

# Recuadros

## 1 Evolución económica tras el referéndum del Reino Unido sobre la pertenencia a la UE

**En este recuadro se analizan la evolución reciente y las perspectivas de la economía del Reino Unido y de la zona del euro tras el resultado del referéndum sobre la pertenencia a la UE celebrado el 23 de junio de 2016<sup>2</sup>.** Una mayoría de los participantes, alrededor del 52 %, votó a favor de que el Reino Unido abandone la UE. Recientemente, la primera ministra ha señalado que, antes de marzo de 2017, el Reino Unido notificará oficialmente al Consejo Europeo su intención de abandonar la UE. De conformidad con el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea, la notificación pondría en marcha un proceso que culminaría con un acuerdo de retirada entre la UE y el Reino Unido. En su defecto, los Tratados de la UE dejarían de aplicarse al Reino Unido transcurridos dos años desde la notificación que activaría el artículo 50, salvo si el Consejo Europeo, de común acuerdo con este país, decidiera prorrogar dicho plazo por unanimidad. En estos momentos, la incertidumbre en torno a la relación económica futura del Reino Unido con la UE, en particular en torno a su acceso al mercado único en el futuro, es elevada.

**Pese al aumento de la incertidumbre en los días inmediatamente posteriores al referéndum, hasta ahora la actividad económica en el Reino Unido ha sido resistente.** El consumo privado parece haber sido particularmente vigoroso. De hecho, los indicadores GfK de confianza de los consumidores se recuperaron en agosto y en septiembre, después de experimentar fuertes caídas inmediatamente después del referéndum (véase gráfico A). Las ventas del comercio al por menor también han resistido relativamente bien. No obstante, la incertidumbre parece haber afectado a la inversión, como muestra la caída de los indicadores del clima de inversión (véase gráfico B).

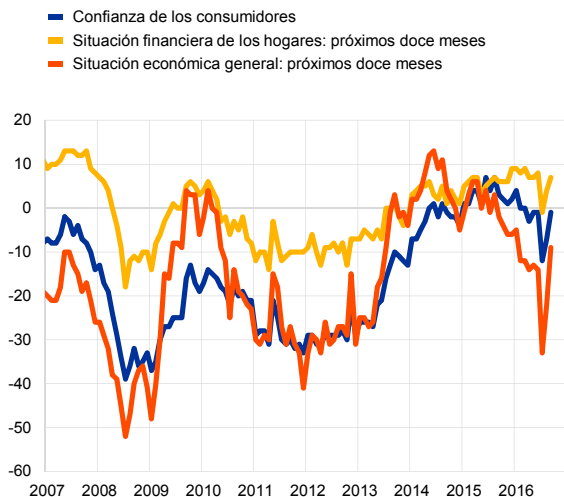
---

<sup>2</sup> Véase también el recuadro titulado «Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016.

## Gráfico A

### Indicadores GfK de confianza de los consumidores

(saldo entre los consumidores que mejoran su opinión y los que la empeoran)

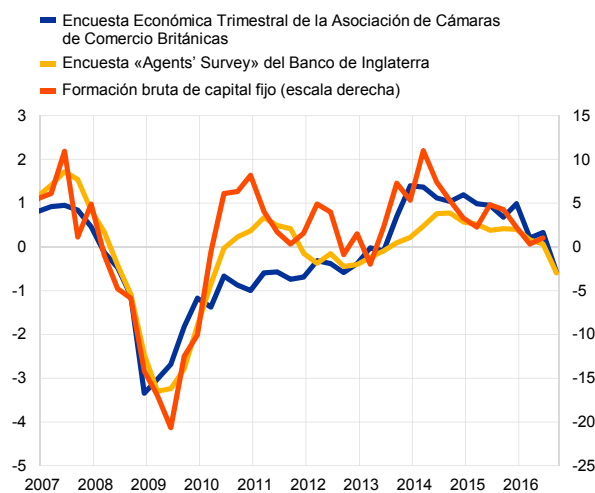


Fuente: Barómetro de Confianza de los Consumidores.  
Nota: GfK significa «Gesellschaft für Konsumforschung».

## Gráfico B

### Indicadores del clima de inversión

(escala izquierda: serie normalizada; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Banco de Inglaterra (encuesta «Agents' Survey»), Asociación de Cámaras de Comercio Británicas y Oficina Nacional de Estadística.

