

EL MERCADO DE LA VIVIENDA  
RESIDENCIAL EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN  
RECIENTE Y COMPARACIÓN  
INTERNACIONAL

2024

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2433

Andrés Lajer Baron, David López Rodríguez  
y Lucio San Juan

**EL MERCADO DE LA VIVIENDA RESIDENCIAL EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE  
Y COMPARACIÓN INTERNACIONAL**

# EL MERCADO DE LA VIVIENDA RESIDENCIAL EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE Y COMPARACIÓN INTERNACIONAL (\*)

Andrés Lajer Baron

BANCO DE ESPAÑA

David López Rodríguez

BANCO DE ESPAÑA

Lucio San Juan

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Los autores agradecen los comentarios de Roberto Blanco, Ángel Gavilán, Carlos Pérez y Javier Vallés.

Documentos Ocasionales. N.º 2433

Octubre 2024

<https://doi.org/10.53479/37873>

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2024

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

Este documento describe la evolución del mercado de la vivienda residencial en la economía española considerando una perspectiva temporal amplia. Asimismo, este trabajo complementa los principales análisis sobre dicho mercado a los que se hace referencia en el [capítulo 4 del Informe Anual 2023 del Banco de España](#) y en el [Documento Ocasional 2432](#), que examina la evolución del mercado del alquiler residencial. La evidencia presentada muestra un notable dinamismo del mercado de la vivienda, en términos de compraventas y precios medios, desde la recuperación económica iniciada en 2014. En el período más reciente, el incremento acumulado de las compraventas se basaría, en buena medida, en el crecimiento demográfico y en la demanda de no residentes. En este contexto, el limitado crecimiento de la oferta de vivienda nueva habría contribuido a sostener el aumento de los precios. Al mismo tiempo, se documentan una recuperación de los flujos de crédito hipotecario y unas condiciones financieras holgadas hasta 2021. Estos desarrollos han sido compatibles con un notable desendeudamiento de los hogares y con la corrección de los desequilibrios acumulados en el mercado inmobiliario durante la primera década del siglo XXI. Además, las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado de la vivienda en España se encuentran actualmente contenidos. A esta contención ha contribuido, entre otros factores, la aplicación durante la última década de estándares crediticios más exigentes que los prevalentes antes de la crisis financiera global. La comparación de los indicadores de actividad, precios y crédito inmobiliario con los de las principales economías avanzadas muestra una elevada heterogeneidad en las tendencias observadas y sugiere que el tamaño relativo del mercado de la vivienda residencial en España no se encontraría sobredimensionado.

**Palabras clave:** mercado de la vivienda, crédito inmobiliario, precios de la vivienda.

**Códigos JEL:** R30, R31, R21, G21, O18.

## Abstract

This paper describes developments in the residential housing market in the Spanish economy from a broad time perspective. The paper complements the main analyses on this market discussed in [Chapter 4 of the Banco de España's Annual Report 2023](#) and in [Occasional Document 2432](#), which examines developments in the residential rental market. The evidence presented shows remarkable momentum in the housing market, in terms of sales and average prices, since the economic recovery that started in 2014. In the most recent period, the accumulated increase in sales appears largely driven by demographic growth and demand from non-residents. In this context, the limited growth in the supply of new housing has likely contributed to keeping house prices elevated. At the same time, the paper shows a recovery in mortgage credit flows and accommodative financial conditions until 2021. These developments have been compatible with a significant reduction in household mortgage debt and with the correction of imbalances accumulated in the real estate market during the first decade of the 21st century. In addition, the vulnerabilities and risks to financial stability associated with the housing market are currently contained in Spain. This containment has been contributed to, among other factors, by the application of more stringent credit standards over the last decade compared to those prevailing before the global financial crisis. A comparison of activity, price and real estate credit indicators with those of the main advanced economies shows a high degree of heterogeneity in the observed trends and suggests that, in relative terms, the residential housing market in Spain is not oversized.

**Keywords:** housing market, real estate credit, housing prices.

**JEL classification:** R30, R31, R21, G21, O18.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 La evolución de la actividad en el mercado de la vivienda residencial  
en España 10

3 La dinámica del crédito inmobiliario y las condiciones de financiación  
en España 22

4 El mercado de la vivienda en el contexto internacional 29

Bibliografía 41

## 1 Introducción

El mercado de la vivienda residencial y la actividad del sector inmobiliario desempeñan un papel relevante en la evolución agregada de la actividad económica y en la estabilidad financiera. En este trabajo se documenta un conjunto de hechos estilizados relativos a la evolución y a las principales características de este mercado en la economía española considerando una perspectiva temporal amplia. Esta descripción se complementa con una comparación de la evolución reciente de este mercado en España con la situación en las principales economías avanzadas y, en particular, en el área del euro. Este documento extiende el análisis descriptivo sobre la evolución agregada del mercado de la vivienda residencial en España que se recoge en el [capítulo 4 del Informe Anual 2023 del Banco de España](#) y complementa el [Documento Ocasional 2432](#), que examina la evolución del mercado del alquiler residencial. Además, en este trabajo se incluye nueva información estadística sobre la actividad y las condiciones financieras, disponible después de la publicación de dicho capítulo en abril de 2024, así como un análisis comparado de la evolución del mercado de la vivienda residencial en el contexto de las economías avanzadas.

En la primera parte de este documento se describe la evolución reciente de los principales indicadores de actividad en el mercado de la vivienda residencial y se compara dicha evolución con la dinámica de estos indicadores en España durante las últimas décadas. Los indicadores analizados muestran el notable crecimiento de las compraventas y la recuperación de los precios de la vivienda en la actual fase expansiva, después del ajuste registrado durante la crisis económica y financiera iniciada en 2008. En el período más reciente, este dinamismo del mercado residencial descansa en el aumento de la demanda de vivienda, asociado, en buena medida, a factores demográficos y a la demanda de no residentes. Esta pujanza de la demanda contrasta con el limitado crecimiento de la oferta de vivienda nueva, hecho que contribuye a sostener la recuperación de los precios iniciada en 2014. En particular, la producción de vivienda nueva presenta niveles mucho más modestos que en fases expansivas previas y daría lugar a la acumulación de déficits de vivienda concentrados en determinadas áreas geográficas.

En segundo lugar, se documenta la dinámica reciente de los flujos y los saldos de crédito inmobiliario, así como la evolución de los principales indicadores de las condiciones financieras de los hogares que acceden al crédito para la adquisición de una vivienda. La evidencia presentada muestra cómo el dinamismo de la actividad en el mercado de la vivienda residencial se produce en un contexto en el que el recurso al crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha sido menor que el observado en otros ciclos expansivos previos. Al mismo tiempo, el crecimiento de la actividad en el mercado de la vivienda y la recuperación de los flujos de crédito hipotecario han sido compatibles con un notable proceso de desendeudamiento de los hogares y del sector inmobiliario. Esta evolución contrasta con los desequilibrios acumulados durante el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI. Además, estos desarrollos se produjeron en un contexto de recuperación económica en el que la política monetaria expansiva dio lugar a unas condiciones financieras muy holgadas hasta 2021, si bien el endurecimiento monetario posterior contuvo la demanda

de crédito para la adquisición de vivienda por parte de los hogares. Asimismo, la aplicación de estándares crediticios más exigentes por parte de las entidades financieras ha contribuido a que la expansión de la actividad en el mercado de la vivienda sea compatible con una situación en la que las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera asociados a este mercado se encuentren contenidos.

Finalmente, la comparación de los indicadores recientes de actividad, precios y crédito inmobiliario en las economías avanzadas y en el área del euro evidencia que, a diferencia de lo ocurrido durante el *boom* de la primera década del siglo XXI, el tamaño relativo del mercado de la vivienda en España no se encontraría sobredimensionado. Asimismo, el endurecimiento de las condiciones financieras causado por el cambio de tono de la política monetaria a escala global desde finales de 2021 habría contribuido a contener el dinamismo del mercado de la vivienda residencial en el contexto internacional. No obstante, a pesar del ajuste registrado en precios y cantidades desde 2022, el mercado de la vivienda residencial mantiene su dinamismo cuando se considera una perspectiva de medio plazo sobre la evolución de este mercado en las economías avanzadas durante las últimas tres décadas.

## 2 La evolución de la actividad en el mercado de la vivienda residencial en España

El mercado de la vivienda residencial y la actividad en el conjunto del sector inmobiliario han desempeñado un papel relevante en la evolución macroeconómica de la economía española en las últimas décadas. En esta sección se documenta la evolución reciente de la actividad en el mercado de la vivienda en relación con los patrones observados en distintos períodos históricos de la economía española. En primer lugar, esta revisión se centra en describir los principales desarrollos y la composición de las compraventas y los precios medios de la vivienda residencial. En segundo lugar, se comparan las tendencias demográficas y los flujos migratorios recientes, como factores fundamentales de la demanda de vivienda residencial, con la producción de vivienda nueva en distintos ámbitos geográficos. El análisis presentado señala la aparición de desajustes crecientes entre la oferta y la demanda de vivienda que contribuirían a explicar el dinamismo actual de los precios. Finalmente, se muestra cómo el auge del mercado de la vivienda residencial durante la última década no se encuentra vinculado a un crecimiento sustancial de los indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria. De ese modo, el volumen de la actividad asociada al mercado de la vivienda residencial en la economía española no se encontraría sobredimensionado en comparación tanto con episodios históricos previos como con la actividad inmobiliaria registrada en el conjunto del área del euro.

