

Evolución del precio de la vivienda en un contexto internacional

Diciembre 2023

Mensajes principales



Objetivo del documento

Este documento tiene como objetivo mostrar las principales causas detrás del menor crecimiento del precio de la vivienda en España, y la mayor parte de sus comunidades autónomas, frente a lo observado en otras economías desarrolladas que han enfrentado el mismo escenario macroeconómico.



Componente cíclico y tendencial

El análisis se lleva a cabo para un amplio conjunto de países, además de, en el caso de España. La obtención de la brecha de precios respecto al nivel de equilibrio se realiza incorporando en un modelo econométrico la parte tendencial y cíclica de la mayoría de las variables. Para otras, sobre todos las demográficas, no se lleva a cabo esta descomposición.



Brecha de precios

La brecha del precio se obtiene a través de la diferencia del precio observado y el nivel de equilibrio o precio tendencial. Cuando el primero es superior al segundo, se dice que el precio está sobrevalorado. Dichas brechas están explicadas por la parte cíclica de algunas variables como el PIB por hogar, el crédito bancario, la tasa de paro y el tipo de interés.

Mensajes principales. Modelo de precios, muestra global



Antes de 2007:
PIB, crédito y tipos

Los resultados obtenidos indican que los factores que explican la brecha del precio de la vivienda han cambiado a lo largo de los años. **Antes de 2007, la mayor parte de la sobrevaloración del precio de la vivienda podía explicarse por la actividad económica, el crédito bancario y los tipos de interés reales.**



Entre 2008 y 2019:
población joven y cualificada

Entre 2008 y 2013 el PIB y los tipos de interés pierden relevancia, se mantiene el crédito y comienza a **ganar importancia el peso de la población de alta cualificación**, una variable que puede relacionarse con el crecimiento económico y la mayor productividad. **Entre 2014 y 2019, la población en edad de demandar vivienda** se convierte en el determinante que consigue explicar una mayor parte del desequilibrio del precio de la vivienda.



Desde 2020:
población urbana, joven y teletrabajo

Desde 2020, tres son los factores que explicarían la mayor parte de la sobrevaloración en algunos países desarrollados. El crecimiento de la **población en edad de demandar vivienda (25-44 años)**. La **variación del peso de la población urbana**. Y, la proporción de puestos de trabajo que podrían desempeñar su actividad a través del **teletrabajo**. La demanda por mejora de vivienda, por el cambio de preferencias de los hogares, han sido los principales factores de demanda tras la COVID-19.



Tipos de interés favorables

Todo ello en un **contexto financiero favorable**. Los tipos de interés, que se han situado en niveles relativamente bajos en estos años, también estarían explicando una parte de la sobrevaloración del precio de la vivienda entre 2020 y 2022.



Precio en torno al equilibrio en España

Los elevados crecimientos del precio de la vivienda en algunos países antes, durante y tras la pandemia han generado **sobrevaloraciones relevantes**. **Este es el caso de países como Luxemburgo, Suecia, Islandia y Noruega**, y también de otros países no europeos. **En España, el precio de la vivienda muestra un comportamiento en línea con la evolución de sus fundamentales durante los últimos años, aunque sí se detectan desequilibrios en algunas regiones.**

Mensajes principales. Modelo de precios, comunidades autónomas en España



Elevada heterogeneidad

El precio de la vivienda en España exhibe una elevada heterogeneidad entre comunidades autónomas. Aunque en todas el precio en 2022 era mayor al mínimo alcanzado entre 2013 y 2014, tan sólo en Baleares el precio es mayor que el máximo de 2008. En Madrid es todavía en torno a un 5% inferior al máximo de aquel año y en Cataluña y Canarias en torno al 10% inferior.



Puede haber una sobrevaloración moderada en algunas CC. AA.

Tras la pandemia el precio de la vivienda ha evolucionado de manera muy desigual en las regiones españolas y aunque en la mayoría está en torno al equilibrio o por debajo, hay algunas regiones donde podría situarse algo por encima del nivel de equilibrio estimado. **Baleares, Madrid, Canarias y Cataluña son comunidades donde más alto estaba el precio en 2022 respecto a su comportamiento tendencial.**



Empleo, stock per cápita y jóvenes

Hay varios factores que explican este comportamiento diferencial, atendiendo al modelo de precios residencial elaborado por BBVA Research en 2020. El **crecimiento del empleo** parece haber sido más intenso en estas comunidades autónomas. El **stock de vivienda per cápita** es más bajo en las regiones con mayores crecimiento de precios. La **población en edad de demandar vivienda**, entre 25 y 44 años, ha crecido significativamente menos en estas comunidades.

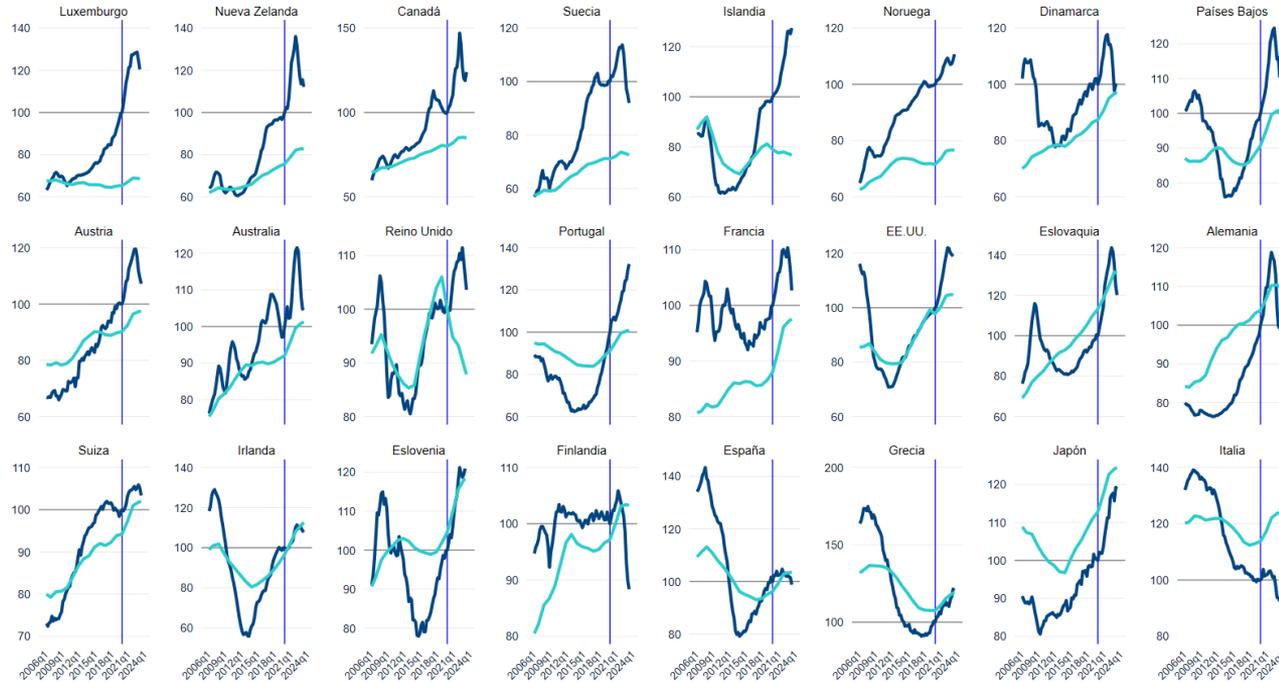
01

Muestra global

Los precios reales han crecido fuertemente, por encima del equilibrio, desde 2019 en el norte de Europa y en países de la anglo-esfera, pero no en España

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES VS EQUILIBRIO ESTIMADO

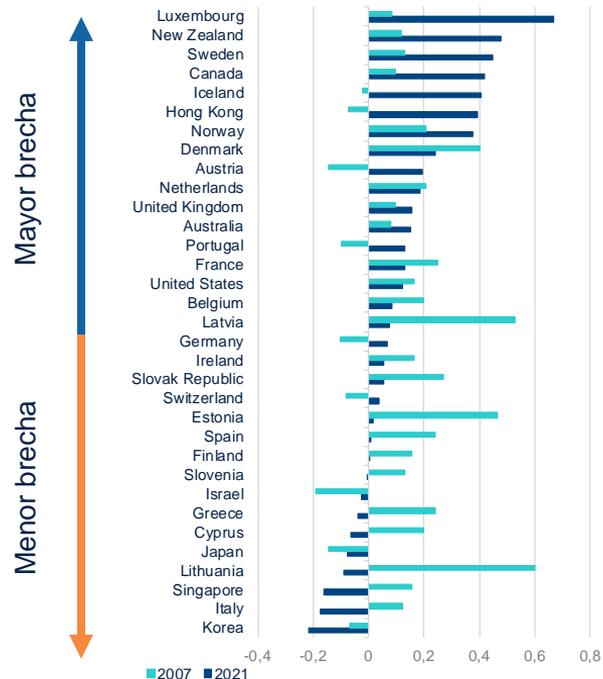
(2019T4=100)



El precio de la vivienda en España no muestra desequilibrio

Los mercados del norte de Europa muestran una mayor sobrevaloración de la vivienda

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES (DESVIACIÓN RESPECTO AL EQUILIBRIO, EN LOGARITMOS)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- El modelo desarrollado por BBVA Research nos permite calcular el **diferencial del precio de la vivienda, en términos reales, respecto a un nivel de equilibrio** ([véase la especificación del modelo en el Anexo](#)).
- En Europa, **el mayor desequilibrio se observa en países localizados en el norte del continente**. Son economías que no mostraron un elevado desequilibrio en 2007: Luxemburgo, Suecia, Islandia, Noruega, Dinamarca, Austria, Países Bajos y Reino Unido.
- En España el nivel de precios está **prácticamente en equilibrio**, una situación muy distinta a la de 2007.

La brecha respecto al equilibrio estimada no puede explicarse fácilmente

Se detecta correlación entre la brecha actual y algunas variables como el crédito hipotecario, la población en edad de demandar y el teletrabajo



La estrategia del análisis consiste en **reevaluar la correlación de distintas variables con los episodios más conocidos de burbujas de precios**, para intentar descubrir cuáles pueden estar más relacionadas con el desequilibrio reciente.