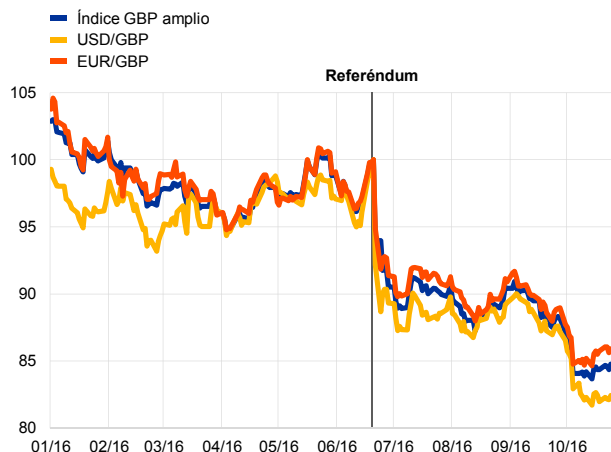
Notas: Los indicadores de opinión se han construido agregando los índices de los servicios y las manufacturas, utilizando el valor añadido como ponderación. La encuesta «Agents' Survey» se basa en datos mensuales hasta agosto de 2016.

### Si se consideran los mercados de divisas, el resultado del referéndum

**sorprendió a muchos participantes en el mercado.** La libra esterlina experimentó una acusada depreciación en los días posteriores al referéndum, antes de estabilizarse ligeramente durante el verano (véase gráfico C). En septiembre y, en particular, a principios de octubre, la moneda británica volvió a depreciarse, ya que las declaraciones políticas efectuadas en el Reino Unido se interpretaron, en general, como que reducían la posibilidad de que el país mantenga el acceso al mercado único en el futuro. En total, la libra se ha depreciado alrededor del 15 % en términos efectivos nominales desde el referéndum.

## Gráfico C Tipos de cambio

(23 de junio de 2016 = 100, disminución = depreciación de la libra esterlina)



Fuente: BCE.

## Otros mercados financieros han afrontado relativamente bien el aumento de la incertidumbre.

Los mercados bursátiles se han recuperado de la brusca caída que experimentaron en los días posteriores al referéndum. Los rendimientos de la deuda pública y privada británica se mantienen por debajo de los niveles registrados antes del referéndum, aunque han aumentado ligeramente como consecuencia de las declaraciones políticas de principios de octubre anteriormente mencionadas. En agosto, el Banco de Inglaterra redujo 25 puntos básicos, hasta el 0,25 %, el tipo de interés oficial, amplió su programa de compra de activos y puso en marcha un programa de préstamo a plazo (denominado «Term Funding Scheme») para respaldar la transmisión de los tipos de interés a la economía. Además, el nuevo ministro de Economía ha renunciado al objetivo de alcanzar un superávit presupuestario

para 2019-2020 y ha manifestado que el Gobierno está dispuesto a reorientar la política fiscal en caso necesario.

## De cara al futuro, en general se espera una ralentización de la actividad económica.

Las previsiones recientes de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja desde el referéndum (véase cuadro A). Estas proyecciones auguran una pronunciada desaceleración económica, previéndose una caída del crecimiento del PIB real hasta un rango entre el 0,8 % y el 1,1 % en 2017. Ciertamente, es probable que la mayor incertidumbre continúe afectando a la inversión en el futuro. Además, la acusada depreciación que ha experimentado recientemente la libra esterlina (véase gráfico C) reducirá gradualmente la renta real, lo que lastrará el consumo privado, al tiempo que favorecerá la demanda exterior neta. A más largo plazo, en líneas generales se espera que el crecimiento del producto siga siendo inferior a la senda proyectada antes del referéndum. Esto refleja, en parte, la transición a una economía menos abierta (en términos de comercio, migración e inversión exterior directa), lo que tiene un efecto adverso en la innovación, la competencia, la especialización y la eficiencia en la asignación de recursos y, por tanto, en la productividad y en el producto potencial.

## Cuadro

### Previsiones de crecimiento del PIB real en el Reino Unido

(tasa de variación interanual; variación en puntos porcentuales con respecto a las previsiones anteriores al referéndum entre paréntesis)