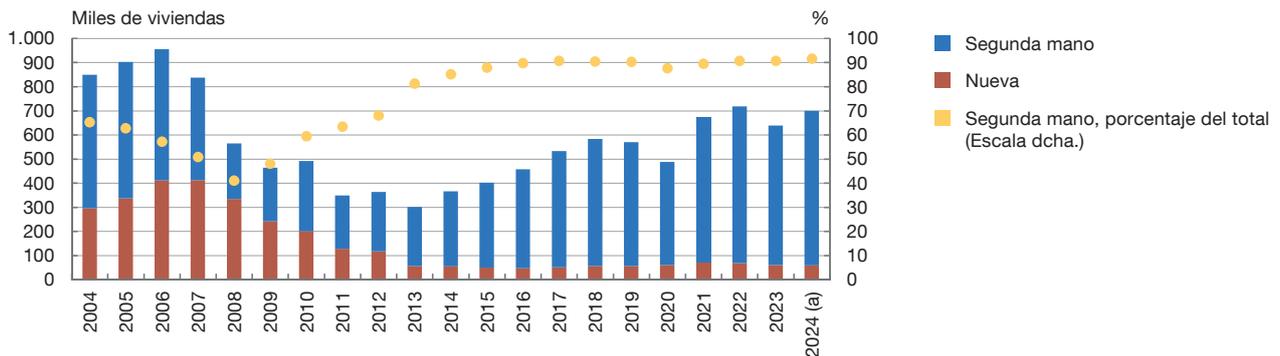
Las compraventas de vivienda presentan a partir de 2021 niveles no observados desde el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI (véase gráfico 1). En concreto, el promedio anual de compraventas en el período 2021-2023 superó las 675.000 unidades, con unos volúmenes medios que alcanzaron las 50.000 operaciones mensuales. Si bien la crisis sanitaria del COVID-19 postergó decisiones de compra de vivienda, lo que contribuye a explicar el aumento de las transacciones en 2021 y 2022, el dinamismo de las operaciones de compraventa también se observó en 2023. Por ejemplo, en 2023 las compraventas se situaron un 12 % por encima de los registros de 2019, a pesar de la contención en la demanda de vivienda en un contexto de endurecimiento monetario. Este dinamismo se mantiene durante la primera mitad de 2024 con un volumen de compraventas situado, hasta el segundo trimestre de 2024, un 21,5 % por encima de las operaciones realizadas en el período análogo de 2019. Si bien el auge actual del mercado de la vivienda residencial no alcanza los registros excepcionales del período 2004-2007, con un promedio anual de 885.000 compraventas de vivienda, los registros desde 2021 se sitúan por encima de los observados en el ciclo expansivo entre 2014 y 2019 (485.000 viviendas anuales)<sup>1</sup>.

El dinamismo de las compraventas de vivienda se concentra en el mercado de segunda mano, cuyo volumen de transacciones representa alrededor del 90 % del mercado desde 2014 (véase gráfico 1). Este peso relativo de la vivienda de segunda mano en el

---

<sup>1</sup> No obstante, tal como se discutirá posteriormente con mayor detalle, esta evolución reciente de las compraventas debe valorarse en un contexto en el que la población residente a finales de 2023 se habría incrementado en unos 3 millones de habitantes respecto a principios de 2008 y en unos 2 millones respecto a 2014.

## Compraventas anuales de vivienda en España



FUENTE: Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Los datos de 2024, disponibles hasta el segundo trimestre de 2024, se representan anualizados.

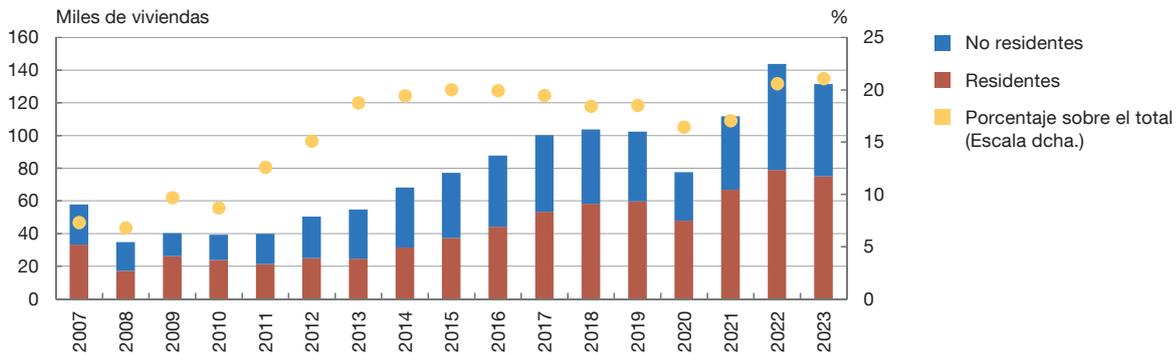
mercado residencial es significativamente mayor que el 60 % registrado en promedio durante el período 2004-2007 o el 55 % entre 2008 y 2012. Este predominio de la vivienda usada desde 2013 se debe, en un primer momento, a la absorción de un importante *stock* de vivienda sin vender tras el estallido de la crisis económica e inmobiliaria iniciada en 2008 y, posteriormente, a la contenida producción de vivienda nueva durante la última década. Estas adquisiciones de vivienda las realizan en un 90 % los particulares desde 2020, observándose una cierta reducción del peso de las personas jurídicas en la compra de vivienda<sup>2</sup>.

La adquisición de vivienda por parte de extranjeros ha sido un factor importante para impulsar la recuperación del mercado residencial desde 2012 (véase gráfico 2.a). En términos relativos, estas operaciones representan en torno al 20 % de las compraventas de vivienda a partir de 2013, con un máximo del 21,1 % sobre las adquisiciones de vivienda libre en 2023. Esta proporción contrasta con cifras alrededor del 8 % en promedio anual entre 2007 y 2010. En términos de volúmenes, se observa un significativo aumento de las adquisiciones de extranjeros a partir de 2014, hasta alcanzar las 130.000 viviendas anuales en promedio entre 2021 y 2023. Estos niveles suponen casi triplicar las 45.000 viviendas anuales adquiridas por extranjeros entre 2007 y 2013. En este crecimiento de las compras de ciudadanos extranjeros destacan tanto las adquisiciones por parte de nuevos residentes como las de no residentes, cuyo peso relativo se sitúa en torno al 45 % desde 2007. No obstante, se observa una significativa heterogeneidad en la tipología de las viviendas adquiridas por extranjeros no residentes frente a las viviendas de los extranjeros residentes. Por ejemplo, las adquisiciones por parte de extranjeros no residentes muestran un precio medio por metro cuadrado significativamente mayor que el de las compras de vivienda por

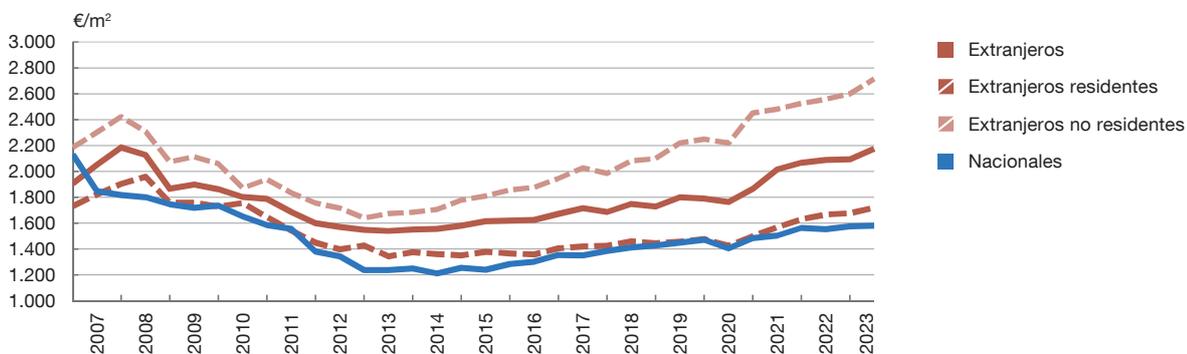
2 El peso relativo de las compras de vivienda por parte de las personas jurídicas se sitúa alrededor del 10 % desde 2020, frente a un 12 % en el promedio del período 2014-2019 y a cifras en torno al 20 % entre 2012 y 2014 (Banco de España, 2024).

## Evolución del número de compraventas y del precio de la vivienda por parte de ciudadanos extranjeros en España (a)

## 2.a Compraventas de vivienda por parte de extranjeros en España



## 2.b Precio medio de adquisición



FUENTE: Centro de Información Estadística del Notariado.

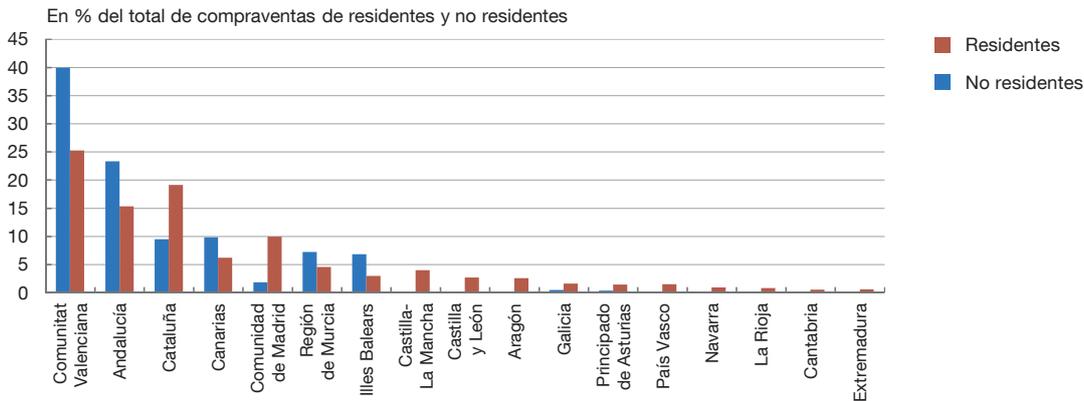
a Comprende las operaciones de vivienda libre.

parte de residentes, tanto nacionales como extranjeros (véase gráfico 2.b). En concreto, el precio medio por metro cuadrado de la vivienda adquirida por extranjeros no residentes en 2023 fue un 70 % mayor que el de los nacionales residentes, lo que reflejaría el mayor poder adquisitivo de este segmento de la demanda, que procede en su mayor parte de países con una renta per cápita más elevada.