A pesar de que las variables incluidas en el modelo no explican el desequilibrio actual, es posible que la relación histórica no capte adecuadamente la situación más reciente o los episodios de crecimiento excesivo. Por ello, puede ser valioso **evaluar la correlación más reciente**.

También **se considera relevante explorar otras variables** que no están incluidas en el modelo y que pueden estar siendo importantes actualmente.

Variables tradicionales que condicionan la evolución del precio de la vivienda



VARIABLES DEL MODELO



▶ RENTA DEL HOGAR



▶ CRÉDITO BANCARIO



▶ TASA DE PARO



▶ TIPO DE INTERÉS



▶ POBLACIÓN EN EDAD DE DEMANDAR VIVIENDA (25-44 AÑOS)



▶ PESO DE LA POBLACIÓN URBANA

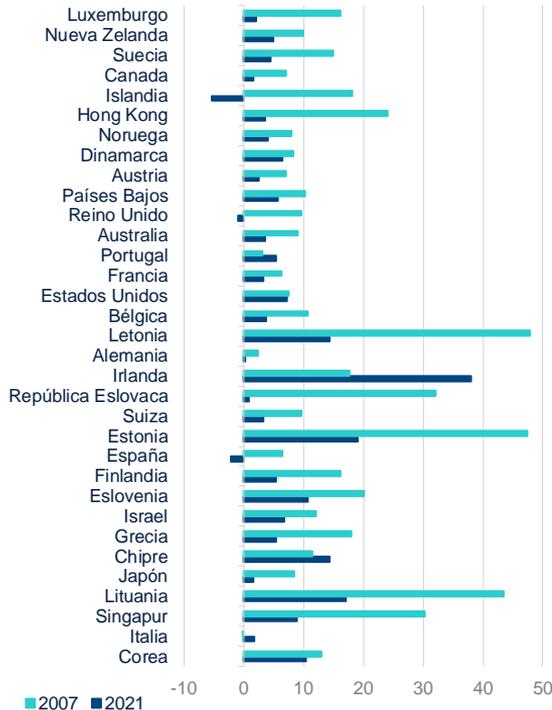
- Las variables explicativas del modelo tienen en cuenta la **renta del hogar**, la **situación financiera** y las **características demográficas del país**.
- Además, en los últimos años, la pandemia ha condicionado la evolución del mercado inmobiliario. Así, la **implantación del teletrabajo** ha sido uno de los motivos por los que ha aumentado la demanda residencial. En este sentido, se ha considerado también la capacidad de establecer teletrabajo en cada uno de los países.

Renta del hogar

No refleja un patrón definido

PIB PER CÁPITA

(%, VARIACIÓN RESPECTO A CINCO AÑOS ANTERIORES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

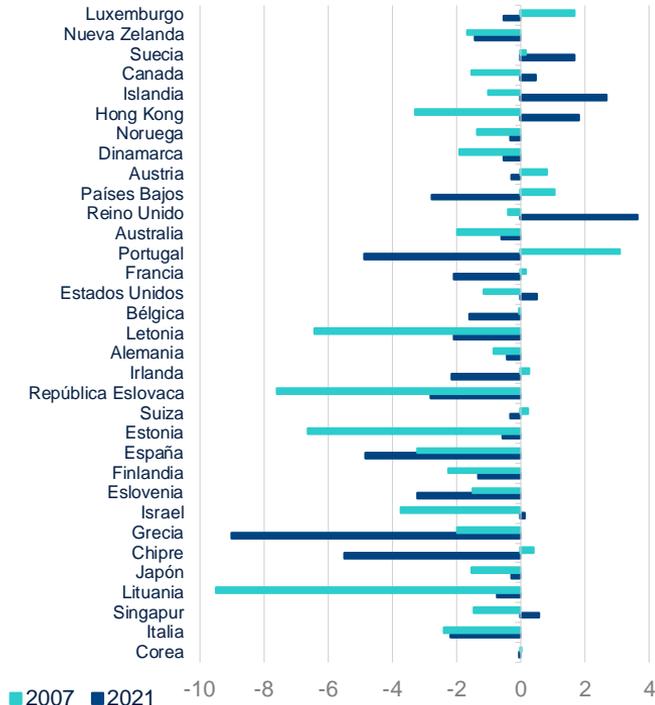
- Ordenando los países por grado de sobrevaloración, **no se aprecia un comportamiento diferencial de la evolución del PIB per cápita** entre aquellos donde más ha subido el precio de la vivienda y aquellos donde menos lo ha hecho.
- En la mayoría de las economías el PIB per cápita ha crecido menos que en 2007, respecto a 2002, aunque la sobrevaloración de la vivienda fuera más destacada en 2021.
- Por ejemplo, en 2021 el PIB per cápita creció con mucha más fuerza en países como Grecia, Eslovenia o Lituania, donde el precio de la vivienda estaba en equilibrio, o por debajo de ese nivel, que en buena parte de países con sobrevaloración de la vivienda.

Tasa de paro

No refleja un patrón definido

TASA DE PARO

(%, VARIACIÓN RESPECTO A CINCO AÑOS ANTERIORES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

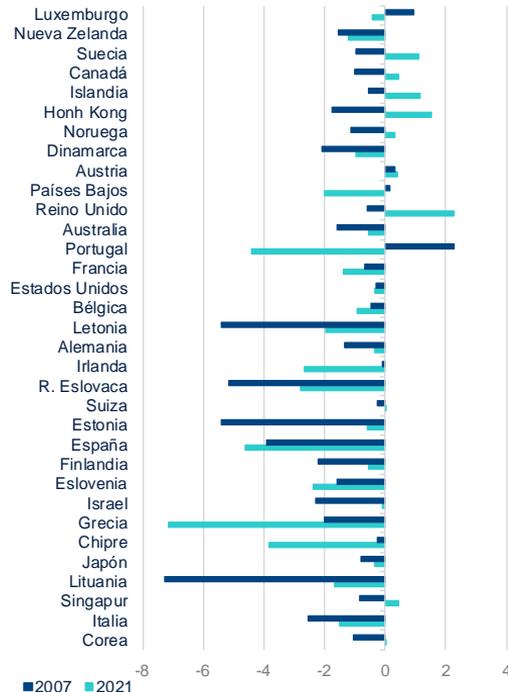
- La correlación entre la tasa de paro y la renta del hogar está estrechamente relacionada. Al igual que sucedía con la renta de los hogares, la tasa de paro no muestra una correlación clara con el nivel de desequilibrio del precio de la vivienda.
- Hay países donde el precio es mucho más alto que su nivel de equilibrio como Suecia Islandia o Reino Unido y el aumento del paro entre 2017 y 2021 ha sido notable.
- Sin embargo, en países como España e Italia, donde le paro se ha contraído significativamente, el precio está en torno al equilibrio o por debajo de ese nivel.

Tasa de paro

No refleja un patrón definido

TASA DE PARO

(DESVIACIÓN RESPECTO A LA MEDIA MOVIL 10 AÑOS)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

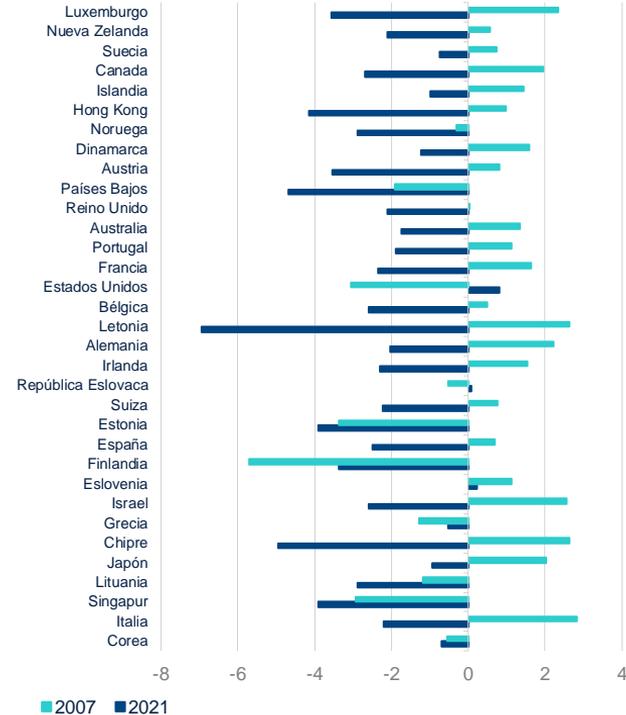
- La desviación de la tasa de paro respecto a la media móvil de 10 años tampoco refleja un comportamiento diferencial entre aquellas economías donde más creció el precio de la vivienda y las que registraron una menor revalorización de la vivienda.
- Lo que si se aprecia es que, en la mayoría de las economías la tasa de paro en 2007 era más baja que de la media de los diez años anteriores que en 2021.
- Precisamente España y el resto de países del sur de Europa son unas de las excepciones, ya que, respecto a la media de los 10 años previos, el diferencial de la tasa de paro en 2021 era más baja que en 2007.