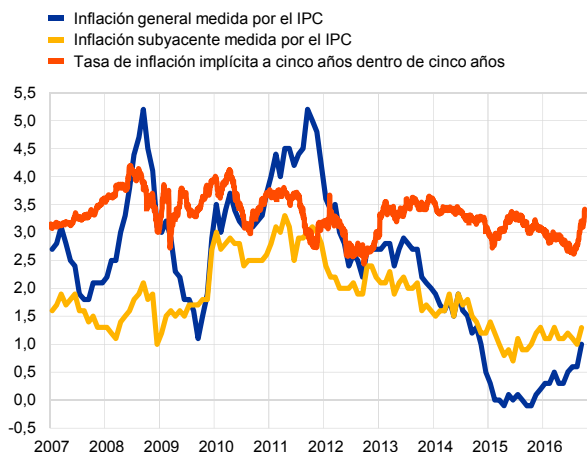
	2016	2017	2018	Más recientes	Antes del referéndum
<b>Banco de Inglaterra</b>	2,0 (=)	0,8 (-1,5)	1,8 (-0,5)	agosto 2016	junio 2016
<b>Fondo Monetario Internacional</b>	1,8 (-0,1)	1,1 (-1,2)	1,7 (-0,6)	octubre 2016	abril 2016
<b>Comisión Europea</b>	1,6 (-0,2)	1,1 (-0,8)	n.a.	julio 2016	mayo 2016

Fuentes: Banco de Inglaterra, Fondo Monetario Internacional y Comisión Europea.

## Gráfico D

### Evolución de la inflación

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Oficina Nacional de Estadística.

**Aunque, actualmente, la inflación permanece en niveles reducidos, se espera que aumente en el corto plazo.** En septiembre, la inflación interanual medida por los precios de consumo se incrementó hasta situarse en el 1 %, todavía por debajo del objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra (véase gráfico D). No obstante, los indicadores de presiones inflacionistas latentes, como el indicador PMI de los precios de los consumos intermedios, han aumentado en los últimos meses, al igual que los precios de importación. Las presiones inflacionistas latentes reflejan principalmente la acusada depreciación de la libra esterlina en los últimos meses. Las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado también se han elevado.

**En cuanto a la economía de la zona del euro, los datos publicados recientemente han mostrado su capacidad de resistencia, en general, y, hasta**

**ahora, un impacto limitado del referéndum celebrado en el Reino Unido.** Los indicadores de incertidumbre política en la zona del euro han retrocedido en los últimos meses, y el indicador de sentimiento económico en la zona del euro y el PMI, que descendieron en agosto, se recuperaron en septiembre y octubre.

**De cara al futuro, no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan efectos de contagio adversos a medio plazo en la zona del euro.** El impacto agregado dependerá fundamentalmente de la evolución futura del comercio de la zona con el Reino Unido y de los efectos de contagio en terceros países<sup>3</sup>. El impacto en los distintos países de la zona del euro podría variar, por ejemplo, como resultado de diferencias en la importancia de la libra esterlina en los tipos de cambio efectivos de las diferentes economías y de los vínculos comerciales que mantienen con el Reino Unido. Al mismo tiempo, la actividad económica de la zona del euro podría verse estimulada, por ejemplo, por la posible relocalización de servicios financieros o por un aumento de los flujos de inversión exterior directa hacia la zona del euro reorientados desde el Reino Unido.

<sup>3</sup> Véase también el recuadro titulado «Impacto en las perspectivas económicas de la zona del euro del resultado del referéndum celebrado en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE» en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2016.

## 2 Saldos TARGET y el programa de compra de activos

Los saldos TARGET han registrado nuevos incrementos desde la puesta en marcha del programa de compra de activos del Eurosistema (APP, en sus siglas en inglés; véase gráfico A)<sup>4</sup>. Los saldos TARGET son los activos y pasivos de los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro frente al BCE que resultan de los pagos transfronterizos liquidados en dinero de banco central<sup>5</sup>. Cada BCN tiene, o bien un saldo positivo (es decir, un activo en TARGET), o bien un saldo negativo (es decir, un pasivo en TARGET). Cuando el sector bancario de un país recibe un flujo transfronterizo de dinero de banco central, el activo de su banco central aumenta o su pasivo disminuye. Los flujos de salida transfronterizos producen el efecto contrario. El saldo TARGET total, que es la suma de todos los saldos positivos<sup>6</sup>, solo se ve afectado cuando el dinero de banco central fluye entre países con saldos positivos y negativos<sup>7</sup>. Como consecuencia de la puesta en marcha del APP, se han incrementado los pagos transfronterizos por parte de los bancos centrales compradores, lo que ha generado nuevos aumentos del saldo TARGET total.

**Gráfico A**  
Saldo TARGET total

(mm de euros; datos de fin de mes)



Fuente: BCE.

Notas: El saldo TARGET total es la suma de todos los saldos TARGET positivos. Las líneas verticales roja y amarilla indican el inicio de las compras al amparo del APP y del PSPP, respectivamente.