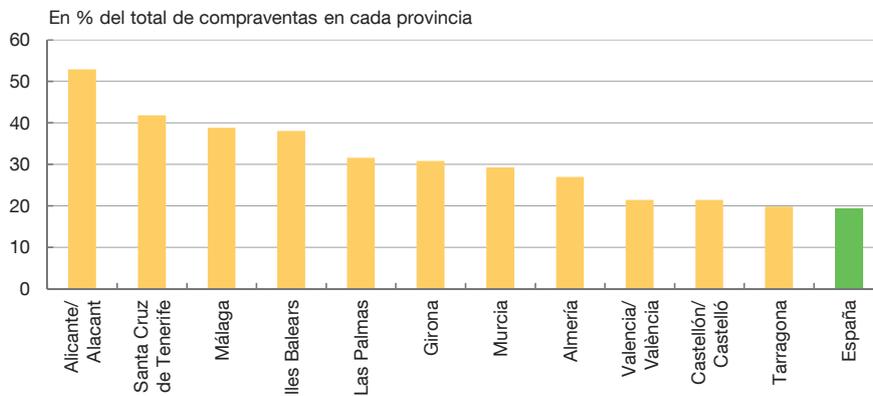
Las compraventas de vivienda por parte de extranjeros presentan una elevada concentración geográfica (véase gráfico 3). Por ejemplo, en 2023 el 70 % de las adquisiciones por parte de ciudadanos extranjeros residentes se concentraron en cuatro comunidades autónomas (25,3 % en la Comunitat Valenciana, 19,1 % en Cataluña, 15,3 % en Andalucía y 9,9 % en la Comunidad de Madrid). La concentración es aún mayor en las compras de vivienda por parte de extranjeros no residentes, segmento en el que cerca del 65 % de las operaciones se encuentran en la Comunitat Valenciana (39,9 %) y Andalucía (23,3 %). Además, el peso de las adquisiciones de extranjeros en el total del mercado de la vivienda es muy significativo en determinadas provincias de la costa mediterránea y las

## Distribución geográfica de las adquisiciones de vivienda por parte de extranjeros en 2023

## 3.a Compraventas de extranjeros, por comunidades autónomas



## 3.b Compraventas de extranjeros, por provincias



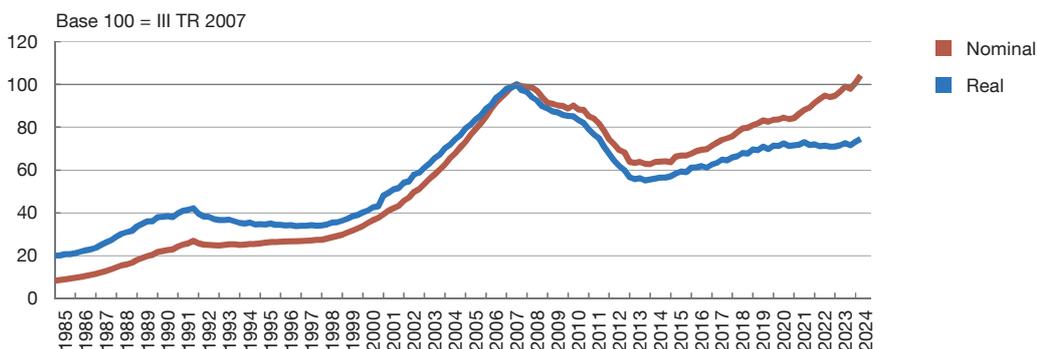
FUENTE: Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

islas (véase gráfico 3.b), donde en 2023 alcanzó en torno al 40 % en Illes Balears, Málaga o Santa Cruz de Tenerife y superó el 50 % en la provincia de Alicante, frente al 20 % en el conjunto de España.

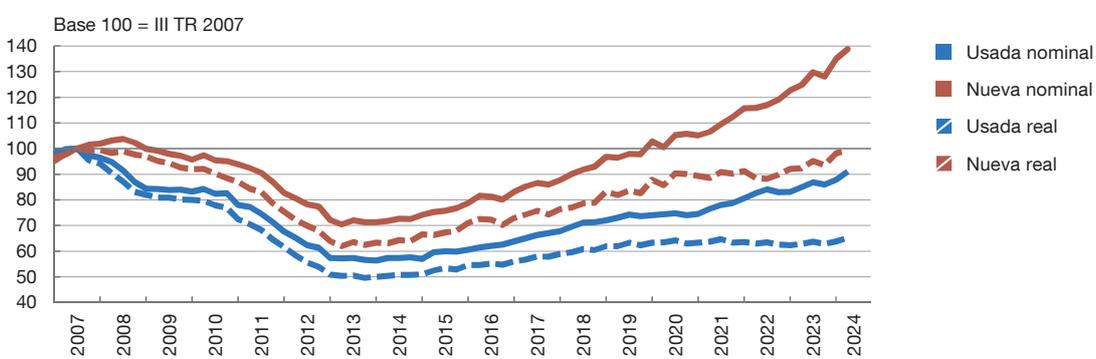
Los precios medios de la vivienda han mostrado una notable recuperación desde 2014 (véase gráfico 4). En términos nominales, en el segundo trimestre de 2024 estos precios superaron el nivel máximo registrado en 2007, con una revalorización acumulada del 66 % desde principios de 2014. No obstante, en términos reales, los precios medios se encontraban un 25 % por debajo de los niveles observados en el tercer trimestre de 2007, en un contexto de sobrevaloración de estos precios. Al mismo tiempo, el crecimiento acumulado de los precios reales ha alcanzado un 34 % durante la última década, si bien esta revalorización se ha visto limitada por el *shock* inflacionario de 2021 y 2022. De ese modo, a principios de 2024 el precio medio de la vivienda en términos reales se encontraba en los niveles registrados en el tercer trimestre de 2004. En este contexto, el precio de la vivienda nueva ha presentado un mayor dinamismo (véase gráfico 4.b). En concreto, en el

## Evolución del precio de la vivienda en España

## 4.a Precio de la vivienda (a)



## 4.b Precio de la vivienda usada y nueva (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a El precio real de la vivienda se deflacta por el índice de precios de consumo. Último dato observado: segundo trimestre de 2024.

primer trimestre de 2024 los precios medios nominales de la vivienda nueva eran un 95 % superiores a los de 2014. En términos reales, en el segundo trimestre de 2024 el precio medio de la vivienda nueva solo se encontraba un 57 % por encima de los precios registrados en 2014, frente a un aumento del 30,5 % en el caso de la vivienda usada. Además de este incremento de los precios medios, a nivel geográfico se observa una elevada heterogeneidad en el crecimiento de los precios de la vivienda en el ciclo expansivo actual. En particular, el dinamismo de los precios de la vivienda es significativamente mayor en las grandes áreas urbanas y en las zonas con mayor actividad turística (Banco de España, 2024).

El reciente incremento de los precios de la vivienda se ha producido en un contexto de notable aumento de la demanda, por el sustancial crecimiento del número de hogares residentes, que no se ha visto acompasado por un incremento de la producción de viviendas nuevas (véase gráfico 5.a). La producción de viviendas nuevas alcanzó su mínimo en más de cuatro décadas en 2016, con 45.000 unidades. Este mínimo es el resultado de un proceso de ajuste iniciado en 2008 desde cifras superiores a las 650.000 viviendas anuales registradas durante el máximo del *boom* inmobiliario. La producción de vivienda nueva se

recuperó paulatinamente a partir de 2017, hasta situarse en torno a las 90.000 viviendas anuales desde 2021. En el período más reciente, la iniciación de viviendas, aproximadas por los visados de obra nueva, se ha situado alrededor de las 100.000 viviendas anuales. Estas cifras de producción de vivienda se encuentran sensiblemente por debajo de la creación neta de hogares acumulada en 2022 y en 2023 (545.000 hogares). De ese modo, el diferencial negativo entre estas magnitudes durante este período alcanza las 365.000 viviendas. Estas cuantificaciones solo tienen en cuenta la demanda de vivienda principal por parte de los hogares residentes, mientras que la consideración de la demanda de vivienda en propiedad de no residentes en el período 2022-2023 supondría un déficit adicional de unas 120.000 viviendas, sin considerar la demanda de vivienda secundaria por parte de hogares residentes o la vivienda de alquiler de no residentes. Por tanto, una parte del déficit de vivienda estaría cubriéndose en la actualidad con la movilización de viviendas desocupadas y con la conversión de viviendas secundarias en viviendas principales, así como con la incipiente conversión de inmuebles de uso terciario a uso residencial.

Por otro lado, las proyecciones de hogares del Instituto Nacional de Estadística (INE) publicadas en junio de 2024, que recogen previsiones sobre la evolución de la creación neta de hogares para los años 2024-2025, apuntan a que este diferencial entre la producción de vivienda nueva y la demanda podría seguir incrementándose. En concreto, la comparación entre el volumen agregado de viviendas iniciadas en el conjunto de los años 2022 y 2023<sup>3</sup> y las proyecciones de creación neta de hogares supondría un déficit adicional de vivienda nueva cercano al medio millón de unidades. No obstante, estas cuantificaciones deben considerarse con cautela, ya que las proyecciones demográficas y los flujos migratorios se encuentran sujetos a una elevada incertidumbre. Por ejemplo, las proyecciones del INE publicadas en octubre de 2022 preveían 270.000 hogares menos en el período 2024-2025 que las proyecciones más recientes. Adicionalmente, los datos provisionales sobre el número total de hogares a mediados de 2024 apuntan a una importante desaceleración en el ritmo de creación neta de hogares. Por ejemplo, en el primer semestre de 2024 la creación neta de hogares se situaría en unos 55.000 hogares. Esta cifra supone una creación neta en términos interanuales cercana a los 155.000 hogares, frente a previsiones del INE de junio de 2024 para el conjunto del año de 360.000 hogares. Esta tendencia, en caso de mantenerse, reduciría en una cuantía sustancial el déficit previsto de vivienda nueva para el año 2024.

El actual diferencial negativo entre la producción de vivienda nueva y la creación neta de hogares contrasta con los patrones históricos observados de estas magnitudes desde el año 1980. Por ejemplo, entre 1980 y 2010 la producción acumulada de viviendas excedió el número de nuevos hogares en una cuantía superior a los 3 millones de viviendas, con un promedio anual de exceso en torno a las 125.000 unidades<sup>4</sup>. Este excedente en la producción de vivienda nueva fue particularmente intenso durante el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI, cuando el diferencial entre nuevas viviendas y la creación

<sup>3</sup> El volumen de viviendas iniciadas en 2022 y en 2023 permite aproximar el número máximo de viviendas terminadas en 2024-2025 dados los tiempos medios estimados de construcción de vivienda en España, que se sitúan alrededor de los dos años.