Tipo de interés en términos reales

No refleja un patrón definido

TIPO DE INTERÉS REAL

(%, VARIACIÓN RESPECTO A CINCO AÑOS ANTERIORES)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

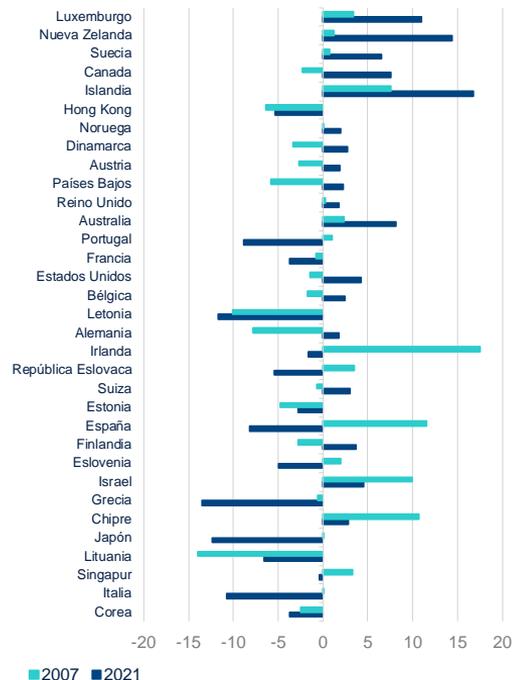
- La política monetaria ha sido favorable para el sector inmobiliario desde el inicio de la recuperación de la Gran Recesión hasta la primera mitad de 2022.
- En este periodo los tipos de interés han permanecido en cotas relativamente bajas en todas las economías, sobre todo en aquellas ligadas a la zona del euro.
- Al contrario de lo que sucedió en el pico del boom anterior, los tipos de interés reales han retrocedido entre 2017 y 2021 en la mayoría de las economías, favoreciendo la inversión.

Población en edad de demandar vivienda

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

POBLACIÓN ENRE 25 Y 44 AÑOS

(%, VARIACIÓN RESPECTO A HACE CINCO AÑOS)



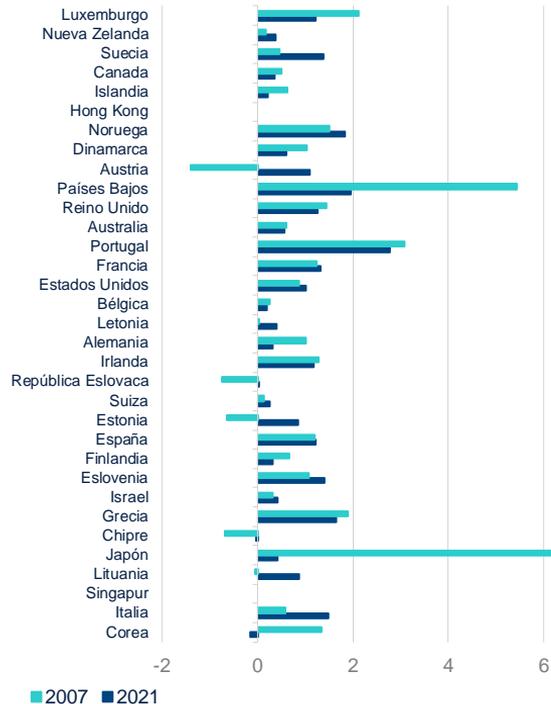
- La composición de la demografía sí parece tener alguna relación con la variación del precio de la vivienda en los últimos años.
- Precisamente, aquellos países con una evolución más favorable de la población en edad de demandar viviendas, entre 25 y 44 años, son los que han registrado un mayor sobrevaloración de la vivienda.
- En los países donde menos ha crecido el precio, es donde peor evolución ha registrado este grupo poblacional.

Población residente en zona urbana

Sin relación clara con el crecimiento de precios

POBLACIÓN URBANA

(%, VARIACIÓN RESPECTO A HACE CINCO AÑOS)



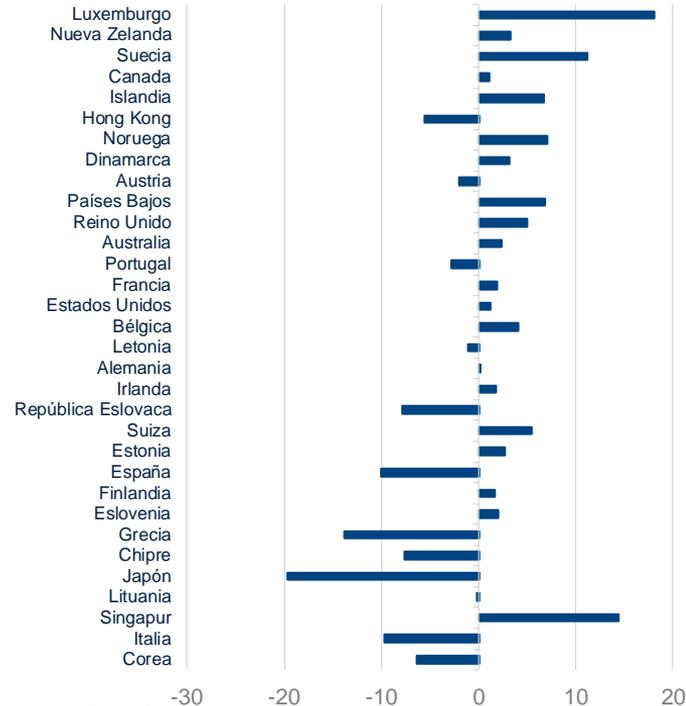
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- Mientras la población joven si parece mostrar una relación positiva con el crecimiento del precio de la vivienda en este último ciclo, la proporción de población urbana de los países no parece ser un determinante claro del incremento del precio tras la pandemia.
- El cambio de preferencias que ha experimentado la demanda en estos años es compatible con este hecho, ya que parte de la demanda se ha decantado por comprar vivienda fuera de los grandes núcleos urbanos.
- La proliferación del teletrabajo ha contribuido al fomento de la demanda de vivienda en otras ubicaciones diferentes a las grandes ciudades.

Teletrabajo

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

TRABAJADORES CON OPCIÓN A TELETRABAJAR 2021 (% RESPECTO AL TOTAL)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

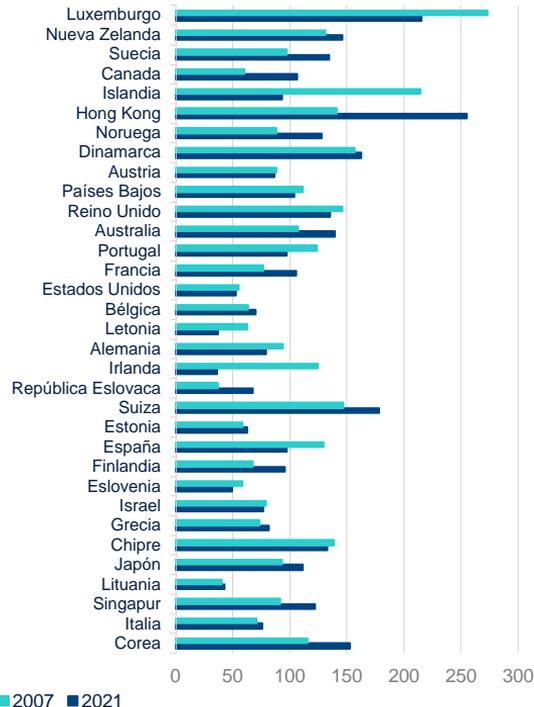
- Desde la irrupción de la pandemia, el teletrabajo ha sido una modalidad laboral que ha tomado auge en las empresas de los diferentes países. Si bien, no en todos los sectores se puede teletrabajar. Así, es más plausible hacerlo en las economías más terciarizadas que en aquellas donde el sector industrial tiene más relevancia.
- En este sentido, es precisamente en las economías con una mayor proporción de empleados susceptibles de teletrabajar donde se han producido las mayores subidas de precio tras la pandemia.
- El teletrabajo ha supuesto una mayor demanda de vivienda, por reposición o como segunda residencia en muchos países.

Crédito bancario

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

CRÉDITO BANCARIO

(% SOBRE PIB)



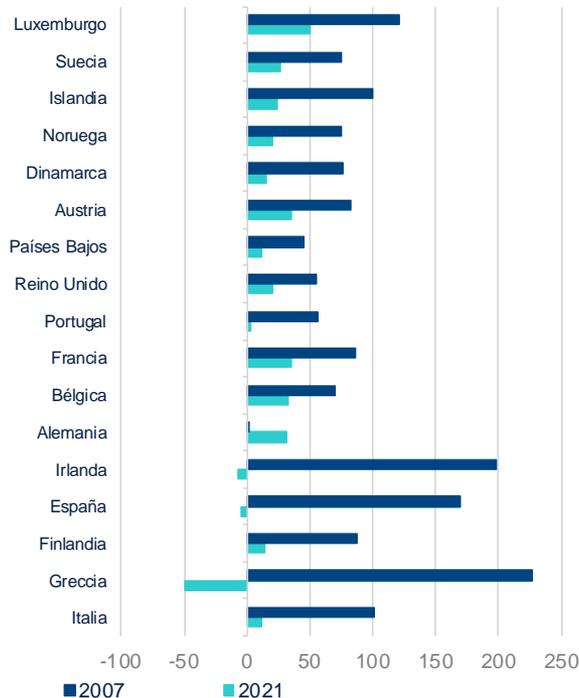
- Se aprecia una **relación positiva** entre el grado de **sobrevaloración** de la vivienda y el nivel de **crédito bancario sobre PIB**.
- Aquellos países donde más ha crecido el **precio de la vivienda** en los últimos años, se aprecia un **mayor nivel de crédito bancario** en términos de PIB.
- Los **bajos tipos de interés** han propiciado el **crecimiento del crédito bancario**, el cual ha sido el **vehículo** que han utilizado muchos hogares para comprar una vivienda.

Crédito hipotecario

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

STOCK DE CRÉDITO HIPOTECARIO

(%, VARIACIÓN RESPECTO A HACE CINCO AÑOS)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

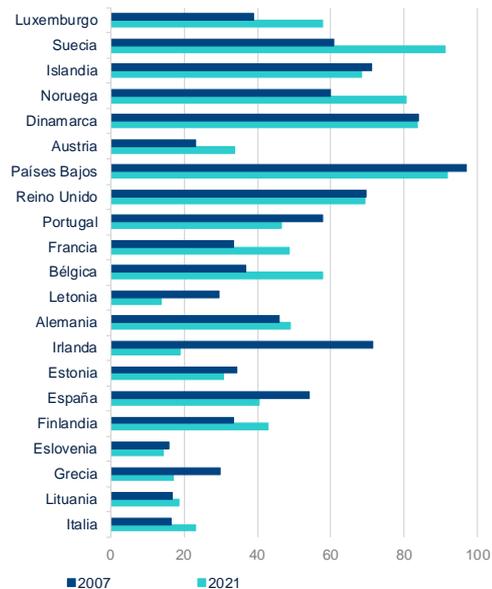
- El crecimiento del crédito hipotecario entre 2017 y 2021 ha sido menos intenso que el registrado en el anterior boom (2002-2007) en todos los países analizados.
- En aquellos países donde mayor es la diferencia positiva entre el precio de la vivienda y su nivel de equilibrio más ha crecido el stock de crédito hipotecario.
- En países como España e Irlanda, donde el precio está más próximo al nivel de equilibrio, el stock de crédito hipotecario habría disminuido. Por el contrario, en Luxemburgo, Suecia e Islandia, tres de los que muestran mayor revalorizaciones de la vivienda, el stock de crédito hipotecario subió significativamente.