<sup>4</sup> «TARGET» significa «sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real». En mayo de 2008, TARGET2 sustituyó totalmente a TARGET como sistema para la liquidación bruta en tiempo real, que gestiona y es propiedad del Eurosistema. Sin embargo, para facilitar la lectura, en este recuadro se utiliza el término «saldos TARGET» para describir los saldos acumulados por los bancos centrales en ambos sistemas, y también se emplea el término «TARGET» para referirse al sistema de pagos TARGET2.

<sup>5</sup> Para más detalles, véase el recuadro titulado «Publicación de los saldos TARGET», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

<sup>6</sup> Esto es igual, en términos de valor, a la suma de todos los saldos negativos. El total de activos y pasivos suma cero, dado que todas las obligaciones resultantes de la actividad en TARGET se adeudan por y a participantes en el sistema.

<sup>7</sup> El saldo TARGET total aumenta si el dinero de banco central fluye de un país con una posición deudora a un país con una posición acreedora, y disminuye si el dinero fluye en sentido contrario. Sin embargo, los flujos entre dos países con posición acreedora (o dos países con posición deudora) cambian la composición, pero no el valor, del saldo TARGET total.

**Las operaciones transfronterizas en el marco del APP son habituales, dada la integración de los mercados financieros de la zona del euro, y originan variaciones en los saldos TARGET.** En el APP, las operaciones con valores no se limitan al interior de las fronteras nacionales, sino que los bancos centrales compran valores a una amplia gama de entidades de contrapartida ubicadas en la zona del euro y fuera de ella. Cuando un banco central adquiere valores, realiza un pago en dinero de banco central a la entidad de contrapartida vendedora en el momento de la liquidación y recibe el valor a cambio<sup>8</sup>. En el caso de una operación transfronteriza<sup>9</sup>, dicho flujo de liquidez afecta a los saldos TARGET del BCN que lo envía y del BCN que lo recibe y podría cambiar el saldo TARGET total. Por consiguiente, la ubicación de las cuentas TARGET utilizadas por las entidades de contrapartida del APP para recibir el pago de los valores determina el impacto de las compras de activos sobre los saldos TARGET inmediatamente después de la compra<sup>10</sup>.

**Las compras de activos a entidades de contrapartida ubicadas en un país diferente al del banco central comprador pueden afectar directamente a los saldos TARGET.** Las entidades de contrapartida cuyos BCN están conectados a TARGET utilizan sus cuentas en dichos BCN<sup>11</sup>, mientras que las entidades de contrapartida localizadas en otros países pueden usar una cuenta en un banco corresponsal con acceso a TARGET<sup>12</sup>. Las entidades de crédito ubicadas fuera de la zona del euro tienden a realizar los pagos en TARGET a través de sucursales o bancos corresponsales situados en países con una posición acreedora en TARGET, como Alemania o Países Bajos<sup>13</sup>. Por tanto, cuando un BCN adquiere valores a una entidad de contrapartida de otro país, independientemente de que esté ubicada en otro país de la zona del euro o fuera de esta, es probable que la compra genere flujos transfronterizos de dinero de banco central<sup>14</sup>.

---

<sup>8</sup> La entidad de contrapartida vendedora no tiene que ser necesariamente el propietario del valor. Las entidades de contrapartida también pueden actuar como intermediarios, manteniendo valores y gestionando operaciones en nombre de los propietarios.

<sup>9</sup> Esta se define como una operación en la que el dinero se abona a una cuenta que el vendedor tiene en un banco central distinto del BCN comprador.

<sup>10</sup> La liquidación puede realizarse en la cuenta TARGET utilizada por la entidad de contrapartida vendedora o en la cuenta TARGET de un custodio o un depositario central de valores. El análisis efectuado en este recuadro se basa en el supuesto de que la liquidez procedente de las compras en el marco del APP fluyen a la cuenta TARGET utilizada por la entidad de contrapartida. Esta simplificación se adopta para simular la distribución de liquidez que resulta directamente de las compras.

<sup>11</sup> Se incluyen las sucursales residentes en la zona del euro de grupos bancarios cuya sede central se encuentra fuera de la zona del euro. Además, actualmente hay cinco países no pertenecientes a la zona del euro que participan en TARGET: Bulgaria, Dinamarca, Croacia, Polonia y Rumanía.

<sup>12</sup> Las entidades de crédito con sucursales que se encuentran dentro del Espacio Económico Europeo, pero fuera de la zona del euro, también pueden tener una cuenta en un BCN del Eurosistema como participante directo en TARGET.

