

## Mercados

# Los precios de la vivienda en Europa se reactivan por el giro en la política monetaria

El inicio del proceso de normalización de la política monetaria por parte del BCE ha provocado una aceleración de los precios de la vivienda, especialmente en los mercados con un fuerte desajuste entre una oferta insuficiente y una demanda dinámica. Entre las economías en las que los precios reales han aumentado con más fuerza en el último año y medio, y cuyos mercados residenciales presentan indicadores de sobrevaloración más significativa, destacan Portugal, Bulgaria, Hungría, Países Bajos y Estonia. En contraste, los mercados de grandes economías como Alemania, Suecia, Francia y Luxemburgo siguen sobrevalorados, pero han corregido el fuerte crecimiento de precios que experimentaron en las décadas previas a la pandemia, reduciendo las señales de sobrecalentamiento.

## El precio de la vivienda vuelve a crecer en términos reales en la UE

La evolución del precio de la vivienda en el conjunto de la UE en el último lustro ha estado condicionada por la política monetaria. Una vez superadas las fases más restrictivas de la pandemia en 2020, el precio de la vivienda inició una pronunciada tendencia alcista, impulsado por la demanda embalsada, el ahorro forzoso, las nuevas necesidades habitacionales de la población y los bajos tipos de interés, de tal manera que el crecimiento interanual del precio de la vivienda alcanzó el 6% en términos reales en los primeros meses de 2022. A partir de julio de 2022, la agresiva subida de los tipos de interés por parte del BCE y del resto de bancos centrales de la región para hacer frente al aumento de la inflación provocó una corrección significativa del precio de la vivienda en la UE en términos reales (véase el gráfico de la página 19).

**La agresiva subida de los tipos de interés a partir de julio de 2022 por parte del BCE y del resto de bancos centrales para hacer frente al aumento de la inflación provocó una corrección significativa del precio de la vivienda en la UE**



Con el inicio del proceso de normalización de los tipos de interés a lo largo de 2024,<sup>9</sup> la demanda de vivienda se reactivó y el precio de la vivienda volvió a repuntar. Así, en el 2T 2024, otra vez se anotaron tasas interanuales levemente positivas en términos reales. En el balance del lustro 2020-2024, el precio de la vivienda para el conjunto de la UE se encuentra solamente un 2,0% por encima del 4T 2019 en términos reales, pero un 26% en términos nominales, reflejando la elevada inflación de este periodo.

Cabe señalar que existe una marcada heterogeneidad entre países. En el gráfico de la siguiente página comparamos la evolución del precio real de la vivienda respecto al 4T 2019 por países (barra gris), señalando el repunte de los precios tras la pandemia (círculo azul) y el mínimo alcanzado como respuesta a la subida de tipos de interés a partir de la segunda mitad de 2022 (triángulo rojo). Los países están ordenados según el incremento acumulado respecto al 4T 2019 (el último dato disponible es el 3T 2024). De esta manera, es posible establecer tres grandes grupos de países según el comportamiento de sus precios reales.