Crédito hipotecario

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

STOCK DE CRÉDITO HIPOTECARIO

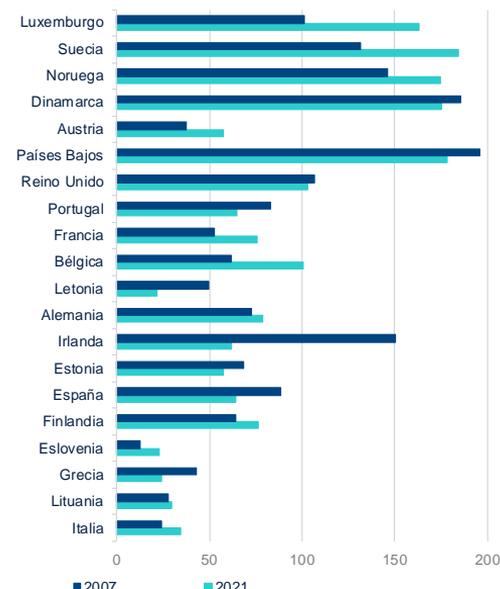
(% RESPECTO AL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

STOCK DE CRÉDITO HIPOTECARIO

(% RESPECTO A LA RENTA DISPONIBLE)



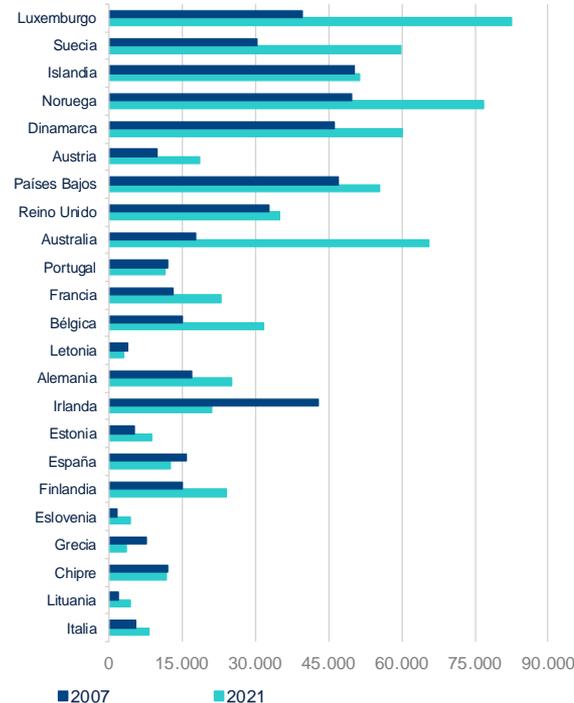
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

La relación positiva de la evolución del precio de la vivienda y el crédito hipotecario también se aprecia en las ratios del stock de crédito respecto al PIB y a la renta disponible de los hogares. Las ratios son mucho más elevadas en los países donde mayor sobrevaloración alcanzaron las viviendas.

Crédito hipotecario

Relación positiva con el mayor crecimiento de precios

STOCK DE CRÉDITO HIPOTECARIO PER CÁPITA (EUROS POR HABITANTE MAYOR DE 18 AÑOS)



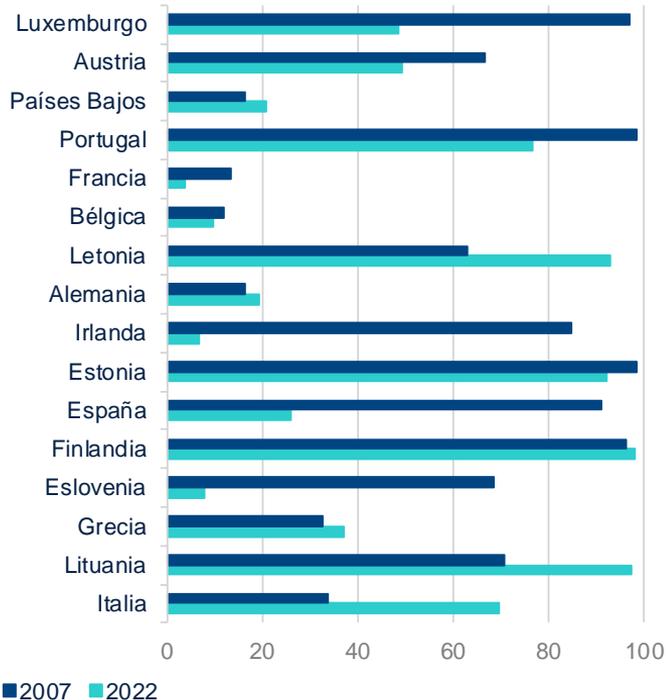
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- En términos per cápita la relación positiva entre el stock de crédito hipotecario y el nivel de sobrevaloración de la vivienda es más patente.
- El nivel de endeudamiento por habitante en los países donde más ha crecido el precio de la vivienda es significativamente superior al de países donde el precio ha crecido menos.
- España es de los pocos países donde el nivel de endeudamiento per cápita en 2021 fue menor que el de 2007. Justo lo contrario que sucede en Luxemburgo, Suecia, Noruega y Países Bajos, economías que han registrado mayor revalorización de la vivienda.

Tipo de interés hipotecario de referencia

No refleja un patrón definido

NUEVO CRÉDITO HIPOTECARIO A TIPO VARIABLE (% TOTAL)



- Los bajos tipos de interés en los últimos años han dado lugar a **proliferación de productos hipotecarios con tipos de interés fijos atractivos**.
- Ante la incertidumbre los hogares decidieron de buena parte de los países consideraron esta **alternativa de financiación** en detrimento de las hipotecas a tipo variable, que había sido el producto más común en los años anteriores.
- La mayor o menor proporción de nuevas operaciones aun tipo fijo o variable no parece que tenga mucha relación con la subida de los precios en los últimos años.

02

¿Cuánto explican estos factores los desequilibrios recientes?

Un ejercicio estadístico confirma las conclusiones anteriores

Las variables más relevantes son de carácter demográfico y han ganado importancia

- La brecha de precios de la vivienda corresponde a la diferencia entre el nivel observado y el nivel de equilibrio.
- Las brechas de precio experimentaron un crecimiento extraordinario durante los años 2020 y 2021, pero ya venían creciendo fuertemente en algunos países en los años anteriores a la pandemia. Ambos fenómenos parecen difíciles de explicar con los determinantes tradicionales del nivel de precios.
- Partiendo del ejercicio exploratorio anterior, se ha realizado un análisis econométrico de los determinantes de las brechas observadas durante distintos períodos de tiempo, con especial foco en los años más cercanos alrededor de la pandemia.

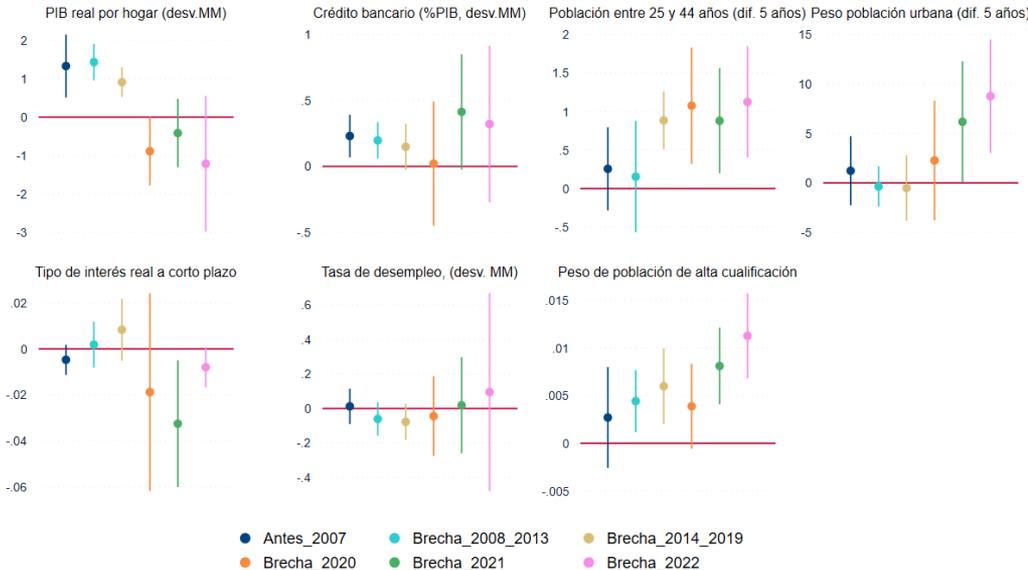
Un ejercicio estadístico confirma las conclusiones anteriores

Las variables más relevantes son de carácter demográfico y han ganado importancia

- En la modelización existente, las brechas están explicadas por la **parte cíclica de algunas variables** como el PIB por hogar, el crédito bancario, la tasa de paro y el tipo de interés.
- En este ejercicio econométrico intentamos responder varias preguntas: **Primero, si la relación entre las brechas de precio y las variables que hemos mencionado anteriormente ha variado durante distintos períodos de tiempo**, y más específicamente, si la relación ha cambiado más recientemente.
- Segundo, **si la relación con otras variables más estructurales como las demográficas también ha cambiado**. Tercero, **si hay nuevas variables que ayuden a explicar la fuerte ampliación de las brechas** se han ampliado tanto en los últimos años.
- Con estas preguntas en mente, se han **estimado regresiones separadas para distintos períodos de tiempo** con los mismos determinantes en cada caso.
- Adicionalmente, realizamos también un **ejercicio de descomposición de la varianza explicada por cada una de las variables** incluidas en las regresiones para cada uno de dichos períodos de tiempo.