<sup>13</sup> Para obtener un análisis más detallado sobre el tema de las entidades de crédito no ubicadas en la zona del euro con cuentas en BCN del Eurosistema, véase «The impact of Eurosystem securities purchases on the TARGET2 balances», *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, marzo de 2016. Los lugares de participación en TARGET por parte de las entidades de crédito localizadas fuera de la zona del euro suelen reflejar las relaciones históricas con bancos corresponsales o sucursales en la zona del euro, y prácticamente no han variado desde que se puso en marcha el sistema de pagos TARGET2 en 2007/2008.

<sup>14</sup> El BCE también adquiere valores en el marco del APP, y estas operaciones se registran como flujos procedentes del BCE al BCN de los vendedores. Por tanto, el pasivo del BCE en TARGET se ha incrementado desde la puesta en marcha de este programa.

**En la gran mayoría de las compras del APP participan entidades de contrapartida ubicadas en un país diferente al del banco central comprador.**

En términos de volumen, en alrededor del 80 % de todas las compras del APP participan entidades de contrapartida no locales<sup>15</sup>. Además, en aproximadamente el 50 % de las compras realizadas en el marco del APP intervienen vendedores residentes fuera de la zona del euro. Ello ha generado importantes flujos transfronterizos de dinero de banco central, que han afectado a los saldos TARGET nacionales y han dado lugar a flujos de entrada de dinero de banco central estructurales en países que albergan un elevado número de entidades de contrapartida no residentes (como Alemania).

**El análisis de los datos de las operaciones individuales realizadas en el marco del APP indica que la tendencia al alza observada en los saldos TARGET refleja, en gran medida, los flujos de liquidez transfronterizos derivados de la liquidación de las compras del APP.** El gráfico B muestra la evolución del saldo TARGET total desde la puesta en marcha del programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés) en marzo de 2015, que ha dado lugar a un incremento considerable de la cantidad de liquidez inyectada a través del APP. El gráfico también presenta un modelo, que ilustra cómo habría evolucionado el saldo TARGET total si los únicos pagos transfronterizos del sistema fueran los flujos de liquidez derivados de las adquisiciones del APP desde los bancos centrales a las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida. El saldo TARGET total ha aumentado en línea con el saldo modelizado. Aunque los flujos posteriores de liquidez originados por el APP pueden afectar de forma adicional a los saldos TARGET, hasta la fecha los flujos de liquidez de primera vuelta han proporcionado una buena aproximación del impacto del APP sobre el saldo TARGET total. El análisis de los flujos de liquidez posteriores queda fuera del alcance de este recuadro.

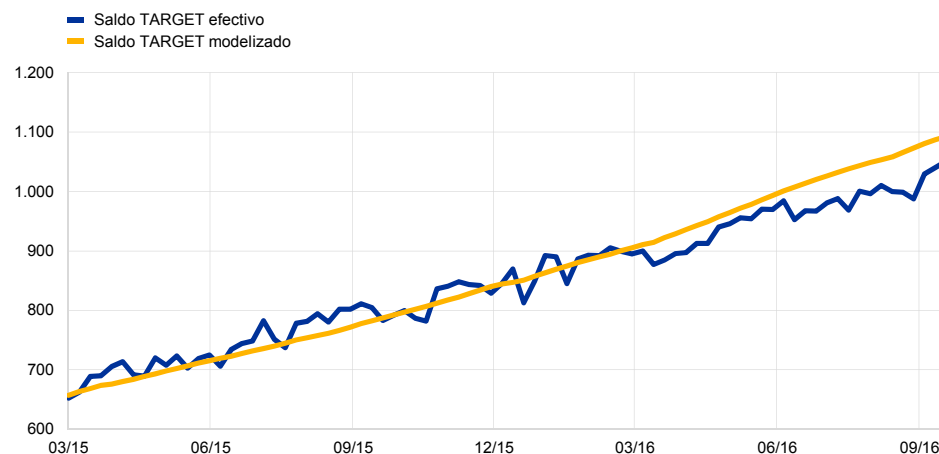
---

<sup>15</sup> En este contexto, «no local» significa una entidad de contrapartida ubicada en un país diferente al del BCN comprador, por lo que se incluyen las entidades de contrapartida ubicadas en otros países de la zona del euro.

## Gráfico B

### Saldo TARGET total desde la puesta en marcha del PSPP y saldo modelizado

(mm de euros; datos semanales)



Fuentes: BCE, TARGET2 y cálculos de los expertos del BCE.

Notas: El saldo TARGET modelizado se calcula utilizando datos de las operaciones realizadas en el marco del APP, así como información sobre la ubicación de las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida del APP. El saldo modelizado muestra cómo habría evolucionado el saldo TARGET total desde marzo de 2015 si los únicos pagos transfronterizos en el sistema fueran los flujos de liquidez resultantes de las compras del APP desde los bancos centrales a las cuentas TARGET de las entidades de contrapartida.

