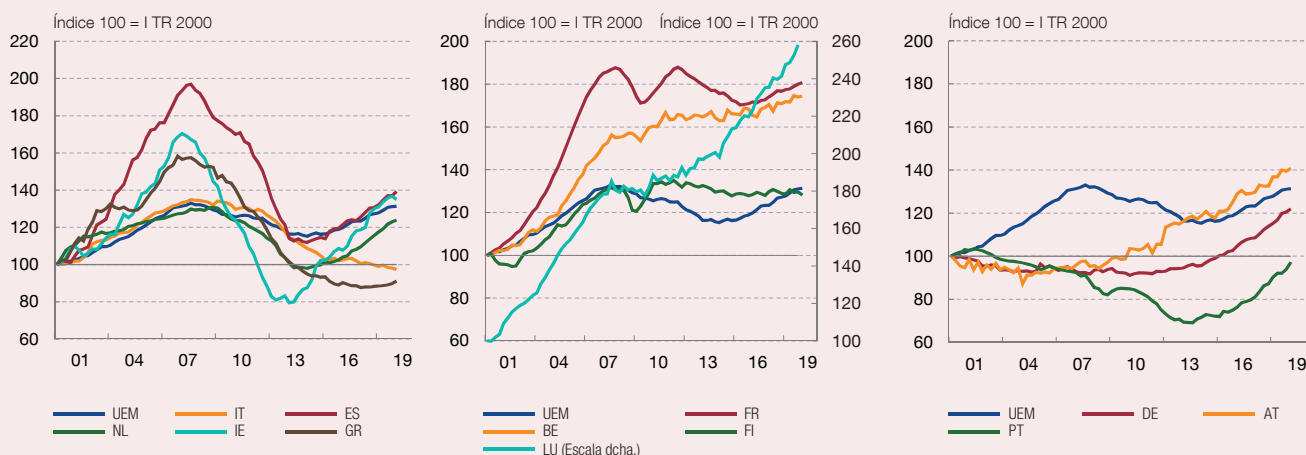
1 PRECIO DE LA VIVIENDA (a)

Variación acumulada en el período indicado



2 PRECIO DE LA VIVIENDA

Evolución en términos reales utilizando el deflactor de consumo



FUENTES: Banco de Pagos Internacionales, Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Datos nominales. Los referidos a Luxemburgo y Chipre, hasta el cuarto trimestre de 2018.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

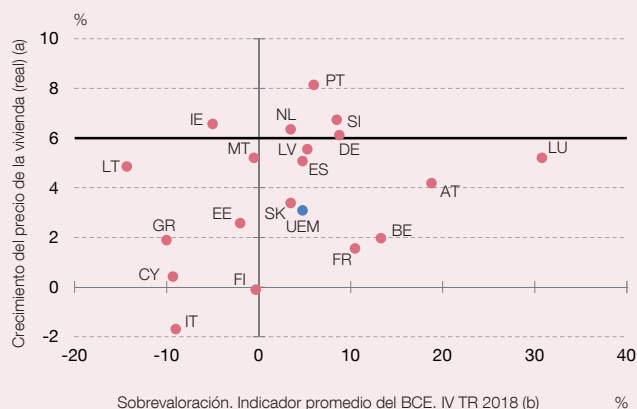
estos países. Por último, en un tercer grupo de economías, que incluye a Alemania, Austria y Portugal, la revalorización de la vivienda desde 2014 no vino precedida por subidas fuertes de los precios antes de la crisis.

De acuerdo con los distintos análisis disponibles, el precio de la vivienda en algunos países presenta signos de sobrevaloración con respecto a sus niveles de equilibrio<sup>4</sup>. En el caso de España, las estimaciones del Banco de España indican que el precio de la vivienda no está, en promedio, alejado de su valor de equilibrio<sup>5</sup>. Es necesario tener en cuenta que la valoración del nivel de precios de la vivienda con respecto a sus