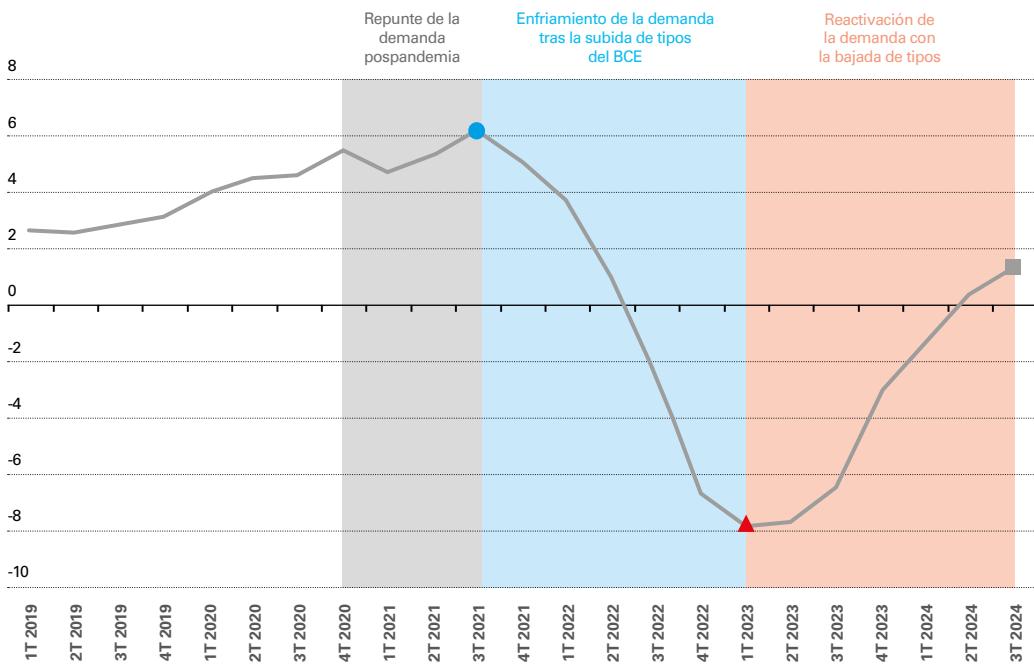
<sup>9</sup> El BCE ha recortado los tipos de interés en seis ocasiones desde 2024, de tal manera que el tipo de referencia depo a cierre de este informe se sitúa en el 2,50%, frente al 4,0% en que cerraba 2023. Para un análisis más en profundidad de nuestras perspectivas de política monetaria en la región para los próximos meses, consultar el Observatorio de Bancos Centrales.

**Con el inicio del proceso de normalización de los tipos de interés a lo largo de 2024, la demanda de vivienda se reactivó y el precio de la vivienda volvió a repuntar**

## El precio de la vivienda se reactiva tras la bajada de tipos del BCE

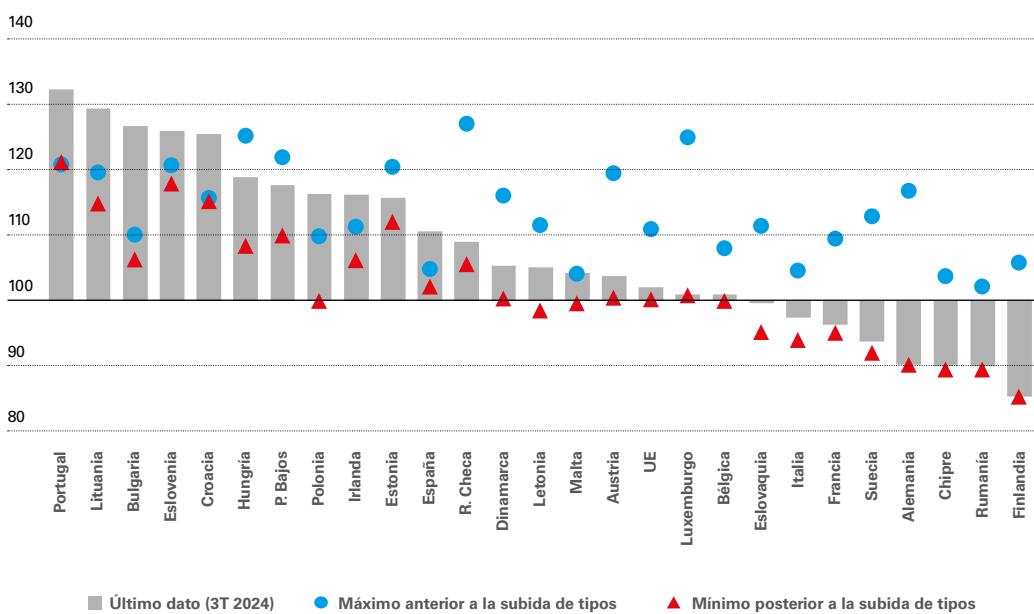
### Precio real de la vivienda en la UE

Variación interanual (%)



### Precio real de la vivienda en las principales economías de la UE

Índice (100 = 4T 2019)



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

En primer lugar, a la izquierda del gráfico, podemos diferenciar un grupo de países en los que la vivienda se ha revalorizado con más fuerza desde el 4T 2019, y que superan en muchos casos los máximos anteriores a la subida de tipos de interés. Entre ellos destacan Portugal, Lituania, Bulgaria, Eslovenia y Croacia, con un crecimiento del precio real de la vivienda acumulado entre el 4T 2019 y el 3T 2024 superior al 25%.