**A diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores de aumento de los saldos TARGET, las variaciones en estos saldos inmediatamente después de las compras del APP son una consecuencia directa de la aplicación de las decisiones de política monetaria, más que un síntoma de nuevas tensiones en los mercados financieros.** Los saldos TARGET se elevaron entre mediados de 2007 y finales de 2008, y de nuevo entre mediados de 2011 y mediados de 2012. Los incrementos de estos saldos en dichos períodos tuvieron su origen en las tensiones y la fragmentación de los mercados como consecuencia de las crisis financiera y de deuda soberana<sup>16</sup>. Dado que las entidades de crédito perdieron acceso a la financiación en los mercados, sustituyeron las fuentes privadas de financiación por liquidez del banco central obtenida de sus BCN a través de las operaciones de cesión temporal<sup>17</sup>. Estas operaciones no tuvieron un impacto inmediato en los saldos TARGET, puesto que se liquidaban a escala nacional<sup>18</sup>, pero la posterior redistribución de la liquidez, determinada por las tensiones y la fragmentación de los mercados, sí lo tuvo. Por tanto, la relación entre la aplicación de las decisiones de política monetaria y los saldos TARGET era indirecta. Sin embargo, con el APP existe una relación directa, ya que los bancos centrales están iniciando pagos transfronterizos para abonar los valores adquiridos en el marco del programa. La consiguiente tendencia al alza de los saldos TARGET refleja, en gran medida, la liquidación de estas operaciones transfronterizas por parte de los bancos centrales y, por ende, no es indicativa de nuevas tensiones en los mercados financieros.

<sup>16</sup> Para más información sobre la evolución de los saldos TARGET y la aplicación de la política monetaria durante diferentes fases de la crisis financiera, véase el discurso pronunciado por Peter Praet en la cena del 20.º aniversario de BNY Mellon, celebrada en Bruselas el 15 de septiembre de 2016.

<sup>17</sup> Para obtener un análisis más detallado sobre este tema, véase el artículo titulado «Saldos en TARGET y operaciones de política monetaria», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2013.

<sup>18</sup> Cuando se inyectan reservas a través de cesiones temporales, el BCN registra un pasivo en forma de aumento de las cuentas corrientes de bancos comerciales y contabiliza un activo en forma de operaciones de préstamo.



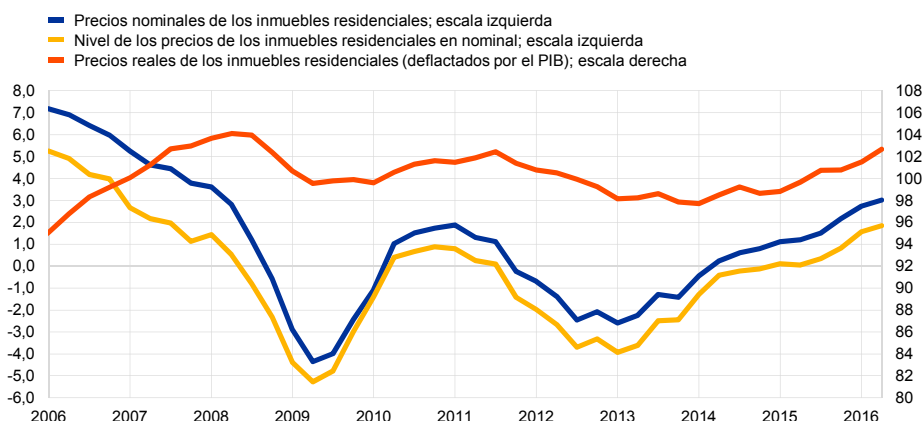
## Evolución reciente de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

**El alza de los precios de la vivienda en la zona del euro continuó en la primera mitad del año en curso.** Según el indicador agregado de precios de los inmuebles residenciales del BCE, la tasa de crecimiento interanual de los precios de la vivienda en la zona del euro fue del 3 % en el segundo trimestre de 2016, frente al 2,7 % del trimestre anterior y al 2,2 % del último trimestre de 2015<sup>19</sup>. Esta evolución apunta a una continuación de la recuperación iniciada a principios de 2014, después de que el índice de precios de la vivienda alcanzara un mínimo (véase gráfico A). Las tasas de crecimiento interanual retornan a su promedio histórico<sup>20</sup>. En términos reales —ajustando los precios de la vivienda por el deflactor del PIB como medida de la inflación subyacente—, el crecimiento interanual de los precios reales de la vivienda ha evolucionado, de hecho, por encima del promedio histórico.