Resultados de regresiones de las brechas por período

COEFICIENTES ESTIMADOS E INTERVALOS DE CONFIANZA AL 95% PARA LOS AÑOS 2020 A 2022 (COEFICIENTES = PUNTOS, INTERVALOS DE CONFIANZA = LÍNEAS)

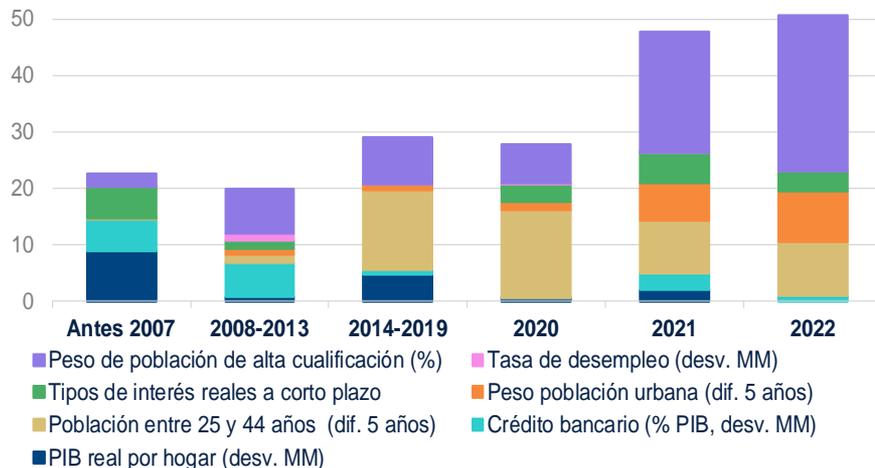


Fuente: BBVA Research.

- Los factores que explican la brecha del precio de la vivienda han cambiado con el tiempo.
- Inicialmente, el PIB por hogar y el crédito bancario eran las variables que más conseguían explicarla.
- Durante la crisis la población en edad de demandar vivienda ha ido aumentando su impacto y significancia
- Tras la pandemia destacan los efectos de la población joven, el peso de la urbana y la propensión al teletrabajo. Esta última ha ganado significatividad en los últimos años.

El peso de la población con mayor cualificación, y con mayor capacidad para teletrabajar ha ido ganando peso, especialmente en 2021 y 2022

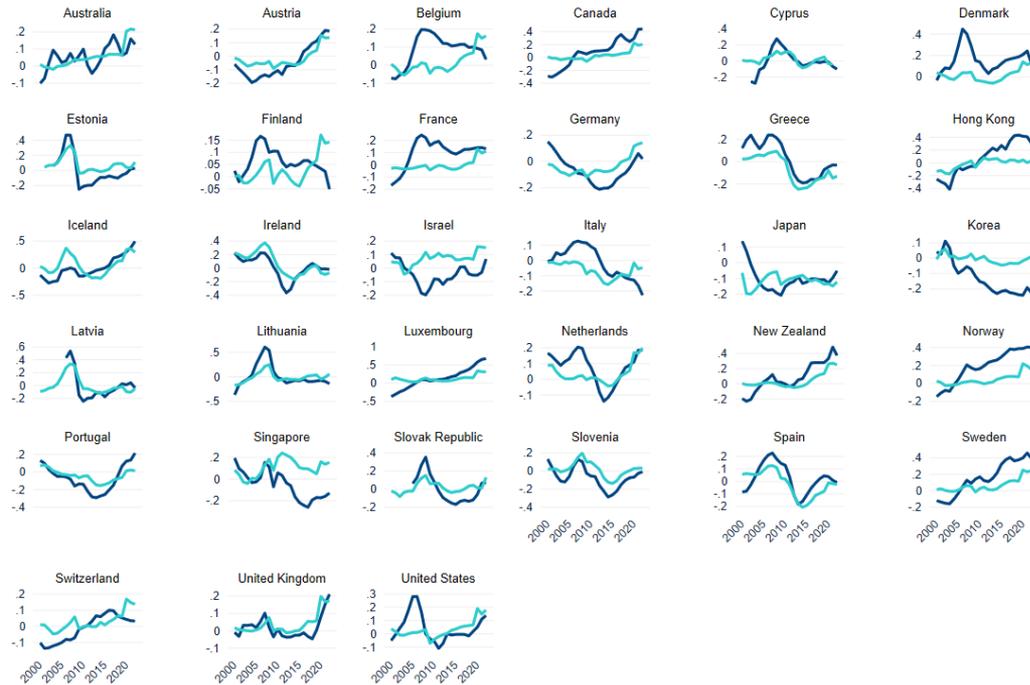
PROPORCIÓN DE LAS BRECHAS EXPLICADO POR CADA FACTOR (EN PP)



- El crédito bancario fue una variable clave para explicar el desequilibrio hasta 2013.
- A partir de 2014 la población en edad de demandar vivienda ha sido una de los factores más relevantes a la hora de explicar la brecha de precio.
- Tras la covid, la población con elevada cualificación ha ganado importancia a la hora de explicar el desequilibrio. También el peso de la población urbana ha ganado terreno y el crecimiento de la población en edad de demandar vivienda ha mantenido una importancia relevante.

Con las estimaciones separadas en 2 períodos se logra aproximar relativamente bien el comportamiento de las brechas

BRECHAS vs PREDICCIÓN (EN PP)



■ Brecha en % ■ Predicción

03

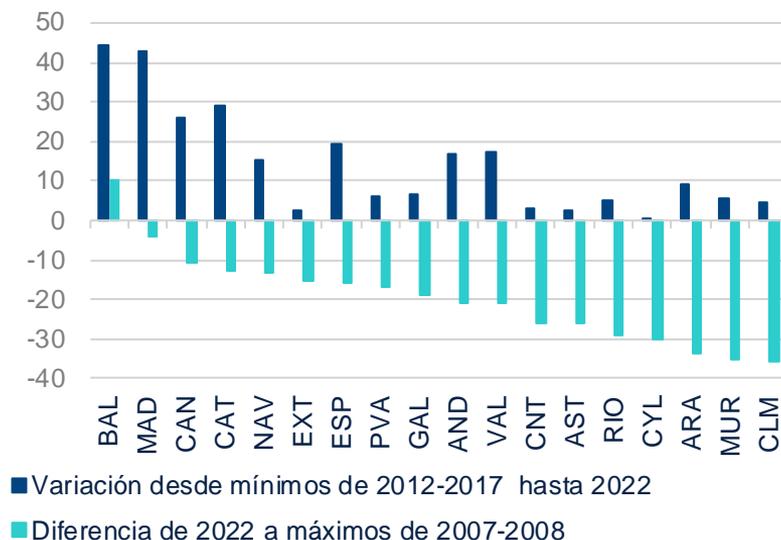
El precio de la vivienda en España

El precio de la vivienda en España. Perspectiva regional

Gran heterogeneidad entre comunidades autónomas

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS NOMINALES

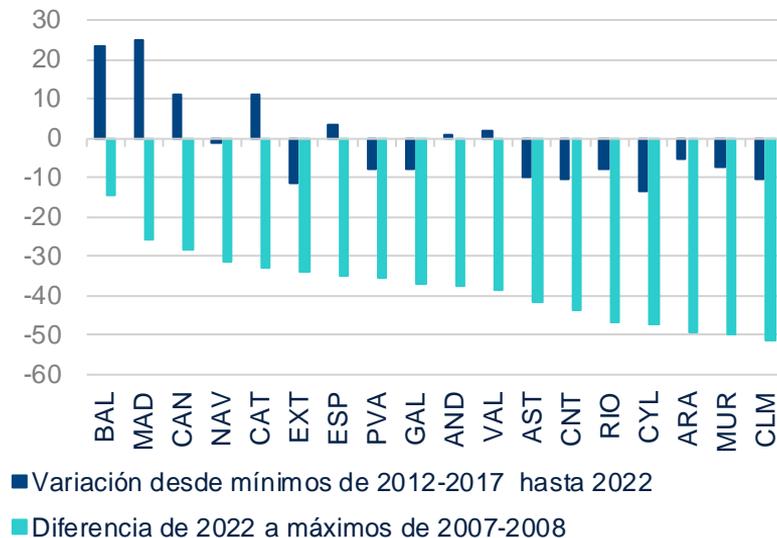
(%)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES

(%)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

En términos nominales todas las comunidades autónomas muestran un avance del precio de la vivienda desde los mínimos de 2012-2017, pero sólo Baleares supera el máximo alcanzado en 2007-2008. El precio en Madrid está cerca de ese máximo y en Canarias, Cataluña y Extremadura es todavía en torno a un 10% inferior. En términos reales, el precio en 2022 se aleja del máximo del pasado ciclo inmobiliario.

El precio de la vivienda en España. Perspectiva regional

Las variables que determinan la evolución del precio de la vivienda



VARIABLES DEL MODELO



▶ PIB PER CÁPITA



▶ TASA DE OCUPACIÓN



▶ TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO REAL



▶ STOCK DE VIVIENDAS PER CÁPITA



▶ POBLACIÓN EN EDAD DE DEMANDAR VIVIENDA (25-44 AÑOS)



▶ INDICADOR DE CONFIANZA DE LOS HOGARES

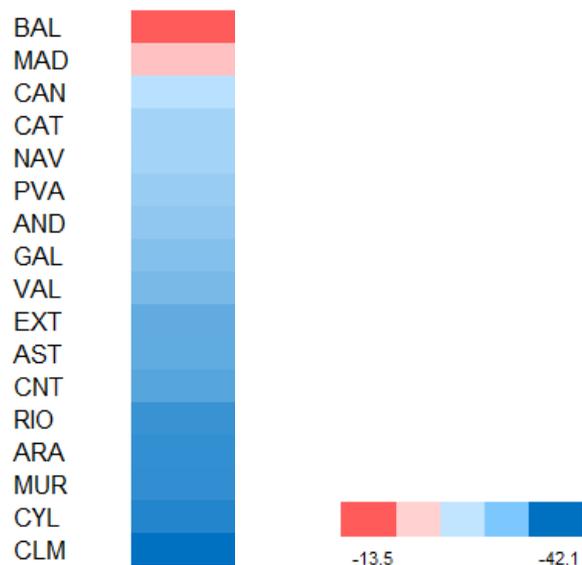
- De acuerdo al modelo desarrollado por BBVA Research*, estas **variables determinan el grado de desequilibrio** del precio de la vivienda en las comunidades autónomas.
- Los coeficientes de las variables explicativas en el modelo de comunidades autónomas indican que a largo plazo, los mayores efectos vienen dados por el **tipo de interés** y el **PIB per cápita**. Por su parte, en el corto plazo, los precios también responden positiva y significativamente a las innovaciones en el **empleo** y la **población en edad de demandar vivienda**, salvo en el caso de los cambios en el **stock de viviendas per cápita** que tiene un efecto negativo, aunque no significativo.