## Inmobiliario

### Portugal, Lituania, Bulgaria, Eslovenia y Croacia son las economías que han experimentado un mayor crecimiento en los precios de la vivienda desde la pandemia

En la situación contraria se encuentra un segundo grupo de países, representados más a la derecha del gráfico, entre los que destacan Finlandia, Alemania, Suecia, Francia e Italia, unos mercados residenciales mucho más grandes y relevantes para el conjunto de la región. Se trata de economías cuyos precios se mantienen en torno a los mínimos registrados tras la subida de tipos de interés de 2022-2023. Excluyendo el caso de Italia, son mercados en los que la vivienda se había venido revalorizando de forma significativa tras la década anterior a la pandemia y cuyos precios se han corregido de forma notable a raíz de la subida de tipos de 2022. En consecuencia, la alerta por la fuerte revalorización de la vivienda se está moderando. Un ejemplo claro es el de Alemania, donde el precio de la vivienda real registró un aumento del 17% en dos años (entre el 4T 2019 y el 4T 2021), pero luego bajó un 23% hasta el 3T 2024. En balance del lustro, el precio de la vivienda real en Alemania ha descendido cerca de un 10%.

Finalmente, el grueso de las economías de la UE (entre ellas la española) se halla en una situación intermedia, con unos precios creciendo con fuerza tras la relajación de las condiciones monetarias, pero con un aumento acumulado desde el 4T 2019 moderado. En este grupo intermedio también se encuentran algunos mercados residenciales que han llevado a cabo una importante corrección tras la fuerte revalorización de la vivienda en períodos anteriores, tales como los de la República Checa, Estonia, Austria o Luxemburgo, donde los precios habían crecido un 20%-30% desde 2019. Aun así, como veremos a continuación, el BCE señala que más de tres cuartas partes de los mercados residenciales de la UE están sobrevalorados.



## El BCE señala que el 80% de los mercados residenciales de la UE están sobrevalorados

El BCE publica trimestralmente sus estimaciones de sobrevaloración e infravaloración de los precios residenciales en las economías de la UE, basándose en cuatro métodos de valoración diferentes: la relación precio-alquiler, la relación precio-ingreso y dos técnicas basadas en modelos.<sup>10</sup>

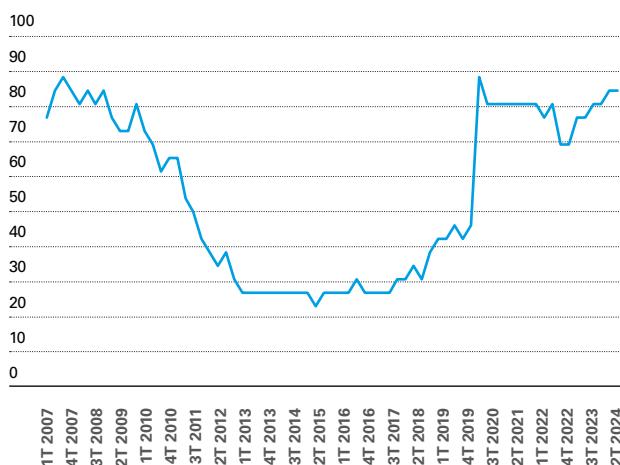
Según estas estimaciones, más del 80% de las economías de la región presentan en la actualidad un mercado residencial sobrevalorado. Tras el auge inmobiliario de mediados de los años 2000, la crisis financiera global primero y la crisis de deuda soberana en Europa después redujeron drásticamente el porcentaje de mercados residenciales sobrevalorados, situándolo en apenas un 20%-30%. Sin embargo, desde 2018, los mercados de la región han vuelto a registrar fuertes revalorizaciones. Excluyendo el inusual repunte de 2020, influido por los efectos de la pandemia, el número de mercados residenciales sobrevalorados ha vuelto a alcanzar niveles similares a los de mediados de los 2000.

Luxemburgo, Estonia, Grecia y Portugal son las economías con unos mercados residenciales más sobrevalorados (entre un 20% y un 30%). Por el contrario, Rumanía, Finlandia, Italia, Chipre e Irlanda serían los únicos mercados que, en la actualidad, estarían infravalorados, según las estimaciones del BCE.

