

Artículos

La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro

En este artículo se analiza la situación actual del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro y se realiza una comparación con patrones históricos. El artículo concluye que la recuperación de los precios de la vivienda en la zona del euro ha sido bastante moderada hasta el momento y que parece ser más débil que el aumento observado históricamente en la fase inicial de repunte de estos precios. Asimismo, la corrección de sobrevaloraciones anteriores, junto con unas condiciones favorables de renta y de financiación, sugiere que la recuperación actual tiene más probabilidades de ser sostenida que el breve repunte registrado relativamente poco después de la crisis. Una recuperación gradual y sostenida de los precios de la vivienda tendría un efecto positivo sobre la evolución económica. Al mismo tiempo, la dinámica crediticia ha seguido siendo contenida, limitando la acumulación de riesgos sistémicos para el sistema financiero de la zona del euro. El nuevo conjunto de instrumentos macroprudenciales también está contribuyendo a mitigar los riesgos potenciales de forma controlada y detallada.

Introducción

A raíz de la crisis financiera, los precios de la vivienda han sido un indicador fundamental para evaluar la situación económica de la zona del euro. Este hecho refleja la importancia general que suele tener el sector de la vivienda en la fase y la amplitud del ciclo económico y, en concreto, su particular relevancia tras un episodio de expansión y recesión. En varios países de la zona del euro, los precios de la vivienda crecieron a unas tasas y hasta unos niveles insostenibles antes de la crisis, y los inevitables ajustes dieron lugar, posteriormente, a caídas o, en el mejor de los casos, a una evolución contenida de dichos precios.

Tras experimentar algunos altibajos durante un prolongado período de ajuste, en la actualidad se observan indicios crecientes de que los precios de la vivienda finalmente están retomando una senda alcista. En términos de tasa de variación interanual de los precios de los inmuebles residenciales, el ciclo registró un mínimo a principios de 2013, antes de que las tasas pasaran a ser cada vez menos negativas y se situaran en niveles positivos en la segunda mitad de 2014. Aunque, hasta el momento, esta recuperación no parece haber sido muy intensa, la trayectoria alcista de la tasa de crecimiento es relativamente generalizada en los distintos países de la zona del euro. En este contexto, resulta instructivo analizar los diversos factores determinantes de la incipiente recuperación de los precios de la vivienda, así como su fortaleza y sostenibilidad de cara al futuro.

Entender la situación y las características del ciclo de precios de la vivienda es importante tanto desde el punto de vista macroeconómico como de la estabilidad financiera. Esto se debe a su vinculación con el ciclo económico y el financiero, en la medida en que los precios de la vivienda determinan el valor del colateral de los préstamos que reciben los hogares y que conceden las entidades de crédito. De hecho, este canal del colateral mostró su relevancia en el contexto de la crisis financiera y de los problemas que emergieron posteriormente en el sector bancario de algunos países de la zona del euro. De cara al futuro, convendría realizar un atento seguimiento de la evolución de los precios de la vivienda en un entorno de tipos de interés bajos, dada la complejidad de los vínculos existentes entre estos precios, la actividad económica y la dinámica del crédito.

En este artículo se analiza la evolución reciente y las perspectivas actuales de los precios de la vivienda en los distintos países de la zona del euro, centrandó la atención en la trayectoria de los precios de los inmuebles residenciales y sin tomar en consideración la de los inmuebles comerciales (sección 2). A continuación se compara la situación cíclica actual de los precios de la vivienda y del crédito con los ciclos anteriores (sección 3), antes de profundizar en la interacción existente entre la evolución de los precios de la vivienda, la economía real y el sector bancario (sección 4).

Conclusiones

Parece que el actual repunte de los precios de la vivienda en la zona del euro será sostenible. Sin embargo, la presente recuperación parece ser más débil que el incremento observado históricamente en la fase inicial de recuperación de estos precios después de registrar un mínimo cíclico. Además, hasta ahora no se ha podido constatar que venga acompañada de un aumento significativo de los préstamos reales concedidos a los hogares de la zona del euro. La recuperación en marcha de los precios de la vivienda también debería verse respaldada por la mejora de las perspectivas de renta y empleo de los hogares, así como por unas condiciones de financiación favorables. El entorno actual de tipos de interés bajos y su efecto sobre los rendimientos desempeñará un papel importante en este sentido.