Heterogeneidad del precio de la vivienda entre regiones

El precio real sobre la renta media del hogar se sitúa por debajo del promedio histórico

PRECIO REAL DE LA VIVIENDA SOBRE RENTA SALARIAL MEDIA DEL HOGAR*

(DESVIACIÓN RESPECTO AL PROMEIDO HISTÓRICO**)



- En términos reales, el precio real sobre la renta salarial media del hogar se acerca más de promedio histórico en Baleares, Madrid, Canarias y Cataluña. Las regiones donde más peso tiene la actividad turística y con un ritmo de actividad más dinámico.
- En 2022 esta ratio se situaba por debajo del promedio histórico en todas las CC. AA., sobre en todo en las comunidades autónomas de Castilla-La Mancha, Castilla y León y Murcia.
- En media, el precio ha mostrado una mejor evolución en aquellas regiones con mejor comportamiento de la ocupación y de la población en edad de demandar vivienda así como donde se ha reducido el número de viviendas per cápita.

* Precio real de una vivienda de 100m2. Renta salarial calculada como salario medio de la región multiplicado por el número de ocupados por hogar

**Promedio 2000-2022

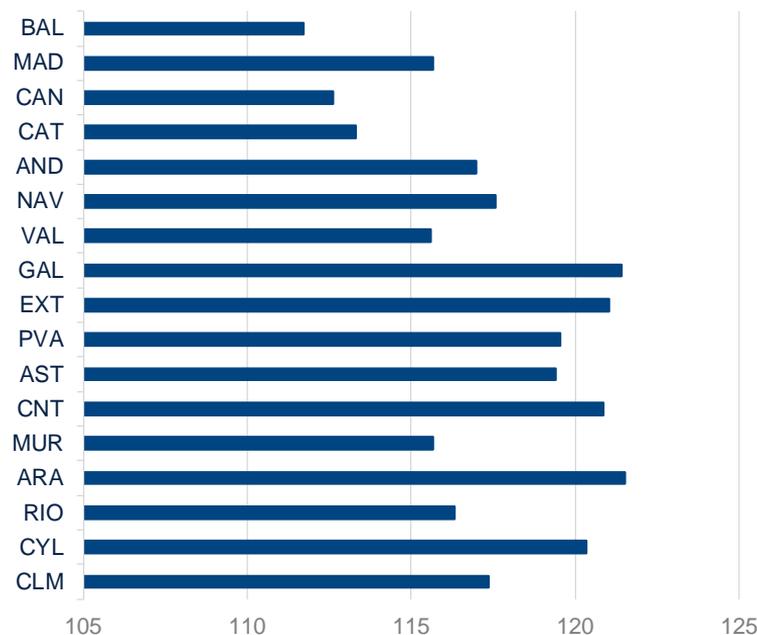
Fuente: BBVA Research a partir de MITMA e INE.

PIB PER CÁPITA

No muestra un patrón similar al de desequilibrio del precio de la vivienda

PIB PER CÁPITA 2022

(ÍNDICE 2017 =100)



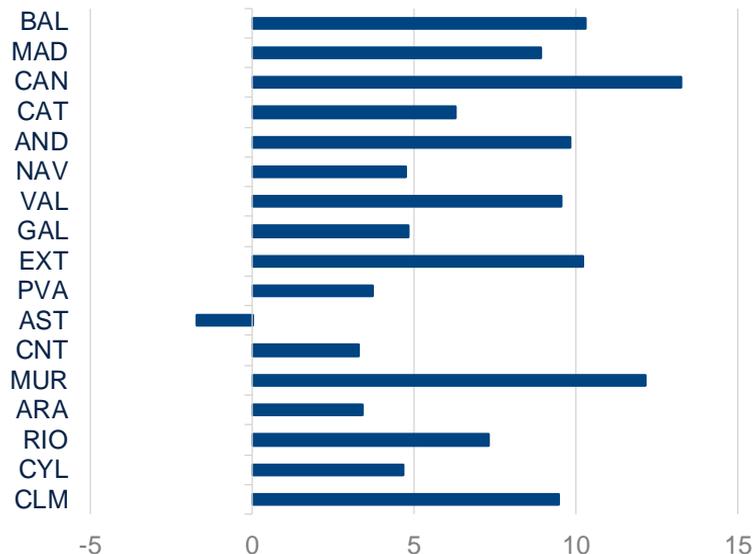
- Una de las variables explicativas del modelo de precios regional es el PIB per cápita. La evolución de los últimos cinco años no muestra una relación directa con el grado de desequilibrio del precio de la vivienda.
- El mayor crecimiento del PIB per cápita se da en comunidades autónomas donde el precio de la vivienda se sitúa en torno al nivel de equilibrio o por debajo del mismo: Galicia, Extremadura, Aragón, Cantabria y Castilla y León.
- En las regiones donde la desviación positiva es mayor: Baleares, Madrid, Canarias y Cataluña, el PIB per cápita ha crecido menos.

Evolución de los ocupados

Cierta relación positiva con la evolución del precio de la vivienda

OCUPADOS 2022

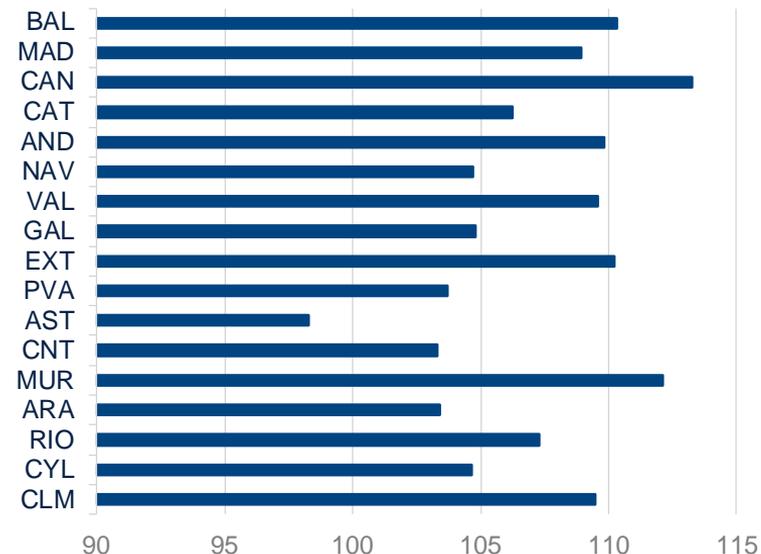
(VARIACIÓN RESPECTO A 2017)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

OCUPADOS 2022

(ÍNDICE 2017 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

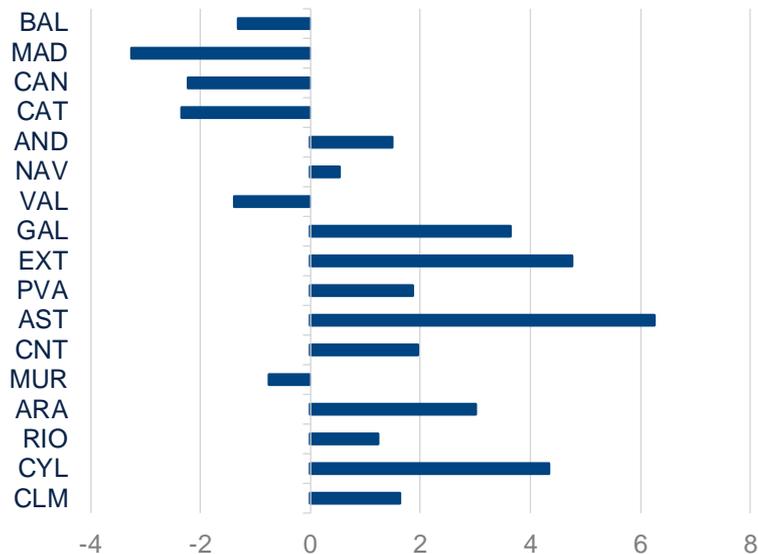
En general, el mejor comportamiento de los ocupados en España tiene lugar en aquellas regiones donde mayor es la desviación positiva del precio de la vivienda. El crecimiento lo lideran Canarias y Baleares (dos de las regiones donde la vivienda mostraría algo de sobrevaloración). La ocupación también creció con fuerza en Murcia y Extremadura, donde el precio está por debajo del nivel de equilibrio.