<sup>4</sup> Este exceso de oferta refleja, en parte, la amortización de viviendas, así como la demanda de segundas residencias.

neta de hogares se situó en un promedio anual superior a las 150.000 unidades (cuantía que equivale a un volumen acumulado de exceso de vivienda superior a 1,6 millones de unidades en esa década). La absorción gradual de este *stock* de vivienda sin vender contribuye a explicar, en parte, una evolución del número de viviendas nuevas terminadas inferior al incremento del número de hogares, con un diferencial negativo acumulado entre estas magnitudes estimado en unas 250.000 viviendas durante la década comprendida entre 2011 y 2021. A pesar de la absorción de una parte relevante de este *stock* de vivienda, el exceso de producción durante el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI se refleja aún en la existencia de unas 450.000 viviendas sin vender construidas durante esos años<sup>5</sup>. No obstante, la localización y el estado de estas dificultan su absorción en el mercado debido a las preferencias de la demanda, tal como refleja la estabilidad de este *stock* desde 2018 a pesar del incremento de la demanda durante este período.

En el período más reciente, el aumento de la demanda de vivienda se explica, en parte, por un incremento de los flujos migratorios del exterior, que han contribuido de manera muy notable a la creación neta de hogares<sup>6</sup> (véase gráfico 5.a). En concreto, los saldos migratorios del exterior acumulados en los años 2022 y 2023 se situaron en torno al millón y medio de nuevos residentes, cifra equivalente a los saldos máximos históricos registrados en los años 2006 y 2007. Este dinamismo de los saldos migratorios ha elevado el peso relativo de la población residente con nacionalidad extranjera en España desde el 9,5 % de 2015 hasta el 13,6 % en el segundo trimestre de 2024. Además, una parte relevante de los flujos de nuevos residentes que impulsan la demanda de vivienda corresponde a población nacida en el exterior pero que dispone de nacionalidad española. En conjunto, la población residente nacida en el extranjero alcanzó, de acuerdo con los datos provisionales, el 18,5 % del total en el segundo trimestre de 2024, con un aumento de unos 6 puntos porcentuales (pp) desde 2016 y un incremento en torno a los 3 millones de residentes de origen extranjero<sup>7</sup>. Por otro lado, este incremento de la población no se distribuye de manera homogénea en el territorio, sino que se localiza en una mayor proporción en las principales áreas urbanas donde se concentra la actividad económica y en las zonas turísticas donde existe un incremento de la demanda de trabajo<sup>8</sup>.

La concentración de la creación neta de hogares en determinadas áreas geográficas da lugar a desajustes heterogéneos en los déficits de producción de vivienda nueva (véase gráfico 6). En concreto, las provincias de Madrid y Barcelona representan cerca de un tercio del total del déficit acumulado de vivienda estimado para el período 2022-2025, cuantía que supera el 50 % del déficit total cuando se incluyen las provincias de València, Alicante

5 Esta cifra se calcula como la diferencia acumulada entre la cuantía de viviendas terminadas y las compraventas de vivienda nueva, cuyos datos están disponibles desde 2004.

6 Véase Cuadrado, Gómez y Sastre (2024) para una caracterización de los flujos migratorios hacia España y su comparativa con otros países de la Unión Europea.

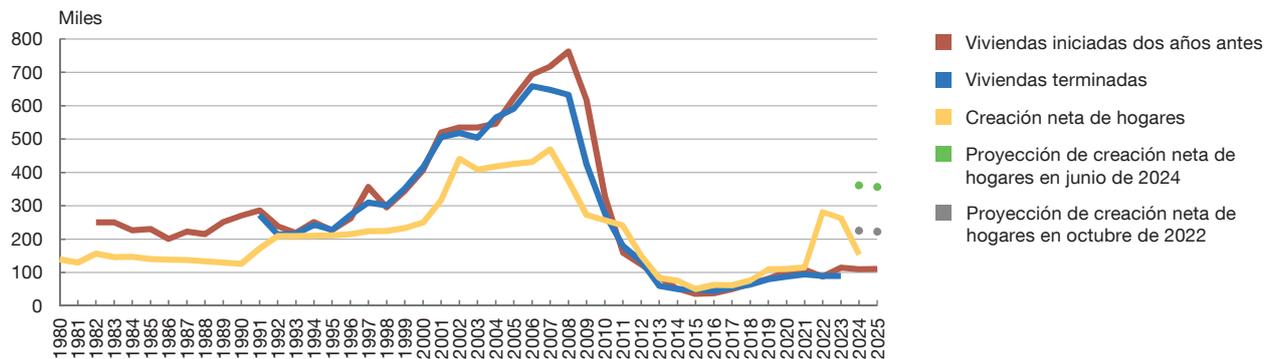
7 Este crecimiento de la población de origen extranjero compensa la reducción de la población nacida en España, que disminuye en unos 700.000 habitantes desde 2016 como resultado del crecimiento vegetativo negativo y de las migraciones al exterior (Instituto Nacional de Estadística, 2024).

8 La localización de los nuevos residentes tiene un impacto en el mercado residencial a través de un aumento sustancial de la demanda de alquiler. Véase Khametshin, López Rodríguez y Pérez García (2024) para un análisis de la evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda.

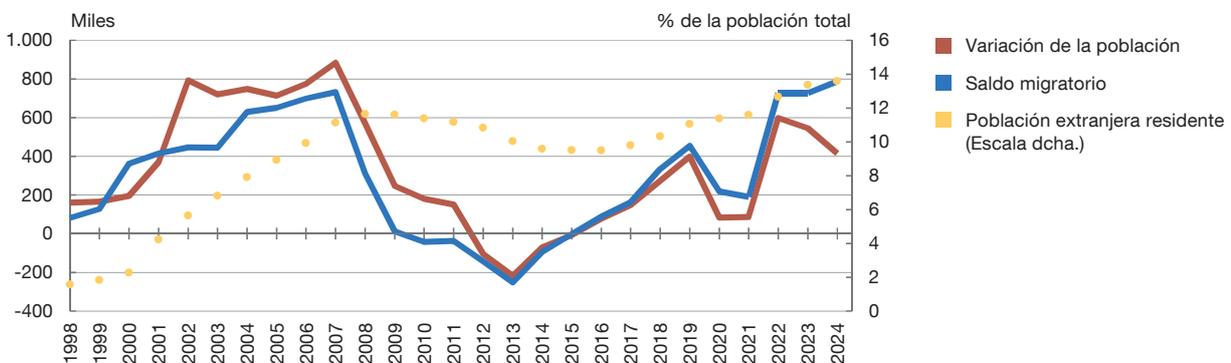
Gráfico 5

## Dinámicas demográficas y producción de vivienda nueva en España

## 5.a Viviendas iniciadas dos años antes, viviendas terminadas y creación neta de hogares (a)



## 5.b Variación de la población, saldo migratorio y peso de la población extranjera residente (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

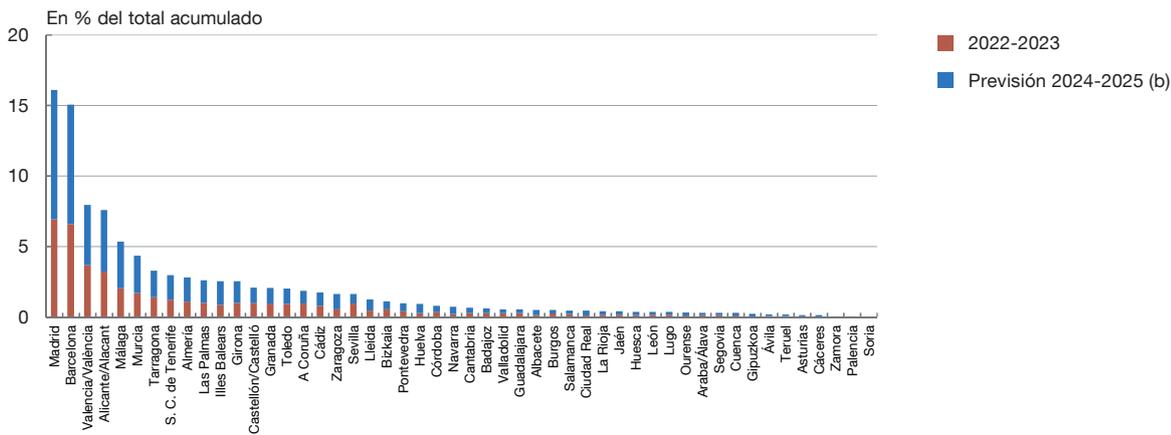
- a La creación neta de hogares hasta 2021 se obtiene a partir de los censos y padrones continuos publicados por el INE. Los datos para los años posteriores se corresponden con la variación anual promedio en el número de hogares, calculada a partir de los datos trimestrales de la Estadística Continua de Población del INE disponible hasta el segundo trimestre de 2024. Los puntos representan las cifras proyectadas de creación neta de hogares para los años 2024 y 2025 de acuerdo con las dos últimas ediciones de la proyección de hogares publicadas por el INE (junio de 2024 y octubre de 2022).
- b Las cifras de población residente (total y extranjera) para los años comprendidos entre 1998 y 2023 se refieren a los datos a 1 de enero entre 1999 y 2024. La población de 2024 corresponde a los datos provisionales a 1 de julio de ese año. Los datos definitivos de saldo migratorio se encuentran disponibles hasta 2022, mientras que el dato de 2023 es una cifra provisional y el de 2024 corresponde a la última proyección del INE de junio de 2024.

y Málaga. Estas cinco provincias suponen en torno al 50 % de la creación neta de hogares total prevista de acuerdo con las previsiones de junio de 2024, frente a una producción de vivienda nueva en estos territorios que no alcanzaría el 45 % del total. En particular, las provincias de Barcelona, València y Alicante son las que presentan un mayor diferencial entre su peso relativo en la creación neta de hogares y la proporción que estas provincias representan en la producción de vivienda nueva<sup>9</sup>. Además, en algunas de estas provincias (Alicante y Málaga) se concentra una importante demanda de vivienda por parte de no residentes (véase gráfico 3). Al mismo tiempo, se observan áreas en la costa mediterránea, en las islas Canarias e Illes Balears con déficits relativos significativos en términos de vivienda

<sup>9</sup> Estas tres provincias supusieron el 27,3 % de la creación neta de hogares en 2022-2023, mientras que solo representaron el 18,1 % de las nuevas viviendas terminadas.