<sup>10</sup> Para realizar los análisis de este artículo se ha optado por la valoración media de esos cuatro métodos. Para más detalles de las estimaciones de sobre/infra valoración del BCE, véase el Recuadro 3 en el *Financial Stability Review* del BCE (junio de 2011) y/o el Recuadro 3 en el *Financial Stability Review* del BCE (noviembre de 2015).

### Economías de la UE con un mercado residencial sobrevalorado

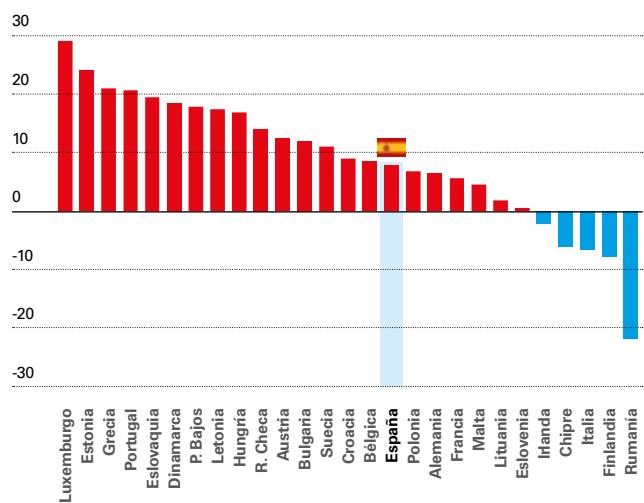
(% sobre el total de países)



### Sobre/infra valoración del mercado residencial en países de la UE

Desviación respecto a la media de largo plazo (%).

Promedio de 12 meses hasta el 3T 2024



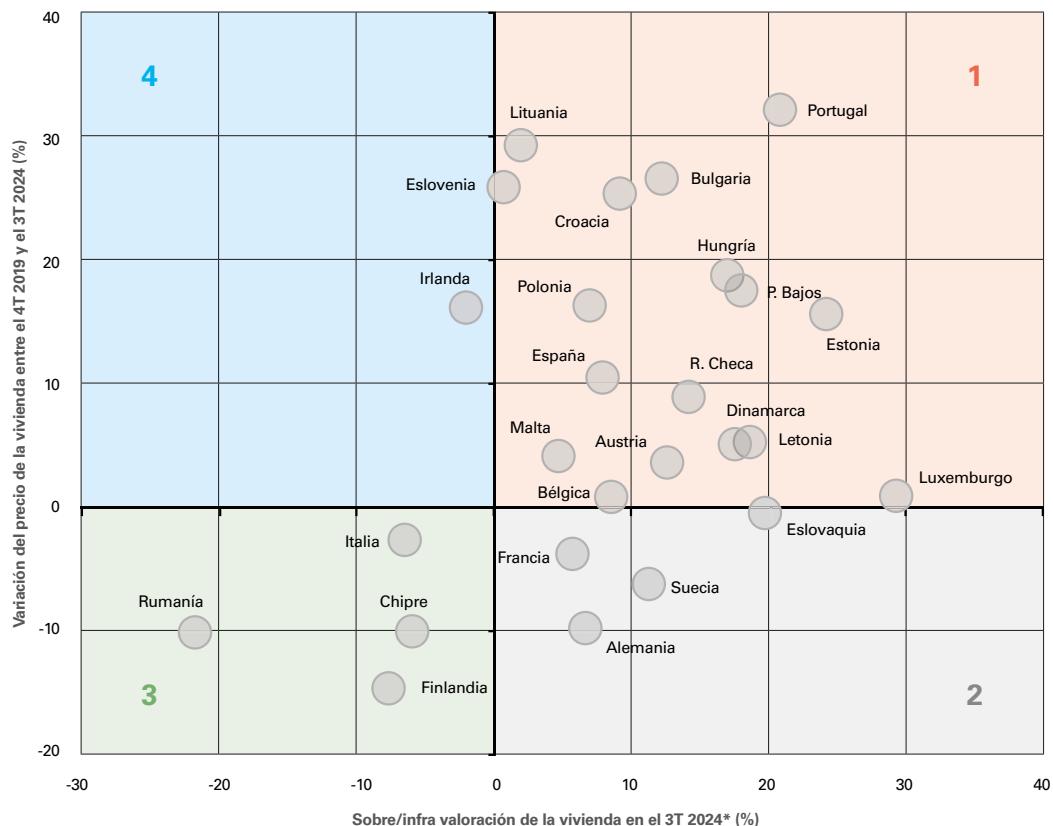
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