### Gráfico A

#### Precios nominales y reales de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Nota: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016.

**La evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro sigue siendo heterogénea entre países, pero las diferencias se van reduciendo.** Parece que la dispersión ha disminuido a lo largo del tiempo, reflejando la progresiva desaparición de ajustes y correcciones en los mercados de la vivienda de algunos países tras la crisis financiera de 2007-2008. Este estrechamiento de la dispersión es consecuencia no solo del hecho de que actualmente el número de países que han registrado tasas de crecimiento altas

<sup>19</sup> Según el Índice de Precios de la Vivienda (HPI) de Eurostat, publicado en octubre, los precios de la vivienda en la zona del euro se incrementaron un 2,9 % en términos interanuales en el segundo trimestre de 2016, habiendo registrado una ligera desaceleración con respecto al 3,1 % del primer trimestre. Aunque el HPI de Eurostat es similar, en líneas generales, al índice de precios de inmuebles residenciales del BCE, para algunos países de la zona del euro, el HPI se refiere a indicadores de países distintos.

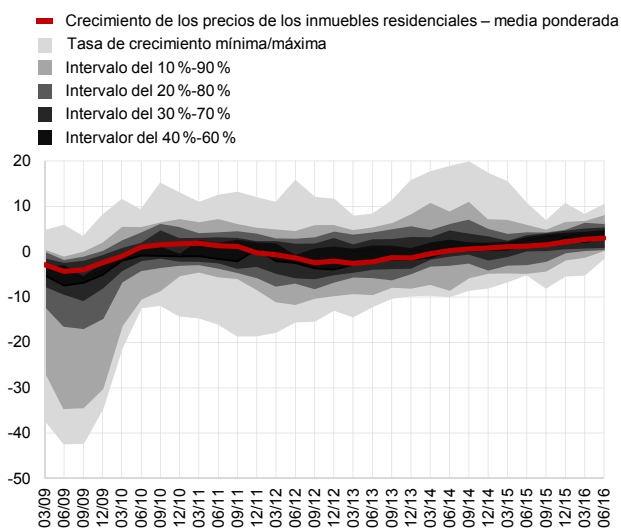
<sup>20</sup> El promedio se ha calculado a lo largo del período transcurrido desde 1999.

o bajas es menor que en el pasado, sino también de que el núcleo de la distribución de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales es más compacto (véase gráfico B). No obstante, el avance de los precios de la vivienda se está produciendo a distintos ritmos de crecimiento en los diferentes países. Al margen de la volatilidad a corto plazo del crecimiento de los precios de la vivienda, los países que desde principios de 2014 se han situado en el extremo superior del abanico de tasas medias de crecimiento interanual de los precios nominales de la vivienda son Alemania, Estonia, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal (véase gráfico C). En conjunto, este repunte se ve sustentado actualmente en el fuerte crecimiento registrado en países cuyo mercado de la vivienda no se derrumbó tras la crisis financiera (como Alemania y Austria), así como en países que sufrieron dicho desplome pero que, desde entonces, han experimentado correcciones que facilitan el avance de la recuperación (como Irlanda, España, Letonia y Lituania). Sin embargo, en Grecia, Italia y Chipre, el crecimiento medio se ha mantenido en valores negativos incluso desde 2014.

### Gráfico B

Dispersión entre países de las tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro a lo largo del tiempo

(tasas de variación interanual)



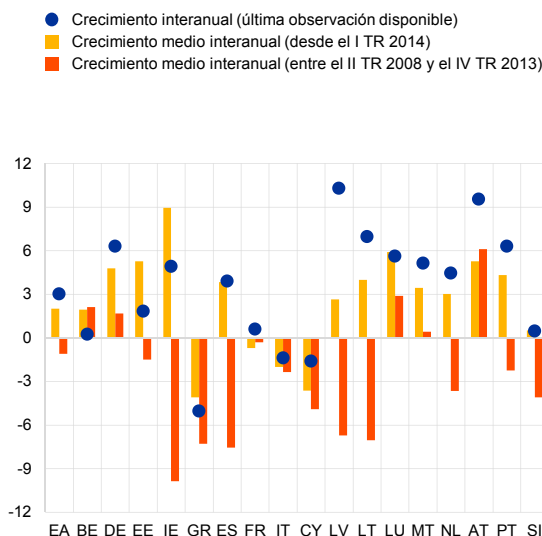
Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: Las zonas sombreadas indican la banda de tasas de crecimiento de los precios de la vivienda por país en un decil de crecimiento determinado. Los deciles se basan en las tasas de crecimiento de los precios de la vivienda en el trimestre correspondiente. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016 para todos los países, salvo en el caso de Grecia, Chipre y Lituania, que corresponde al primer trimestre de 2016.