Se han producido correcciones significativas de los desequilibrios anteriores en los precios de la vivienda en varios países de la zona del euro. La acusada heterogeneidad observada en la evolución de los precios de la vivienda en la zona del euro desde 2007, año en que iniciaron su trayectoria descendente, refleja, entre otros aspectos, características específicas de cada país de los ciclos de expansión y recesión, de las condiciones de oferta y de demanda y de los factores estructurales. Es probable que en aquellos países en los que ya se ha corregido el crecimiento excesivo de los precios registrado anteriormente, el mercado de la vivienda se beneficie en mayor grado del entorno actual favorable de tipos de interés bajos y de una situación macroeconómica más propicia, y viceversa.

En la coyuntura actual, los riesgos para la estabilidad financiera parecen limitados, máxime teniendo en cuenta que la recuperación en curso de los precios de la vivienda no se ha traducido, hasta el momento, en un rápido crecimiento del crédito. El nuevo conjunto de herramientas macroprudenciales ha hecho posible que varios países adopten medidas para frenar un eventual crecimiento excesivo de los precios de la vivienda y del crédito, con numerosos instrumentos relacionados con la propiedad inmobiliaria que permiten mitigar los retos de carácter cíclico que se planteen en el futuro, al tiempo que contribuyen a reforzar la capacidad de resistencia de las entidades de crédito y de sus prestatarios.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic [aquí](#).

El impacto fiscal de las medidas de apoyo al sector financiero durante la crisis

Durante la crisis financiera, la mayor parte de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron asistencia financiera a las instituciones financieras en dificultades a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito. Durante el período comprendido entre 2008 y 2014, la ayuda financiera bruta acumulada al sector financiero ascendió al 8% del PIB de la zona del euro. De esa cifra se ha recuperado un 3,3%. Los costes presupuestarios de la asistencia a las instituciones financieras son comparables a los incurridos en el pasado en otras crisis bancarias sistémicas, ya que han dado lugar a un deterioro del saldo presupuestario y de la deuda de la zona del euro que, en cifras acumuladas, asciende a un 1,8% y un 4,8% del PIB, respectivamente. Sin embargo, en promedio, las medidas solo representan una parte relativamente pequeña del fuerte incremento total de la deuda de las Administraciones Públicas registrado desde el estallido de la crisis. Al mismo tiempo, el saldo vivo de las garantías públicas (que ascendía al 2,7% del PIB de la zona del euro a finales de 2014) y las pérdidas potenciales adicionales de las entidades de gestión de activos a las que se han transferido los activos deteriorados todavía plantean riesgos fiscales adicionales para los Gobiernos. De cara al futuro es importante reducir la probabilidad de que las instituciones financieras afronten graves problemas en sus balances aumentando el capital de las entidades de crédito y mejorando la regulación y la supervisión bancarias, así como promover políticas de resolución bancaria que incluyan la participación del sector privado, protegiendo así a los contribuyentes. En este sentido, resultan alentadoras las medidas recientes encaminadas a lograr una auténtica unión bancaria europea, que no solo deberían contribuir a evitar y/o resolver futuras crisis bancarias en la zona del euro, sino también a reducir su posible impacto fiscal sobre la deuda y los déficits públicos.

Introducción

Desde el estallido de la crisis financiera, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro han proporcionado considerable asistencia financiera a las instituciones financieras a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito. Estas medidas contribuyeron al incremento de la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro, que aumentó 27 puntos porcentuales entre 2008 y finales de 2014, cuando se situó en el 92% del PIB. Los costes fiscales netos directos de la asistencia al sector financiero (menos del 5% del PIB) son solo uno de los factores que explican el acusado aumento total de la deuda pública en la zona del euro. Con todo, desempeñaron un papel mucho más importante en varios de los países de la zona. En la fase inicial de la crisis financiera

se realizó un análisis preliminar del impacto fiscal de la asistencia al sector financiero. Dado que desde entonces se ha proporcionado apoyo adicional, y en vista de la recuperación gradual del sector financiero de la zona del euro y de las recientes reformas introducidas para contribuir a la prevención de crisis bancarias, es un buen momento para analizar de nuevo los costes fiscales de la asistencia a dicho sector.

En el presente artículo se abordan las siguientes preguntas: en primer lugar, ¿qué medidas de asistencia financiera se han aplicado? En segundo lugar, ¿cuánto les ha costado a los contribuyentes la asistencia al sector financiero, qué parte de los costes se ha recuperado hasta la fecha y hasta qué punto han contribuido las medidas al fuerte aumento de la deuda pública? En tercer lugar, ¿qué riesgos fiscales persisten en relación con la asistencia al sector financiero? Al abordar estas cuestiones, el artículo presenta un análisis detallado de las medidas adoptadas por las autoridades para ayudar a las instituciones financieras desde el comienzo de la crisis. En comparación con otras crisis bancarias sistémicas de las economías avanzadas, los costes fiscales directos de las medidas de asistencia financiera aplicadas en la zona del euro son de magnitud similar, mientras que el aumento total de la deuda de las Administraciones Públicas es considerablemente mayor. No obstante, los costes fiscales estimados de la intervención pública en el sector bancario varían notablemente de unos estudios a otros, dependiendo de la metodología de cálculo utilizada y de la definición de costes fiscales. En el presente artículo se aplica principalmente el método de agregación, que engloba todas las medidas de los Gobiernos relacionadas con la crisis financiera, aunque algunas de ellas puedan resultar difíciles de cuantificar, especialmente si las aplicaron entidades clasificadas fuera del sector de Administraciones Públicas. El artículo se centra en las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas por los Gobiernos sin considerar las medidas de liquidez del banco central adoptadas durante la crisis financiera.