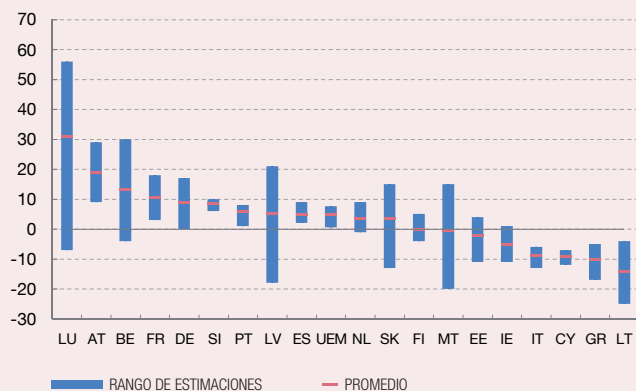
determinantes fundamentales, a sus niveles de equilibrio o a determinadas referencias históricas está rodeada de gran incertidumbre, como reflejan los diferentes resultados que arrojan las distintas aproximaciones metodológicas (véase gráfico 2.2). Además, las estimaciones a escala nacional pueden encubrir situaciones divergentes del mercado de la vivienda a escala regional o local<sup>6</sup>. Este tipo de indicadores, dentro de un análisis más amplio que incluía también el relativo a la evolución del crédito, llevó en 2016 a la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB, por sus siglas en inglés) a emitir alertas de vulnerabilidades a medio plazo en el mercado inmobiliario residencial de ocho países de la UE<sup>7</sup>,

Gráfico 2  
PRECIO DE LA VIVIENDA Y MÉTRICAS DE VALORACIÓN

1 CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA REAL Y VALORACIÓN



2 MÉTRICAS DEL BCE SOBRE EL GRADO DE SOBREVALORACIÓN DE LA VIVIENDA. CUARTO TRIMESTRE DE 2018 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Se considera el promedio de las tasas interanuales de los cuatro últimos trimestres disponibles.
- b Estimaciones a partir de cuatro métodos, dos de ellos basados en la ratio precio-alquileres y la ratio precio-renta. Véanse BCE (2011), «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, recuadro 3, junio; y BCE (2015), «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, recuadro 3, noviembre. Los datos de Bélgica y Chipre corresponden al tercer trimestre de 2018.

4 Para una descripción de las diferentes metodologías, consúltense BCE (2011), *Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals*, *Financial Stability Review*, junio; y BCE (2015), «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, noviembre.

5 Véase el *Informe de Estabilidad Financiera*, primavera de 2019. Véase, en concreto, el panel B del gráfico 1.4.

6 Véase BCE (2017), «Residential real estate prices in capital cities: a review of trend», recuadro 3, *Financial Stability Review*, mayo.

7 Véase ESRB (2016), *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, noviembre.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

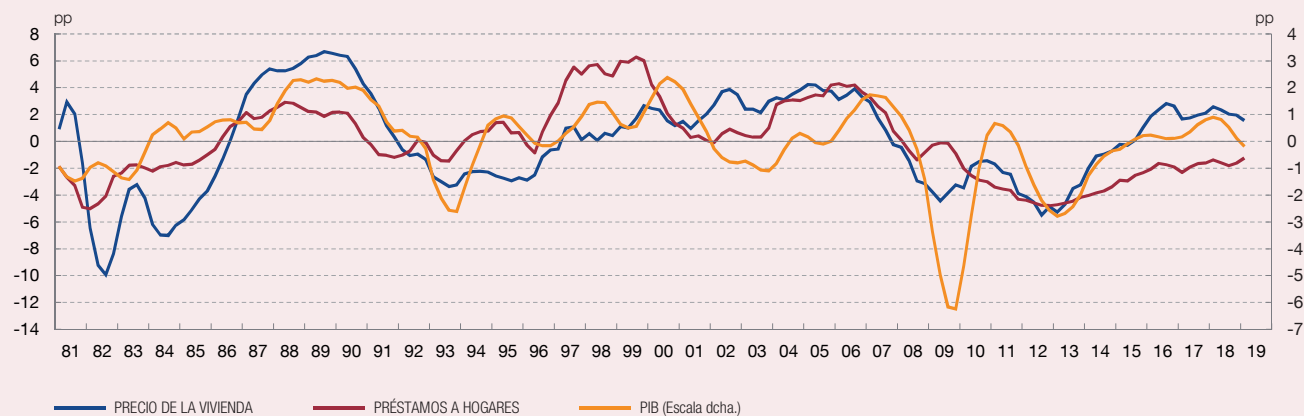
incluidos Austria, Bélgica, Luxemburgo, Finlandia y Países Bajos de la eurozona.