### Gráfico C

Tasas de crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales en los países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Notas: La última observación corresponde al segundo trimestre de 2016 para todos los países, salvo en el caso de Grecia, Chipre y Lituania, que corresponde al primer trimestre de 2016. Los datos de la zona del euro (EA) están agregados y ponderados por el PIB.

**La actual recuperación lleva en marcha algo más de dos años y, por tanto, se encuentra aún en una fase bastante inicial.** Según los datos históricos, la duración media de los principales ciclos alcistas es de cerca de nueve años<sup>21</sup>.

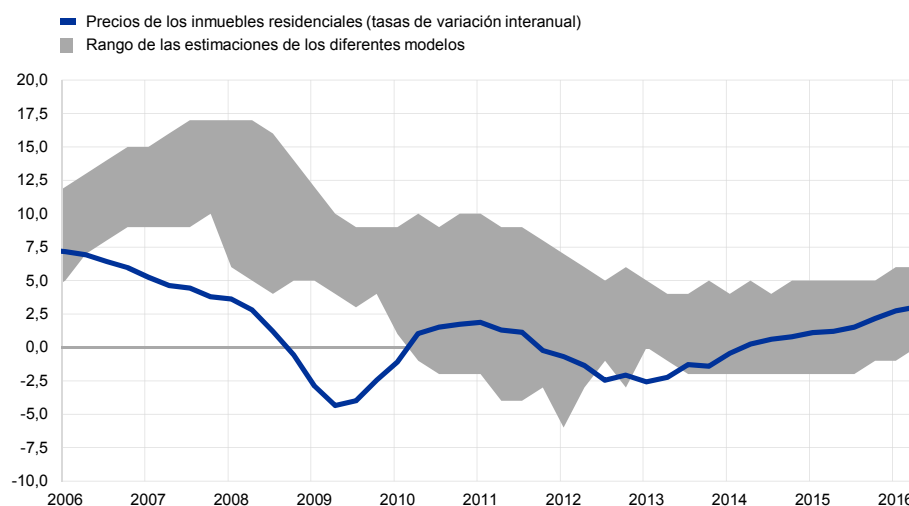
<sup>21</sup> Este cálculo aplica una metodología estándar para detectar máximos y mínimos en los precios reales de la vivienda. La identificación de máximos y mínimos utiliza el algoritmo «BBQ» de D. Harding y A. Pagan, «Dissecting the cycle: a methodological investigation», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n.º 2, 2002, pp. 365-381. Véase también el artículo titulado «La situación del ciclo de los precios de la vivienda en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2015.

Las fases alcistas de los ciclos de los precios de la vivienda se han terminado a menudo porque las expansiones desembocaron en intensos *booms* con valoraciones insostenibles. Las medidas de valoración aplicadas a los datos agregados para la zona del euro sugieren que, actualmente, los precios son acordes con los fundamentos económicos y no muestran señales del exceso observado en 2007, cuando concluyó la gran fase expansiva previa (véase gráfico D)<sup>22</sup>. Sin embargo, estos datos agregados no descartan valoraciones excesivas y las correspondientes vulnerabilidades a escala de país o regional, especialmente cuando la dinámica de los precios de la vivienda se combina con un fuerte crecimiento de las hipotecas y con un elevado apalancamiento. En el contexto actual de bajos rendimientos y de la correspondiente búsqueda continua de rentabilidad, estas vulnerabilidades deberían ser objeto de una atenta vigilancia<sup>23</sup>.

### Gráfico D

#### Estimación de la sobrevaloración (+) / infravaloración (-) de los precios de los inmuebles residenciales

(tasas de variación interanual; rango de las estimaciones de los diferentes modelos, en porcentaje)



Fuente: Cálculos del BCE basados en datos nacionales.

Nota: Las estimaciones se basan en cuatro métodos de valoración diferentes: la ratio precio/alquiler, la ratio precio/renta, el método de valoración de activos y un modelo basado en una ecuación de demanda invertida.

<sup>22</sup> Las valoraciones estimadas suelen estar rodeadas de una incertidumbre considerable y de grandes diferencias entre unos métodos y otros. Para más detalles, véanse el recuadro titulado «Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals», *Financial Stability Review*, BCE, junio de 2011, y el recuadro titulado «A model-based valuation metric for residential property markets», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre de 2015.

<sup>23</sup> Véase también *Financial Stability Review*, BCE, mayo de 2016.