Gráfico 6

## Participación en el déficit acumulado de vivienda nueva en el período 2022-2025 (a)



FUENTE: Banco de España, con datos del Instituto Nacional de Estadística y el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a El déficit de vivienda se aproxima como el diferencial entre la creación neta de hogares y la producción de vivienda nueva.  
 b El déficit de vivienda para estos años se calcula con las proyecciones de hogares del INE de junio de 2024 y las viviendas iniciadas en 2022 y 2023.

para hogares residentes en los que también existe una notable demanda de vivienda de uso vacacional por parte de hogares no residentes.

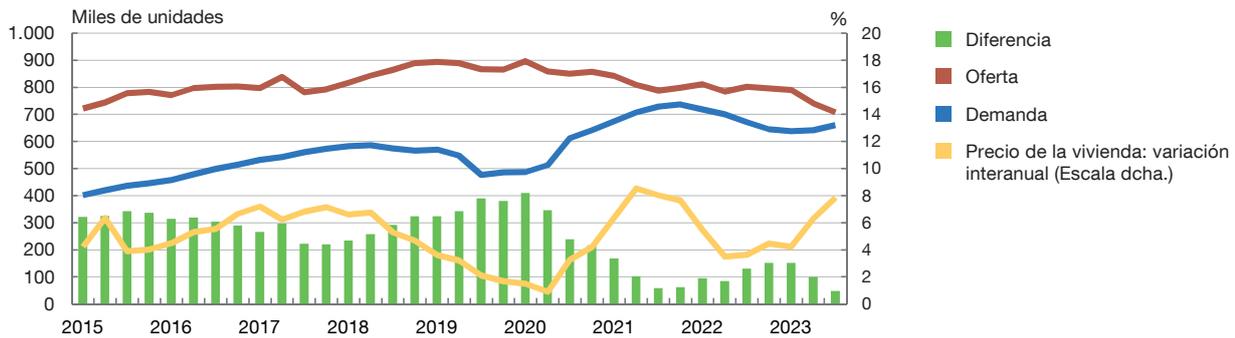
La escasez relativa de la oferta de vivienda también se observa cuando se considera una medida que incluye no solo la obra nueva, sino también las viviendas de segunda mano. Se estima que la oferta agregada, resultado de considerar las viviendas tanto nuevas como usadas ofrecidas para su venta en los portales inmobiliarios, se ha situado en torno a un promedio anual de 820.000 viviendas desde 2016, con una progresiva reducción a partir de 2020 (véase gráfico 7.a). En sentido opuesto, se observa una tendencia creciente de la demanda desde 2015, aproximada por el conjunto de adquisiciones de vivienda en cada año, que se habría moderado en 2023, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. De ese modo, a partir de 2021 se produciría una significativa reducción del diferencial entre la oferta y la demanda de vivienda residencial. El desajuste entre la rigidez de la oferta y el crecimiento de la demanda de vivienda estaría contribuyendo a sostener el dinamismo reciente de los precios de este activo. En efecto, existe una correlación negativa elevada del diferencial estimado entre la oferta y la demanda y la variación de los precios de la vivienda (véase gráfico 7.b)<sup>10</sup>.

La rigidez de la oferta de vivienda nueva se ve reflejada, en parte, en el menor dinamismo de los indicadores de actividad inmobiliaria, como la inversión residencial o el empleo en los sectores de la construcción y el inmobiliario. En efecto, estos indicadores se sitúan en niveles inferiores a los observados en ciclos expansivos previos. Si bien estos

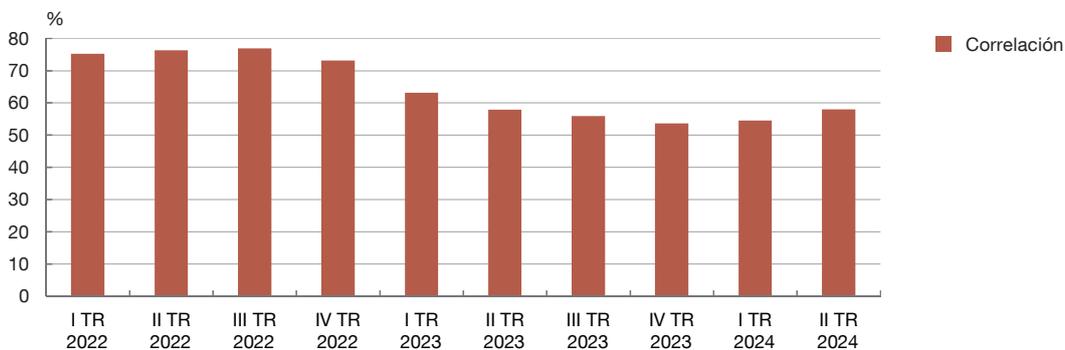
<sup>10</sup> Véase San Juan (2023) para una discusión de los detalles metodológicos sobre la construcción del indicador de desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda residencial.

## Oferta, demanda y precio de la vivienda

## 7.a Desajuste entre oferta y demanda y precios de la vivienda (a)



## 7.b Relación entre el desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda y sus precios (b)



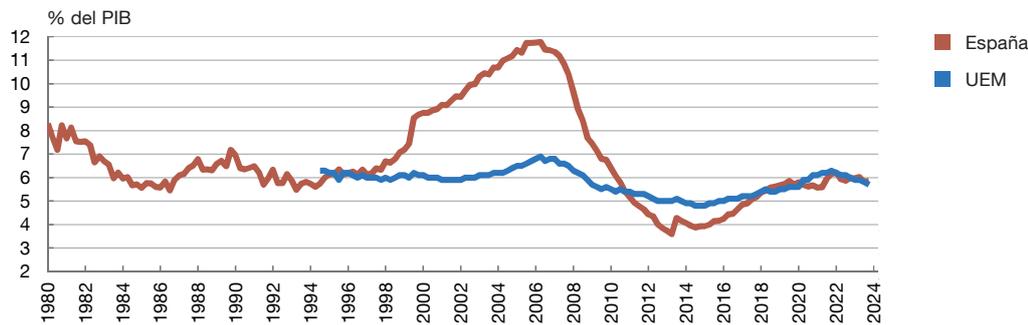
FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y Tinsa.

NOTA: Última observación: segundo trimestre de 2024.

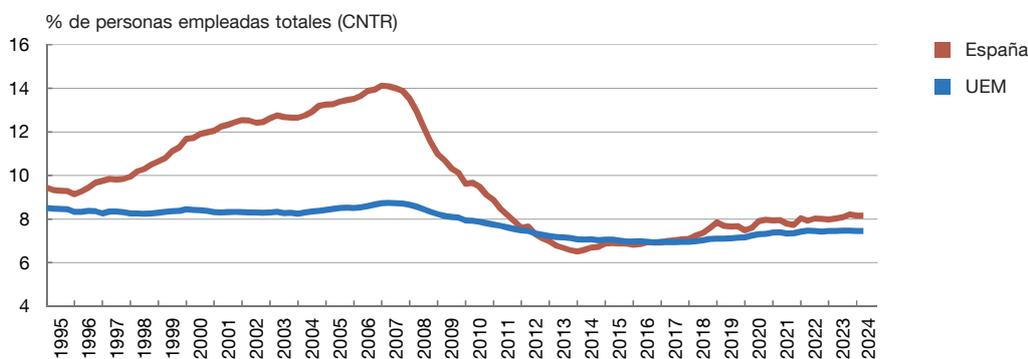
- a La oferta de vivienda en un trimestre se define como la suma de la oferta neta publicada en los principales portales inmobiliarios (*proxy* de oferta de vivienda usada), cuyo primer dato disponible es el último trimestre de 2015, y las certificaciones de fin de obra acumuladas durante cuatro trimestres (*proxy* de oferta de vivienda nueva). No se considera en esta definición de oferta el volumen de vivienda nueva sin vender acumulada desde el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI, cuya evolución se mantiene relativamente plana desde finales de 2018. La demanda de vivienda en un trimestre se define como el volumen de las compraventas de vivienda acumuladas durante cuatro trimestres.
- b Se representa la correlación, con el signo cambiado, entre la diferencia entre la oferta y la demanda de vivienda y la tasa de variación interanual del precio de la vivienda en el período comprendido entre el último trimestre de 2015 y el trimestre mostrado.

indicadores experimentaron una fase de intensa recuperación a partir de 2014, tras la notable corrección de la actividad durante la crisis iniciada en 2008, esta expansión se estabilizó a partir de 2019 y durante la pandemia de COVID-19 (véase gráfico 8). De ese modo, el peso relativo de la inversión en vivienda en términos de PIB desde 2022 se encuentra en torno al 6 %, porcentaje situado entre los niveles más reducidos durante las expansiones de la economía española desde el año 1980. Por ejemplo, los actuales niveles de inversión en vivienda son inferiores al 6,5 % del PIB durante el promedio de la década de los ochenta o del 8,8 % del PIB en el promedio anual del ciclo expansivo entre 1995 y 2007, con un máximo histórico del 11,7 % registrado en 2006 durante el excepcional *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI (véase gráfico 8.a). Por otro lado, desde 2021 la inversión en vivienda en la Unión Económica y Monetaria (UEM) se sitúa en promedio también en el 6 % del PIB, en línea con la media desde 1995 para el conjunto del área del euro, si bien se observa una elevada heterogeneidad entre las economías del área (véase epígrafe 4).

## 8.a Inversión en vivienda (a)



## 8.b Empleo en los sectores de la construcción e inmobiliario (a)



FUENTES: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

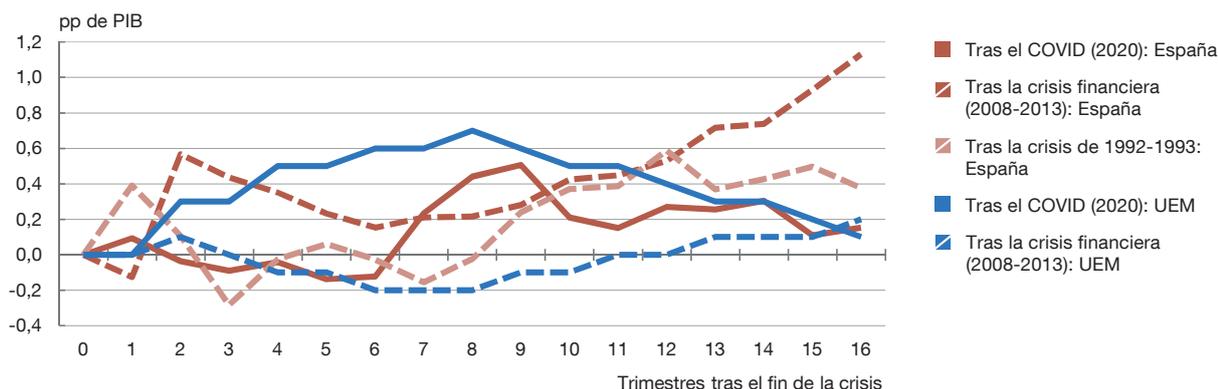
a Series desestacionalizadas. Último dato observado: segundo trimestre de 2024.