El presente artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se analizan las medidas de apoyo aplicadas por los Gobiernos de la zona del euro durante el período comprendido entre 2008 y 2014, prestando especial atención a las compras de activos y a las transferencias de capital. En la sección 3 se evalúa su impacto fiscal en los saldos presupuestarios y en la deuda de las Administraciones Públicas, y se analizan las tasas de recuperación de los activos adquiridos. En la sección 4 se describen los riesgos fiscales que aún persisten en relación con las garantías públicas y las entidades de gestión de activos. En la sección 5 se concluye presentando algunas implicaciones del artículo para la política económica.

Conclusiones

Durante la crisis financiera, la mayoría de los Gobiernos de la zona del euro proporcionaron asistencia financiera a las instituciones financieras a fin de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar un estrangulamiento del crédito.

La asistencia bruta acumulada al sector financiero ascendió al 8% del PIB de la zona del euro. De esa cifra, solo se ha recuperado un 3,3%. Los costes fiscales de las medidas de asistencia financiera adoptadas en el período comprendido entre 2008 y 2014 provocaron un deterioro del saldo presupuestario y de la deuda de la zona del euro que, en cifras acumuladas, ascendió a un 1,8% y un 4,8% del PIB, respectivamente. Para el conjunto de la zona del euro, la asistencia al sector financiero explica solo una pequeña parte del acusado aumento de la deuda de las Administraciones Públicas registrado desde el inicio de la crisis, aunque en algunos países el impacto sobre la deuda pública ha sido sustancial. Los países de la zona del euro aplicaron una amplia gama de medidas de apoyo, entre ellas recapitalizaciones bancarias, la provisión de préstamos por parte de los Gobiernos, la adquisición de activos deteriorados, nacionalizaciones de bancos y la concesión de garantías públicas. Estas medidas afectaron a la deuda y a los déficits públicos en diferente grado. La magnitud de estas medidas de apoyo varía significativamente de unos países a otros dentro de la zona del euro. La tasa global de recuperación de las intervenciones es, en promedio, relativamente reducida en términos internacionales. No obstante, el proceso de recuperación sigue en marcha. Para completar la imagen, también es importante tener en cuenta los riesgos fiscales relacionados con el apoyo al sector financiero, que incluyen, principalmente, las restantes garantías públicas otorgadas (que ascendían al 2,7% del PIB de la zona del euro a finales de 2014) y las pérdidas potenciales (o posibles ganancias de capital) de las entidades de gestión de activos.

De cara al futuro, es importante garantizar la estabilidad financiera, limitando, al mismo tiempo, la participación de los contribuyentes. Para ello es necesario, en primer lugar, reducir la probabilidad de que las instituciones financieras registren graves problemas en sus balances. Ya se ha avanzado notablemente en el endurecimiento de la legislación bancaria y en el fortalecimiento de la supervisión bancaria, y, en caso de que las instituciones financieras tengan que hacer frente a problemas, se han puesto a su alcance los mecanismos de resolución apropiados. Una forma adecuada de reducir los posibles costes fiscales de las medidas de asistencia financiera es garantizar una contribución apropiada de los accionistas y de los tenedores de bonos del sector privado. De hecho, el Reglamento de requisitos de capital y la Directiva de Requisitos de Capital (DRC IV) de la UE, así como el recientemente creado Mecanismo Único de Supervisión, reforzarán la capacidad de resistencia del sector bancario, y deberían contribuir a evitar la acumulación de problemas graves en los balances de las entidades de crédito, que podrían dar lugar, en última instancia, a una crisis bancaria severa. Además, la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria de la UE y el Mecanismo Único de Resolución garantizarán la participación del sector privado antes de recurrir a la asistencia del Gobierno. En conjunto, estos pilares clave de la unión bancaria europea deberían servir para reducir gradualmente el riesgo de que los contribuyentes tengan que proporcionar respaldo adicional.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)