**Luxemburgo, Estonia, Grecia y Portugal son los mercados residenciales de la región que ofrecen más señales de sobrecaleamiento en la actualidad según el BCE**



Si comparamos estas medidas de sobrevaloración o infravaloración con la evolución reciente de los precios de la vivienda, podemos obtener conclusiones relevantes sobre la situación actual de los mercados residenciales. El siguiente gráfico resume esta información y permite identificar cuatro grandes grupos de países.

## Crecimiento reciente en los precios y medidas de sobre/infra valoración



Nota: Los datos de sobre/infra valoración son el promedio de cuatro trimestres hasta el 3T 2024.

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

El cuadrante 1 agrupa los mercados residenciales con los mayores incrementos de precios desde el 4T 2019, así como los más sobrevalorados según las métricas del BCE. Destacan los casos de Portugal, Bulgaria, Hungría, Países Bajos y Estonia. En este grupo también se encuentra el mercado español, aunque sin sobresalir ni por el crecimiento de los precios ni por su nivel de sobrevaloración, al situarse más cerca del origen de coordenadas del gráfico.

En el extremo opuesto, el cuadrante 3 agrupa los países donde los precios de la vivienda han disminuido desde el inicio de la pandemia y cuyos mercados, según las estimaciones del BCE, están infravalorados. En este grupo se encuentran Finlandia, Rumanía, Chipre e Italia.

En una posición intermedia se encuentran los países ubicados en **los otros dos cuadrantes**. En el cuadrante 2 figuran Alemania, Suecia, Francia y Luxemburgo,<sup>11</sup> mercados donde los precios aumentaron significativamente en la prepandemia y que, según el BCE, están sobrevalorados. Sin embargo, sus precios se han corregido recientemente y se sitúan por debajo de los niveles del 4T 2019. Por último, en el cuadrante 4 aparece únicamente Irlanda, un país en el que los precios están creciendo con fuerza, aunque el BCE considera que su mercado sigue infravalorado.

### ¿Qué economías europeas presentan un riesgo sistémico asociado a su mercado residencial?

Una vez observado el comportamiento reciente de los precios y las métricas de valoración, es necesario un último análisis para distinguir qué economías han recibido alertas de riesgo sistémico recientemente a causa del comportamiento de su mercado residencial, y valorar si las políticas macroprudenciales puestas en marcha hasta el momento han surtido algún efecto.

La sobrevaloración de determinados mercados residenciales europeos en los últimos años ha encendido algunas alertas. En Europa, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) es la encargada de la supervisión macroprudencial en la región desde la crisis financiera de 2008.<sup>12</sup> Este organismo no solo monitoriza el comportamiento de los precios de la vivienda, sino que también tiene en cuenta el endeudamiento de los hogares, la capacidad de estos para hacer frente al pago de sus hipotecas, el crecimiento del crédito y la relajación de los estándares de concesión de préstamos.

La tabla que se reproduce en la página 25 trata de recoger de forma resumida esa valoración del riesgo sistémico por parte de la JERS, cuán apropiadas son las políticas macroprudenciales puestas en marcha por estos países hasta ahora y, por último, cómo se están comportando los precios en la actualidad.

**Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia son las economías de la región con mayor riesgo sistémico asociado a su mercado residencial según la JERS**

<sup>11</sup>Aunque Luxemburgo aparece en el cuadrante 1, se incluye también en este grupo: se trata del mercado residencial más sobrevalorado de la UE, pero los precios se han venido corrigiendo de forma significativa en los últimos años y, desde el 4T 2019, apenas han crecido un 0,5% real.