Los datos de empleo de las actividades de construcción y promoción inmobiliaria en España muestran asimismo una recuperación desde 2014 y una estabilización a partir de 2019 (véase gráfico 8.b). En particular, el empleo en estas actividades en 2023 (8,1 % del empleo total) se situaba 0,2 pp por encima del promedio observado desde 2019, pero era inferior a las ratios medias registradas durante el período 1995-2007 (11,8 %) o el máximo del *boom* inmobiliario en 2007 (14 %). No obstante, la participación en el empleo de estas actividades en España en la fase de expansión actual es 0,3 pp superior al promedio de la UEM desde 1995 y 0,7 pp por encima de la ratio de esta área económica desde 2021 (7,4 %). En conjunto, la evolución reciente de los indicadores agregados de actividad inmobiliaria por el lado de la oferta en España sugiere que el mercado de la vivienda residencial no se encontraría sobredimensionado en el conjunto de la economía en términos históricos<sup>11</sup>.

Considerando una aproximación más coyuntural, la dinámica reciente de la inversión en vivienda después de la pandemia de COVID-19 presenta diferencias en relación

<sup>11</sup> En el epígrafe 4 se discute con más detalle la evolución de estos indicadores en España en comparación con las principales economías del área del euro y las economías avanzadas.

## Inversión en vivienda (a)



FUENTES: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a Último dato observado: segundo trimestre de 2024.

con salidas de crisis económicas pasadas o el dinamismo observado en el área del euro hasta 2022. En particular, la evolución de la inversión en vivienda durante la primera fase de recuperación después de la pandemia mostró un menor dinamismo, que contrasta con la evolución observada en otros episodios históricos de salida de la crisis o el impulso de este componente en el área del euro (véase gráfico 9). Este menor dinamismo de la inversión en vivienda en España desde 2020 se explicaría en buena medida, tal como se ha expuesto anteriormente, por un menor ritmo de producción de vivienda nueva durante este período. La inversión en vivienda en España se recuperó en términos de PIB a partir de 2022, frente a la contención en el área del euro, si bien dicha recuperación no alcanzó el dinamismo de otros períodos, como el de la salida de la crisis financiera global. Por otro lado, si bien en términos de empleo el sector inmobiliario habría resistido el *shock* de la crisis sanitaria, la información disponible señala los problemas de disponibilidad de mano de obra en esta rama de actividad. En concreto, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) indica que más de la mitad de las empresas del sector que participan en esta encuesta declaran que la escasez de trabajadores tiene un impacto negativo o muy negativo sobre su actividad a mediados de 2024, frente al cerca del 20 % declarado a finales de 2020. La escasez de mano de obra cualificada sería un primer factor relevante que estaría condicionando el ritmo de producción y rehabilitación de viviendas en España y, de ese modo, contribuiría a explicar tanto el menor dinamismo como los reducidos niveles actuales de inversión en vivienda en España. Además de la menor disponibilidad relativa de mano de obra cualificada, otros factores limitan la producción y la rehabilitación de viviendas. Entre ellos destacan la escasez de suelo finalista disponible para su edificación, el aumento de los costes de los factores de producción o el escaso dinamismo de la financiación de la actividad inmobiliaria residencial<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Véase, para más detalles, Banco de España (2024).

### 3 La dinámica del crédito inmobiliario y las condiciones de financiación en España

El acceso al crédito hipotecario y las condiciones de financiación son determinantes, de manera conjunta con la renta y el ahorro acumulado, de la capacidad de compra de una vivienda por parte de los hogares. En este epígrafe se documenta la dinámica reciente de los flujos y de los saldos de crédito inmobiliario en España, así como la evolución de los principales indicadores que aproximan las condiciones de financiación de los hogares para la adquisición de una vivienda. La evidencia descriptiva ilustra cómo la fase expansiva del mercado de la vivienda residencial registrada desde 2014 ha sido compatible con la recuperación de los flujos de crédito, sin que se haya producido una acumulación de desequilibrios asociados al crédito inmobiliario como en episodios previos. La actual contención de los riesgos y las vulnerabilidades para la estabilidad financiera se debe, en buena parte, a la prudencia aplicada por las entidades financieras en la concesión de crédito hipotecario a los hogares y a las actividades de construcción y promoción inmobiliaria<sup>13</sup>.

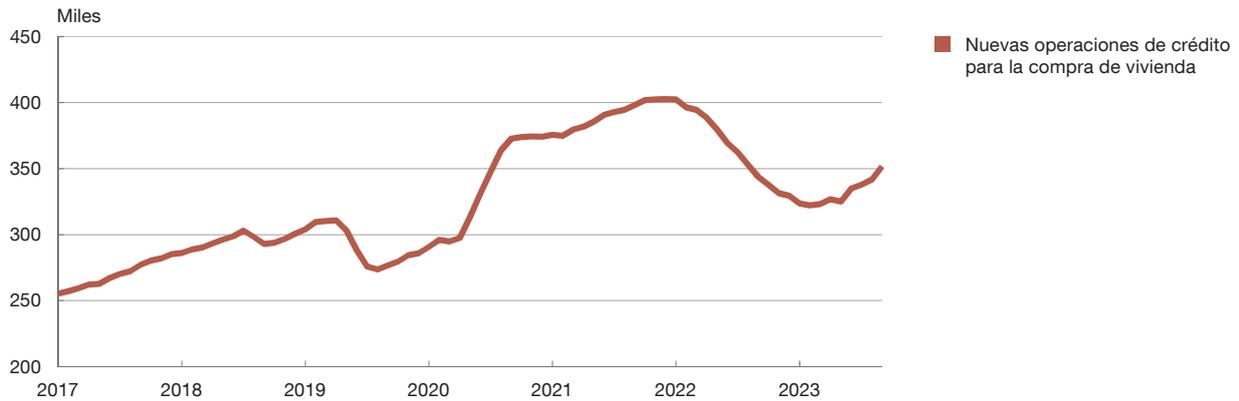
El auge de la demanda de vivienda por parte de los hogares después de la pandemia de COVID-19 explica el dinamismo de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda desde 2021. En particular, la recuperación de las compraventas de vivienda a partir de mediados de 2021 y su notable crecimiento en 2022 impulsaron el número de operaciones de crédito para la compra de vivienda de los hogares en este período (véase gráfico 10.a). Por ejemplo, estas operaciones ascendieron a unas 400.000 en 2022, cifra un 28 % superior a la registrada en 2019 y cuyo notable aumento recoge en parte la materialización de operaciones aplazadas durante la pandemia. La moderación en el número de compraventas y la progresiva transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación redujeron estas operaciones en 2023, si bien aún fueron un 4 % superiores a las registradas en 2019. Los datos más recientes apuntan a una recuperación de tales operaciones en un contexto de progresiva relajación de las condiciones de financiación hipotecaria de los hogares. Por ejemplo, las operaciones acumuladas en los doce meses anteriores a julio de 2024 se situaron un 20 % por encima de las cifras para un período análogo de 2019 y fueron un 2,4 % superiores a las de 2023.

El recurso al crédito hipotecario en las nuevas adquisiciones de vivienda ha variado de forma significativa desde 2007, condicionado por la evolución macrofinanciera (véase gráfico 10.b). En concreto, más de un 60 % de las compras de vivienda en 2007 se financiaron con recurso al crédito, en un contexto de expansión económica y condiciones crediticias holgadas. Tras el estallido de la crisis financiera global en 2008, se produjo un descenso notable de la proporción de operaciones de compra de vivienda financiadas con crédito, hasta alcanzar cifras inferiores al 30 % de las compraventas en 2013. A partir de

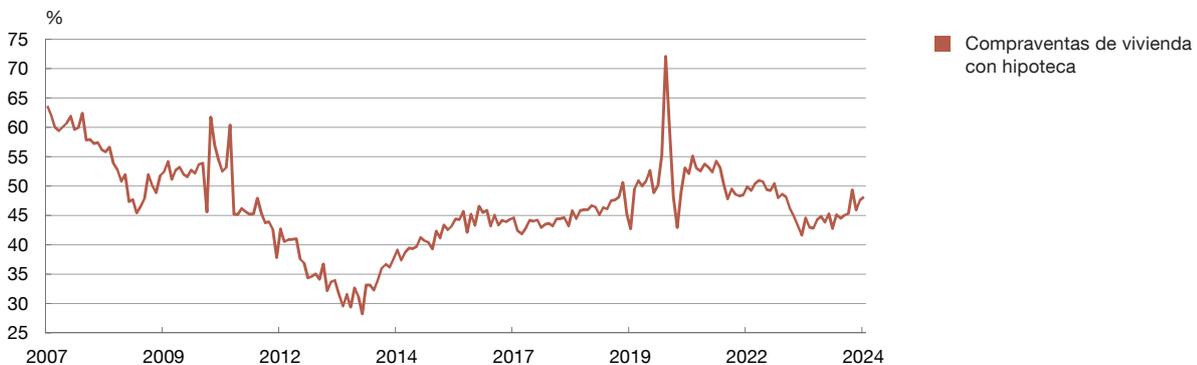
<sup>13</sup> Esta mayor prudencia se explicaría por un cambio en las preferencias de las entidades financieras después de la crisis inmobiliaria iniciada en 2008 que las habría llevado a evitar una asunción excesiva de riesgos, así como por modificaciones en la regulación bancaria después de la crisis financiera global (véase Banco de España, 2024).

## Indicadores de evolución de las nuevas operaciones de crédito hipotecario para la compra de vivienda

## 10.a Nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda por parte de los hogares (a)



## 10.b Préstamos hipotecarios para la compra de vivienda (b)



FUENTE: Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y el Notariado. Último dato: julio de 2024.

a Acumulado de 12 meses.