Evolución del stock de vivienda per cápita

Cierta relación negativa con la evolución del precio de la vivienda

PARQUE DE VIVIENDA PER CÁPITA 2022

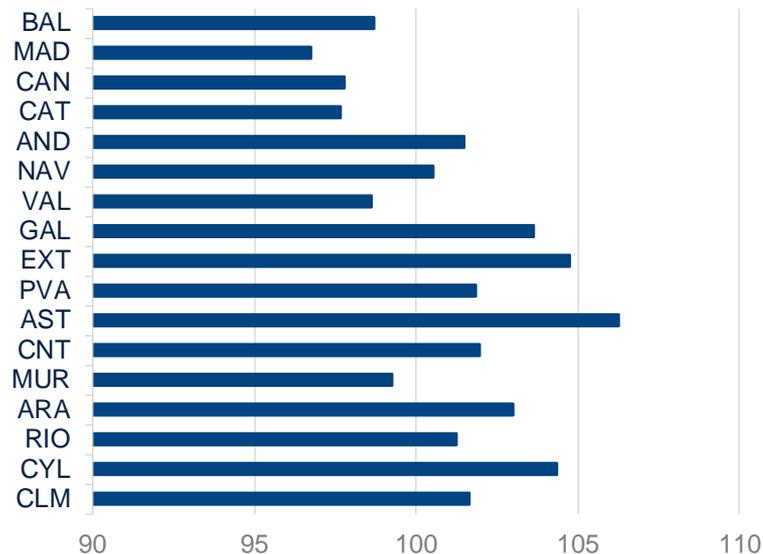
(VARIACIÓN RESPECTO A 2017)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

PARQUE DE VIVIENDA PER CÁPITA

(ÍNDICE 2017 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

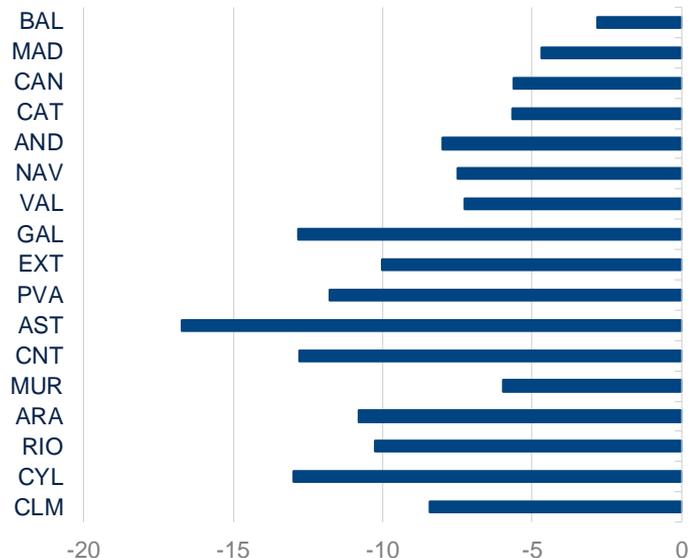
Las regiones que muestran un precio superior al del equilibrio son las que registran una peor evolución del parque de vivienda per cápita. Es decir, son las que sufren una mayor presión de demanda respecto al parque de viviendas existente: Baleares, Madrid, Canarias y Cataluña.

Evolución de la población en edad de demandar vivienda

Cierta relación positiva con la evolución del precio de la vivienda

POBLACIÓN ENTRE 25 Y 44 AÑOS EN 2022

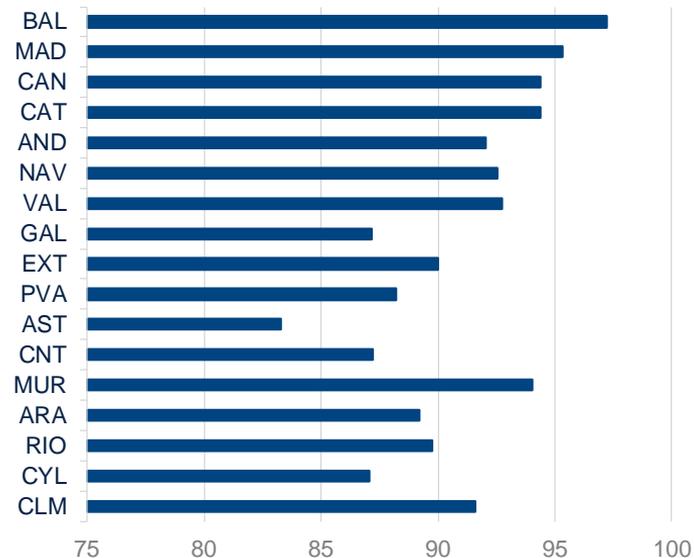
(VARIACIÓN RESPECTO A 2017)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

POBLACIÓN ENTRE 25 Y 44 AÑOS EN 2022

(ÍNDICE 2017 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

La población en edad de demandar vivienda, entre 25 y 44 años, se ha reducido en todas las comunidades autónomas. Pero la reducción ha sido menor en aquellas donde el precio de la vivienda es mayor respecto a su nivel de equilibrio, lo que corrobora que la menor presión de demanda supone una menor subida del precio.

ANEXO

Modelo de precio de la vivienda internacional

Desarrollo de un modelo econométrico

En búsqueda del precio de equilibrio y las desviaciones respecto al mismo

- En BBVA Research se ha desarrollado un **modelo de panel de precios reales de la vivienda con el que se determina el precio de equilibrio y las desviaciones respecto al mismo, o desequilibrios, para una muestra de 59 países diferentes.**
- **La variable dependiente es el precio real de los inmuebles residenciales en cada país entre 1990 y 2021.** Los datos corresponden a las series de la base de datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) que tienen las características más genéricas, por ejemplo, el índice de precios debe cubrir todo el país, todos los tipos de propiedades y todas las tipologías (nuevas y existentes). Si la serie más genérica no está disponible, elegimos la segunda serie "más genérica". Por ejemplo, si no hay ninguna serie que incluya todo el país, utilizaremos la que incluya las zonas urbanas.
- También ampliamos las series BIS elegidas para cada país con otras series alternativas (menos genéricas) o con otras fuentes cuando cumplen las condiciones requeridas, **con el fin de disponer de la mayor historia posible.**

Desarrollo de un modelo econométrico

En búsqueda del precio de equilibrio y las desviaciones respecto al mismo



Algunas de las variables explicativas se descomponen en dos componentes: uno tendencial (media móvil) y otro cíclico (desviación de la tendencia). La contribución de los componentes tendenciales es la que se añade al nivel de precios de equilibrio estimado

- PIB real o PIB real por hogar
- Crédito bancario respecto al PIB
- Tasa de paro
- Tipo de interés Libor en EE. UU.
- Tipo de interés real a corto plazo (como una desviación del tipo Libor en de EE. UU.)



Otras variables no se descomponen en componente cíclico y tendencial

- Tasa de crecimiento de los hogares
- Población entre los 25 y 44 años, en edad de demandar vivienda
- Cambio en la proporción de población urbana

Desarrollo de un modelo econométrico

Resultados

- Los resultados son muy robustos a diversas variaciones de la metodología y la especificación empleadas, en términos del signo estimado y de su significación estadística, aunque el tamaño de los coeficientes varía según las especificaciones.
- El PIB o el PIB por hogar son los factores explicativos más importantes, tanto en sus componentes a corto como a largo plazo.
- Todos los componentes a largo plazo de las variables explicativas tienen un efecto significativo con el signo teórico esperado, lo que resulta reconfortante para la estimación del nivel de equilibrio. Sin embargo, algunos de los componentes a corto plazo no son significativos o tienen el efecto contrario (el "ciclo" de los tipos de interés estadounidenses).

¿Puede sostenerse este crecimiento hacia delante?

Algunos sectores pueden agotar o tener restringida su capacidad de crecimiento

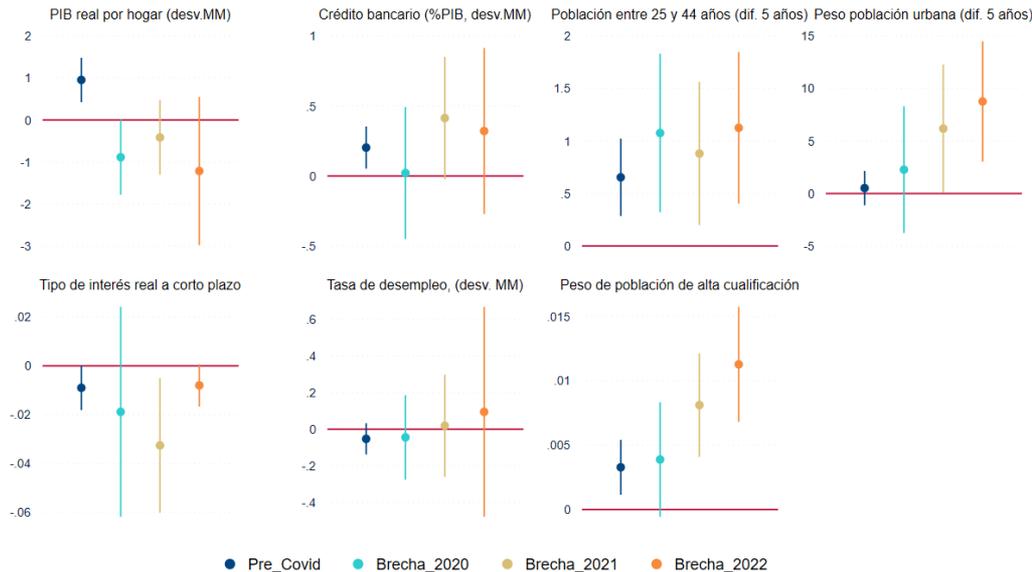
	Random Effects	GLS (Heter. & AR)	Random Effects	GLS (Heter. & AR)
GPD real (cycle)	1.552** (3.73)	0.887*** (11.58)		
GPD real (trend)	0.490** (4.27)	0.438*** (11.48)		
GPD real, per HH, (cycle)			1.450*** (3.41)	0.868*** (11.38)
GPD real, per HH, (trend)			0.553*** (3.63)	0.657*** (12.76)
Credit-to-GDP (cycle)	0.135** (2.21)	0.139*** (6.79)	0.183*** (2.74)	0.154*** (7.39)
Credit-to-GDP (trend)	0.258*** (2.83)	0.318*** (9.00)	0.257*** (2.59)	0.269*** (8.51)
ST Real Interest Rate (Dev. From US Libor) (cycle)	-1.114*** (-2.75)	-0.130 (-1.30)	-1.248*** (-3.01)	-0.175* (-1.74)
ST Real Interest Rate (Dev. From US Libor) (trend)	-2.017*** (-4.08)	-0.592*** (-3.54)	-2.211*** (-4.35)	-0.829*** (-4.97)
Libor (US) (cycle)	0.130 (0.35)	0.403*** (2.82)	0.130 (0.32)	0.372*** (2.59)
Libor (US) (trend)	-5.444*** (-3.47)	-2.019*** (-4.80)	-6.431*** (-3.90)	-2.672*** (-6.59)
Unemployment (cycle)	0.024 (0.51)	-0.030*** (-2.71)	0.008 (0.18)	-0.032*** (-2.85)
Unemployment (trend)	-0.225*** (-3.88)	-0.273*** (-18.75)	-0.215*** (-3.61)	-0.264*** (-17.66)
Household growth	0.031 (0.79)	0.009 (1.08)		
Population between 25/44 yrs old (Growth vs. Total Pop.)	0.066*** (4.08)	0.019*** (3.53)	0.070*** (4.05)	0.019*** (3.51)
Urban Population change	0.116 (1.17)	0.120*** (4.85)	0.133 (1.31)	0.116*** (4.41)
Dummy for year 2020 - Advanced	0.130** (4.67)	0.083*** (7.85)	0.125*** (4.37)	0.076*** (7.32)
Dummy for year 2020 - Emerging	0.119** (2.50)	0.072*** (4.78)	0.120** (2.36)	0.067*** (4.38)
Dummy for year 2021 - Advanced	0.139*** (3.85)	0.114*** (7.75)	0.131*** (3.53)	0.100*** (6.89)
Dummy for year 2021 - Emerging	0.064 (1.51)	0.055*** (2.73)	0.063 (1.40)	0.046** (2.28)