<sup>12</sup>La JERS es una institución de la UE encargada de la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE. Fue creada en 2010 tras la crisis financiera de 2008 para identificar y mitigar riesgos sistémicos que puedan afectar la estabilidad financiera en Europa. Para ello, la JERS supervisa y evalúa riesgos en el sistema financiero; emite advertencias y recomendaciones a gobiernos, bancos centrales y reguladores nacionales; y propone medidas para fortalecer la estabilidad financiera en la UE. La JERS no tiene poder coercitivo, pero sus advertencias y recomendaciones ejercen una fuerte influencia en la política económica y regulatoria en la UE.





## Inmobiliario



En su última evaluación de 2023, la JERS identificó a Dinamarca, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia como las economías con mayor riesgo sistémico en la región. De hecho, el organismo ya había emitido una señal de alerta para estos países en 2016. Entre ellos, el caso más preocupante es el de los Países Bajos, debido al fuerte crecimiento reciente de sus precios (+17% desde el 4T 2019, aunque no están en máximos) y a su posición como uno de los mercados más sobrevalorados de la región (un 18%). Además, la JERS considera insuficientes las medidas macroprudenciales que el país ha adoptado hasta el momento. En contraste, el resto de los países bajo alerta no presentan actualmente un aumento significativo en los precios reales de la vivienda ni una sobrevaloración excesiva de sus mercados, lo que sugiere que ya han comenzado a corregir sus desequilibrios.

En el otro extremo se encuentran economías como Chipre, Grecia, Italia, Letonia, Rumanía y España, donde la JERS considera que el riesgo sistémico es bajo y que, en los casos en los que se han aplicado, las políticas macroprudenciales son adecuadas y suficientes. Además, ninguno de estos países destaca por una aceleración significativa de los precios de la vivienda ni por contar con mercados residenciales especialmente sobrevalorados.

**Portugal, Bulgaria, Hungría y Estonia aún no han recibido alertas, pero el comportamiento actual de sus mercados residenciales exige una especial monitorización**

Por último, existen algunas economías en la región que requerirán un seguimiento continuo en los próximos años. Portugal, Bulgaria, Hungría y Estonia son consideradas por la JERS como economías de riesgo sistémico medio, con políticas macroprudenciales que, hasta ahora, han sido adecuadas y suficientes. No obstante, en los últimos trimestres se ha acelerado el crecimiento de los precios de la vivienda y sus mercados residenciales ya se consideran especialmente sobrevalorados según las estimaciones del BCE.

## Valoración del riesgo y de las políticas macroprudenciales

	Valoración del riesgo en 2023	Valoración de políticas		Precio de la vivienda	
		apropiadas	suficientes	en máximos	sobrevalorado
 Alemania	Medio	Parcialmente	Parcialmente	No	Sí
 Austria	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Bélgica	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Bulgaria	Medio	Parcialmente	Parcialmente	Sí	Sí
 Chipre	Bajo	Sí	Sí	No	No
 Croacia	Medio	Parcialmente	Parcialmente	Sí	Sí
 Dinamarca	Elevado	Parcialmente	Parcialmente	No	Sí
 Eslovenia	Medio	Sí	Sí	Sí	Sí
 España	Bajo	Sí	Sí	No	Sí
 Estonia	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Finlandia	Medio	Sí	Sí	No	No
 Francia	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Grecia	Bajo	Sí	Sí	No	Sí
 Hungría	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Irlanda	Medio	Sí	Sí	No	No
 Italia	Bajo	Sí	Sí	No	No
 Letonia	Bajo	Sí	Sí	No	Sí
 Lituania	Medio	Sí	Sí	Sí	Sí
 Luxemburgo	Elevado	Parcialmente	Parcialmente	No	Sí
 Malta	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Países Bajos	Elevado	Sí	Parcialmente	No	Sí
 Polonia	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Portugal	Medio	Sí	Sí	Sí	Sí
 R. Checa	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 R. Eslovaquia	Medio	Sí	Sí	No	Sí
 Rumanía	Bajo	Sí	Sí	No	No
 Suecia	Elevado	Sí	Parcialmente	No	Sí

Nota: Medidas de política macroprudencial anunciadas hasta noviembre de 2023.

Fuente: CaixaBank Research, a partir del informe de la JERS «Follow-up report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries», febrero de 2024.