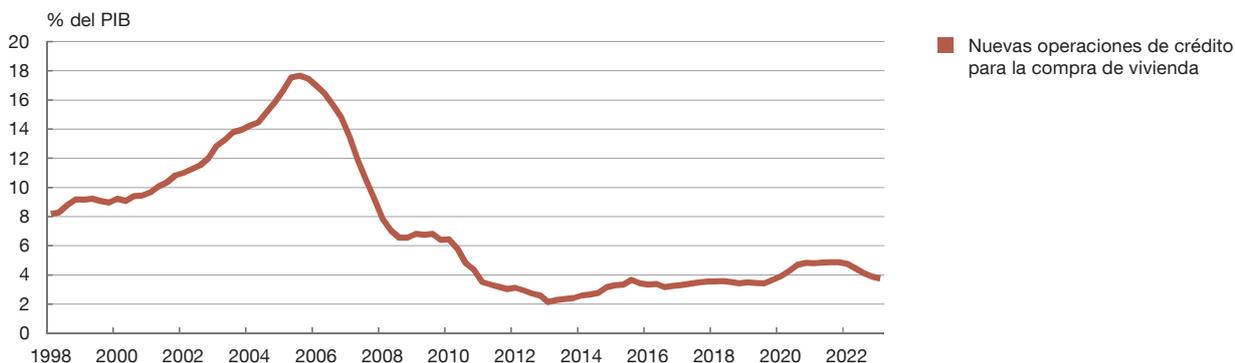
b Series mensuales desestacionalizadas.

2014, en un contexto macrofinanciero favorable, se observó una progresiva recuperación de las compras de vivienda financiadas con hipoteca, cuya ratio alcanzó un promedio situado alrededor del 45 % hasta 2019. Esta proporción siguió elevándose durante la pandemia, hasta superar el 50 % en el promedio de este período hasta finales de 2021. Tras el endurecimiento de la política monetaria en el área del euro, que supuso un deterioro de las condiciones de financiación, se observó a partir de 2022 una significativa disminución del peso relativo de las compras de vivienda con financiación externa, cuya ratio se situó en 2023 por debajo del 45 %, unos 10 pp inferior a las proporciones registradas en 2021. No obstante, los datos más recientes apuntan a una cierta recuperación del peso relativo de la financiación hipotecaria en la compra de vivienda, con una ratio del 48 % en julio de 2024, lo que reflejaría una cierta mejoría de las condiciones de financiación hipotecaria.

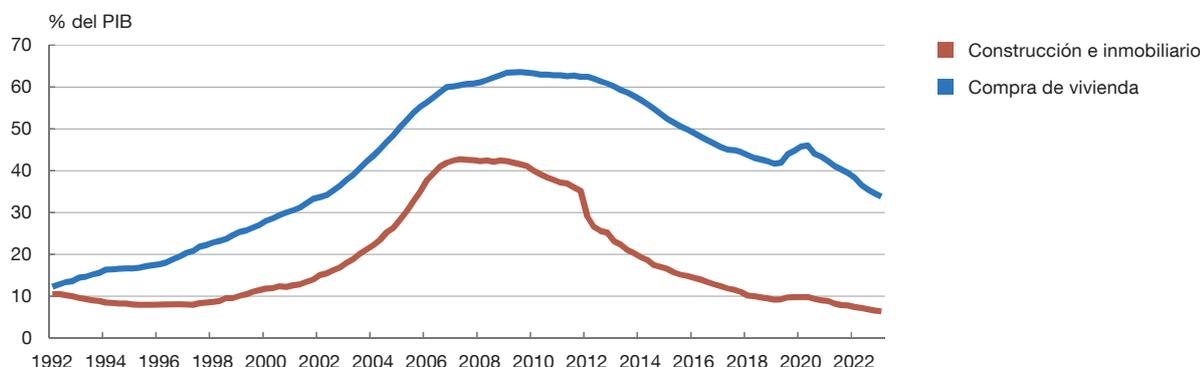
El importe de las nuevas operaciones para la adquisición de vivienda en relación con el PIB presentó una tendencia ascendente desde la recuperación del mercado de la vivienda

## Indicadores de evolución del crédito inmobiliario

## 11.a Nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda. Acumulado de 12 meses



## 11.b Saldo vivo de crédito por finalidad



FUENTE: Banco de España.

residencial en 2014 hasta 2022 (véase gráfico 11.a). En concreto, esta ratio se incrementó desde el 2,1% del PIB a finales de 2013 hasta el 4,8% del PIB registrado en el tercer trimestre de 2022. A pesar de que dicha ratio no se observaba desde 2011, este nivel se encontraba muy alejado de los registrados en ciclos expansivos previos. Por ejemplo, en 2022 la ratio suponía en torno a un cuarto de la cifra registrada en el máximo de la expansión crediticia durante la primera década del siglo XXI (17,7% del PIB a mediados de 2006) y alrededor de la mitad del promedio de esta ratio durante el período 1998-2003 (9,9% del PIB). A partir del último trimestre de 2022, los flujos de crédito para la compra de vivienda por parte de los hogares han crecido en menor cuantía que el PIB nominal. De ese modo, se observa un descenso de la ratio de los importes de nuevo crédito para compra de vivienda por parte de los hogares, que se situó en el 3,8% del PIB a finales de 2023. A pesar de la reducción de esta ratio en 2023, los niveles de la misma eran 0,4 pp de PIB superiores a los registrados en 2019 y los importes totales del nuevo crédito para esta finalidad eran un 16% superiores a los de ese año. Este incremento de los flujos de crédito se debe, en buena medida, al aumento de la cuantía media de los préstamos, frente a un avance más contenido del 4% en el número de préstamos para esta finalidad con respecto a 2019<sup>14</sup>.

14 Los datos hasta julio de 2024 apuntan a un aumento de los flujos de crédito para la compra de vivienda, con un incremento interanual de en torno al 5% en términos de importes totales y del 2,5% en nuevas operaciones.

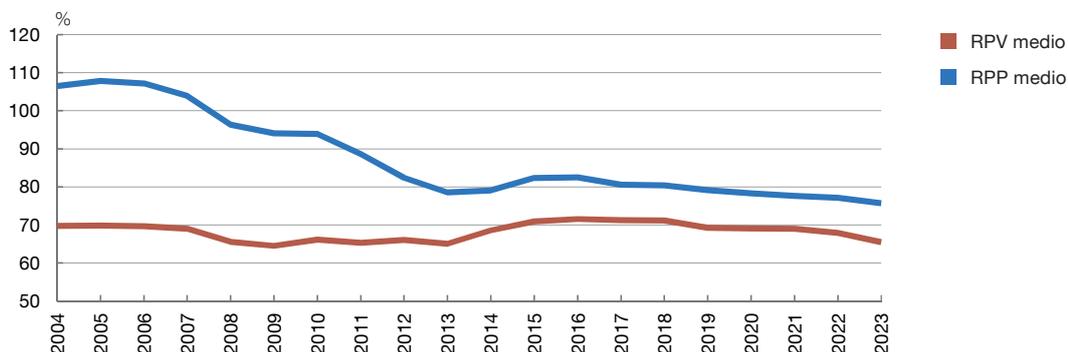
La contención observada desde 2014 en la dinámica de las nuevas operaciones de financiación para compra de vivienda en relación con ciclos expansivos previos ha contribuido a la reducción del saldo vivo de esta modalidad de crédito (véase gráfico 11.b). El notable descenso de la ratio entre el saldo de crédito para la adquisición de vivienda y el PIB, que se inició a mediados de 2010, solo se vio interrumpido durante la primera fase de la pandemia de COVID-19 por la significativa caída del PIB nominal en ese período. Este proceso de desendeudamiento ha sido particularmente intenso desde finales de 2021, ya que, además del impulso en el PIB nominal, el nuevo crédito concedido ha sido inferior al volumen de amortización de la deuda hipotecaria viva. A esta dinámica habría contribuido el notable encarecimiento del crédito hipotecario, que habría mitigado el dinamismo de las nuevas operaciones y, a su vez, incentivado las amortizaciones de este tipo de deuda por parte de los hogares con préstamos a tipo variable. De ese modo, la ratio del saldo vivo del crédito para compra de vivienda se situó a finales de 2023 en torno al 34 % del PIB, cerca de 30 pp por debajo del nivel máximo de esta ratio alcanzado a mediados de 2010 (63,5 % del PIB). Esta reducción ha supuesto que dicha ratio se encontrara a finales de 2023 en niveles no observados desde finales de 2002.

En el caso del crédito concedido al sector de la promoción y la construcción inmobiliaria, la contracción del saldo vivo de esta modalidad de crédito desde su máximo en 2009 ha sido aún mayor que en el caso del crédito para la compra de vivienda, superando el desendeudamiento de este sector los 35 pp de PIB a finales de 2023 (véase gráfico 11.b). Como resultado de este proceso, la ratio del saldo vivo del crédito destinado a estas actividades en términos de PIB se situaba alrededor del 6,5 % en el último trimestre de 2023. Esta cifra representa en torno a un 15 % de la ratio sobre PIB del crédito a estas actividades en relación con su máximo en el primer trimestre de 2008, y supone el nivel histórico más bajo de esta ratio en la serie disponible desde principios de los años 1990. Esta evolución del saldo vivo refleja la continua reducción de los desequilibrios acumulados en la expansión crediticia registrada en la primera década del siglo XXI, pero también el escaso dinamismo de los flujos de crédito al sector de la promoción y la construcción durante los últimos años. Esta dinámica resulta consistente con los modestos niveles de construcción de vivienda nueva y la contención de la actividad inmobiliaria residencial (en relación con ciclos expansivos previos) analizados en el epígrafe 2.