Una característica del actual ciclo expansivo del precio de la vivienda y de la actividad económica en el área del euro es que ha venido acompañado de un crecimiento del crédito hipotecario más moderado que el sugerido por las pautas históricas pasadas (véase gráfico 3.1). A pesar del contexto de tipos de interés históricamente

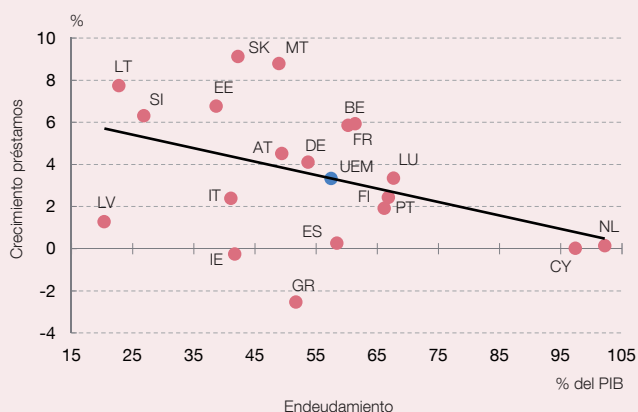
bajos, el proceso de desendeudamiento en algunos países está limitando el incremento del *stock* de crédito (véase gráfico 3.2). En concreto, en la medida en que la evolución de esta variable viene determinada tanto por las nuevas operaciones de préstamo como por las amortizaciones, un volumen alto de estas últimas podría estar encubriendo la pujanza de los nuevos préstamos. De hecho, si se considera exclusivamente el nuevo volumen

Gráfico 3  
PRECIO DE LA VIVIENDA Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN LOS PAÍSES DE LA EUROZONA

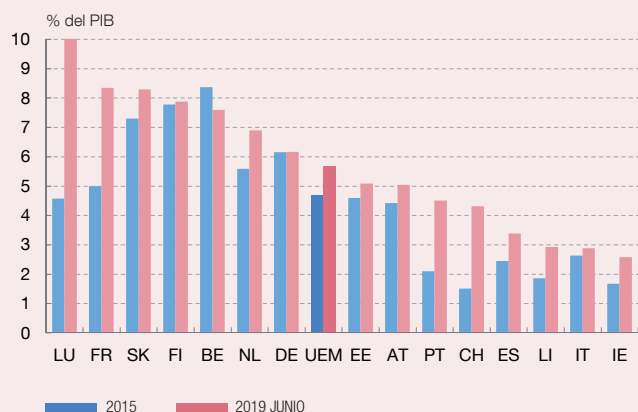
1 PIB, PRECIO DE LA VIVIENDA Y PRÉSTAMOS EN TÉRMINOS REALES (a)  
Crecimiento interanual en desviaciones con respecto al promedio histórico



2 ENDEUDAMIENTO Y PRÉSTAMOS A HOGARES (b)



3 NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMOS PARA VIVIENDA  
Sin renovaciones. Acumulado de doce meses (c)



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Para expresar en términos reales se utiliza el deflactor del consumo.
- b Datos referidos al primer trimestre de 2019. El crecimiento de los préstamos se expresa en tasa de variación interanual.
- c Las renovaciones se excluyen porque no implican aportaciones adicionales de fondos.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LOS PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (cont.)**

de operaciones de crédito destinado a la adquisición de vivienda, el mayor dinamismo en la concesión de préstamos desde 2015 ha sido generalizado (véase gráfico 3.3). Sin embargo, en los países con mayor endeudamiento o que han llevado a cabo recientemente procesos de desapalancamiento (como los Países Bajos, Chipre, España, Irlanda y Portugal), el aumento de las nuevas operaciones no ha llegado a traducirse en incrementos significativos del *stock* de deuda del sector a escala agregada.

En resumen, el mercado inmobiliario en la eurozona presenta un notable dinamismo, con alzas sostenidas de los precios en numerosos países. Esta evolución justifica que, particularmente en el contexto actual de tipos de interés reducidos, las autoridades deban someter a vigilancia el comportamiento del mercado residencial, dada su estrecha vinculación con los ciclos económico y de crédito, así como sus implicaciones sociales. Esto ha llevado ya en diversos países a la aplicación de medidas de carácter macroprudencial<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Véase ERSB (2019), *A review of Macroprudential Policy in the EU in 2018*, abril.