t/statistic in parenthesis. *, **, *** denotes statistical significance at 1%, 5% and 10% respectively

Fuente: BBVA Research

Resultados de regresiones de las brechas por año

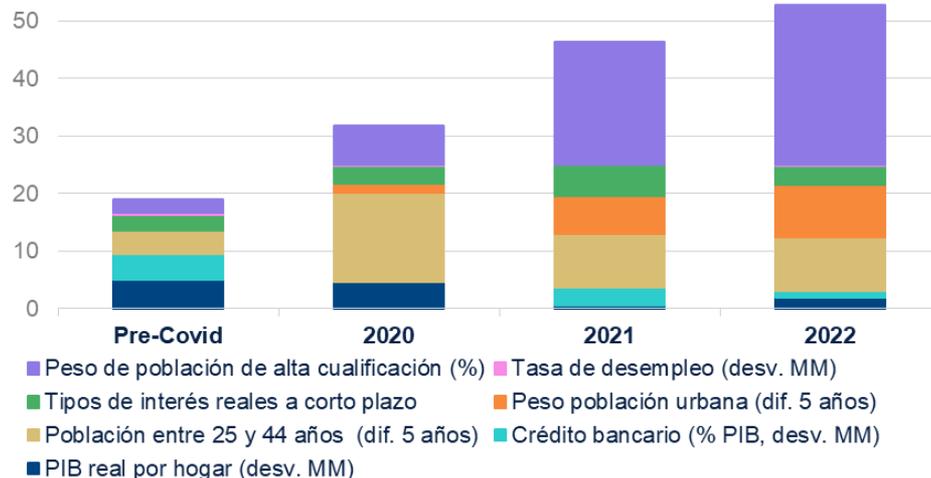
COEFICIENTES ESTIMADOS E INTERVALOS DE CONFIANZA AL 95% PARA LOS AÑOS 2020 A 2022 (COEFICIENTES = PUNTOS, INTERVALOS DE CONFIANZA = LÍNEAS)



- El resultado de las regresiones ponen de manifiesto que el **PIB per cápita**, la **población en edad de demandar vivienda** y la **propensión al teletrabajo** son las **variables más significativas** para explicar las brechas de precios entre 2020 y 2022.
- Destaca cómo el **teletrabajo**, que se ha ido extendiendo tras la pandemia, ha ido **ganando significatividad**.
- El **tipo de interés** también se ha vuelto **más significativa** desde 2020 a 2022.

La variable asociada al teletrabajo es la que más explica las brechas en 2021 y 2022

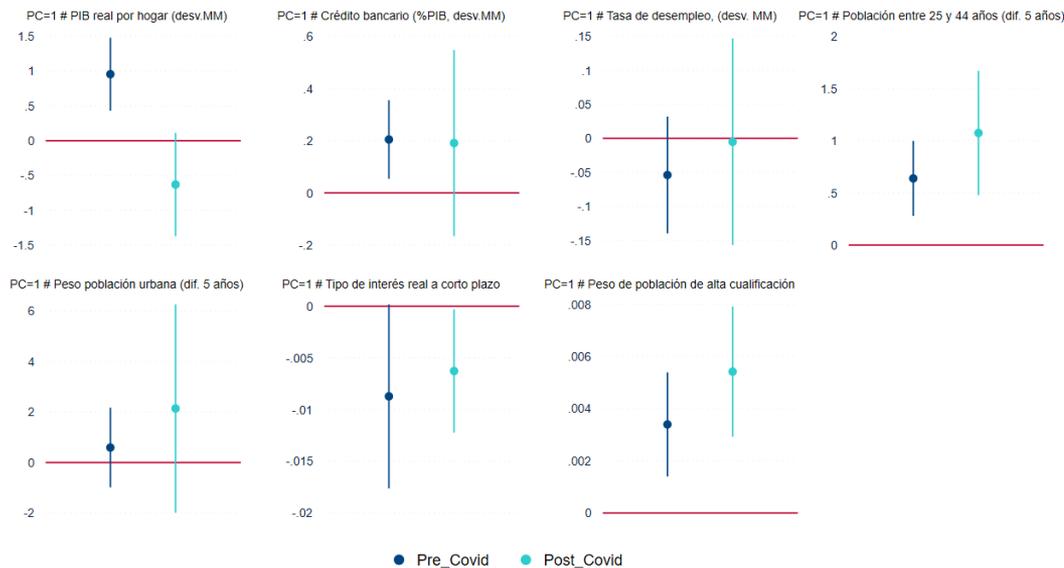
PROPORCIÓN DE LAS BRECHAS EXPLICADO POR CADA FACTOR (EN PP)



- Las variables seleccionadas han pasado de explicar más de un 35% de la brecha del precio respecto al nivel de equilibrio al 50%.
- En 2020 la mayor parte de la brecha estaba explicada por aspectos demográficos. En particular, por la relevancia de la población en edad de demandar vivienda.
- A partir de 2021, la población con elevada cualificación, la más proclive a teletrabajar, fue ganando terreno y se convirtió en el factor más determinante.
- Los tipos de interés y el peso de la población urbana también ganaron relevancia a la hora de explicar la brecha de precios.

Resultados de regresiones de las brechas por año

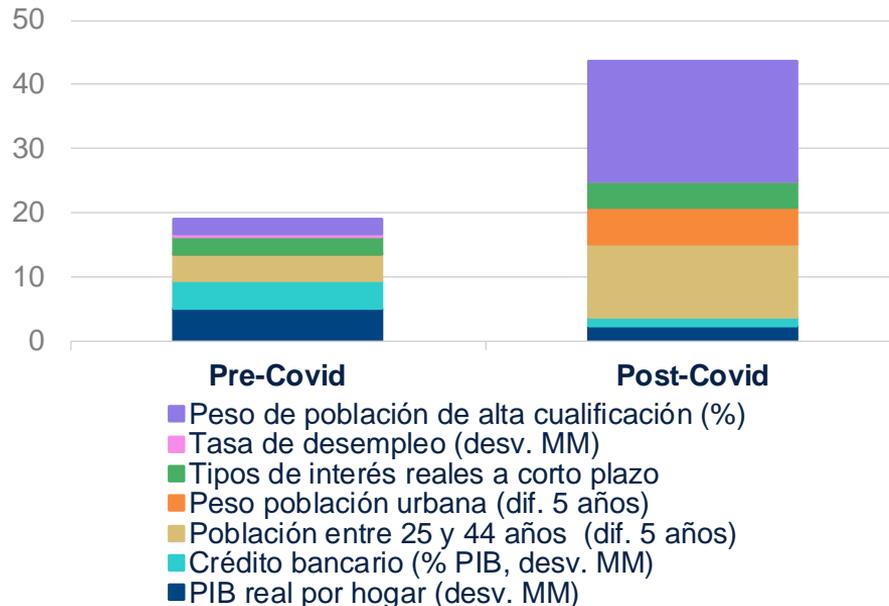
COEFICIENTES ESTIMADOS E INTERVALOS DE CONFIANZA AL 95% PARA LOS AÑOS 2020 A 2022 (COEFICIENTES = PUNTOS, INTERVALOS DE CONFIANZA = LÍNEAS)



- El resultado de las regresiones ponen de manifiesto que el **PIB per cápita**, la **población en edad de demandar vivienda** y la **propensión al teletrabajo** son las **variables más significativas** para explicar las brechas de precios entre 2020 y 2022.
- Destaca cómo el **teletrabajo**, que se ha ido extendiendo tras la pandemia, ha ido **ganando significatividad**.
- El **tipo de interés** también se ha vuelto **más significativa** desde 2020 a 2022.

La variable asociada al teletrabajo es la que más explica las brechas en el periodo post-covid

PROPORCIÓN DE LAS BRECHAS EXPLICADO POR CADA FACTOR (EN PP)



- Las variables seleccionadas han pasado de explicar en torno al 20% de la brecha del precio respecto al equilibrio antes de la covid a hacerlo en torno al 43% tras la pandemia.
- En el periodo pre-covid no hay ningún factor que destaque a la hora de explicar el grado de desequilibrio del precio de la vivienda.
- Entre los años 2020 y 2022 gran parte de la brecha que consigue explicar el modelo se debe a la evolución de la población con mayor probabilidad de trabajar y de la población en edad de demandar vivienda.
- El tipo de interés y el peso de la población urbana destacan respecto al PIB, al crédito y a la tasa de paro.

Evolución del precio de la vivienda en un contexto internacional

Diciembre 2023

Aviso Legal

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarsearch.com.