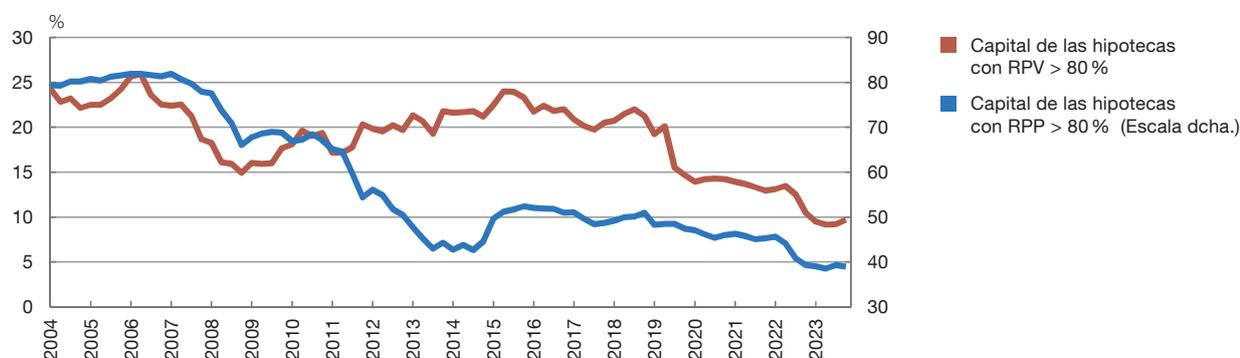
La concesión de crédito hipotecario durante la expansión iniciada en 2014 se ha realizado de acuerdo con estándares crediticios prudentes. Por ejemplo, la ratio préstamo-precio (RPP) de las hipotecas para la compra de vivienda se situó a partir de 2014 en torno al 80 %, reduciéndose hasta el 75 % en 2023 (véase gráfico 12.a). Estas cuantías se encuentran alejadas de las ratios medias superiores al 100 % observadas en el máximo del *boom* inmobiliario de los primeros años de los 2000. Al mismo tiempo, las ratios préstamo-valor (RPV) de las hipotecas desde 2014 se encuentran alrededor del 70 %, cifra que disminuyó hasta el 65 % en 2023. Por otro lado, el porcentaje de préstamos hipotecarios para compra de vivienda con mayor riesgo, que supera los umbrales del 80 % en relación tanto con el precio de la vivienda como con el valor de tasación de la misma, han disminuido respecto a los valores observados entre 2004 y 2007 (véase gráfico 12.b). Por ejemplo, en 2023 el

## Evolución de los estándares de concesión hipotecaria

## 12.a Condiciones hipotecarias para compra de vivienda (a)



## 12.b Concesión de hipotecas a prestatarios con mayor riesgo (b)



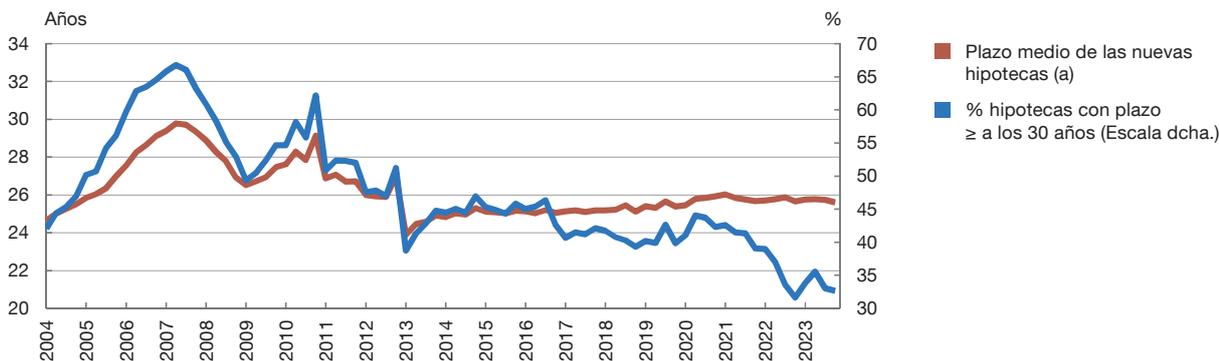
FUENTES: Banco de España (con datos del Colegio de Registradores), Central de Información de Riesgos del Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a La ratio préstamo-precio (RPP) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el precio de compra de la vivienda. La ratio préstamo-valor (RPV) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios de estas ratios para cada trimestre están ponderados por el capital de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas.
- b Las series de RPP > 80 % y de RPV > 80 % indican el porcentaje de capital que representan las nuevas operaciones concedidas en cada trimestre con valores de dichas ratios por encima del 80 % en relación con el importe total de la nueva financiación hipotecaria concedida durante el trimestre.

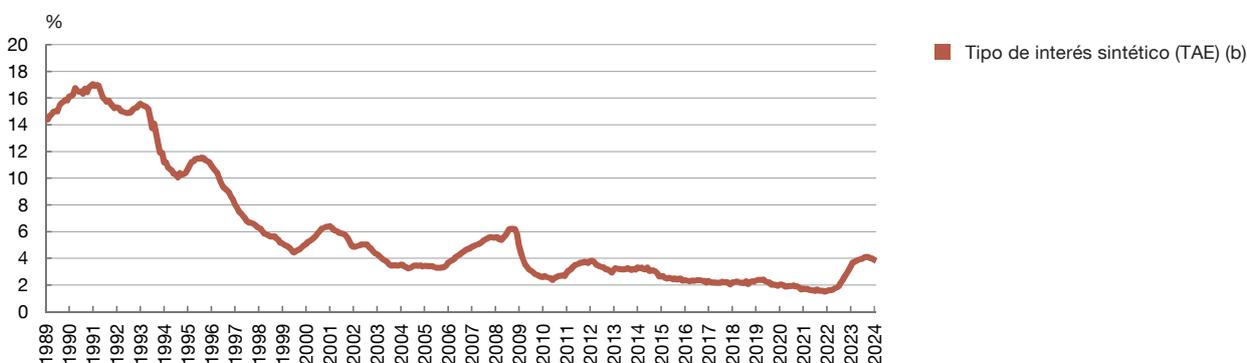
porcentaje de capital hipotecario que excede el 80 % del precio de la vivienda se situaba por debajo del 40 %, frente a niveles superiores al 80 % entre 2004 y 2007. En términos del valor de tasación de la vivienda adquirida, la proporción de capital hipotecario por encima del umbral de mayor riesgo (80 %) se encontraba por debajo del 10 % en 2023, cifra que contrasta con proporciones de en torno al 25 % entre los años 2004 y 2007. Por otro lado, la mayor prudencia en la concesión de crédito hipotecario se refleja también en la disminución de la proporción de la renta de los hogares destinada al pago de la cuota de los préstamos hipotecarios (Banco de España, 2024). En conjunto, a diferencia de lo ocurrido en el *boom* inmobiliario de principios del siglo XXI, la evidencia relativa a los estándares de crédito hipotecario indica que el dinamismo de las compraventas de vivienda durante los últimos años en España ha descansado en menor medida en el recurso al crédito hipotecario. Este hecho se ha visto compensado, en parte, por un aumento de los recursos propios procedentes del ahorro de los hogares que ha modificado el perfil del comprador de vivienda hacia hogares con mayores ingresos y capacidad de ahorro.

## Evolución del plazo y coste medios de los préstamos para la compra de vivienda

## 13.a Plazo de los préstamos hipotecarios



## 13.b Coste de los préstamos para la compra de vivienda

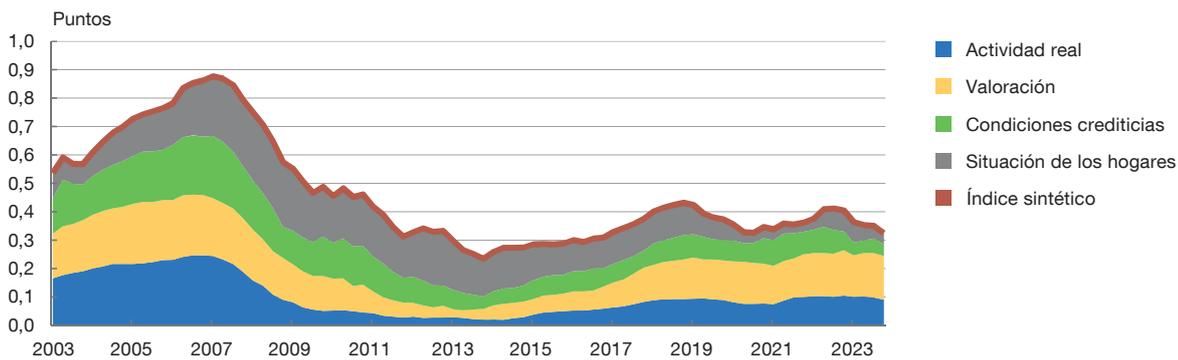


FUENTE: Banco de España, con datos del Colegio de Registradores.

- a Plazo medio de amortización en el trimestre, ponderado por el capital de cada hipoteca para la adquisición de vivienda concedida en el trimestre.  
 b Media móvil de tres meses del tipo medio computado a partir de las constituciones de hipotecas de viviendas en el Registro de la Propiedad.

Las condiciones financieras de los hogares que accedieron al crédito hipotecario fueron holgadas a partir de 2014, si bien el cambio de tono de la política monetaria ha endurecido estas condiciones desde finales de 2021. Por un lado, el plazo medio de los nuevos préstamos hipotecarios desde 2014 se encuentra en torno a los 25 años, frente al plazo medio de 30 años observado en 2007 (véase gráfico 13.a). Esta evolución se ha producido en un contexto de sustancial reducción de la proporción de préstamos hipotecarios con plazos iguales o superiores a 30 años, cuyo riesgo es más elevado, tendencia que se ha intensificado desde mediados de 2022. Por ejemplo, estos préstamos suponían un tercio del total en 2023, frente a proporciones que superaban el 65% en el máximo del *boom* inmobiliario de principios del siglo XXI o ratios superiores al 45% en 2014. Por su parte, los tipos de interés de los nuevos préstamos para la compra de vivienda se mantuvieron en niveles históricamente reducidos entre 2015 y 2022 (véase gráfico 13.b). En concreto, el tipo de interés sintético de estos préstamos se situó en promedio por debajo del 2,5% TAE durante este período y alcanzó su mínimo histórico a finales de 2021 (1,5% TAE). La transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los costes de financiación a partir

Gráfico 14

**Índice sintético de vulnerabilidades y riesgos del mercado de la vivienda (a)**

FUENTE: Banco de España.

a Indicador sintético que resume la información de indicadores individuales del mercado de la vivienda. Estos indicadores individuales se refieren a métricas que aproximan la posición financiera de los hogares, las condiciones del crédito (como el volumen de financiación hipotecaria o los estándares aplicados en la concesión de nuevos préstamos), la evolución de los precios o indicadores relativos a la oferta y a la demanda de vivienda [véase Alves, Broto, Gil y Lamas (2023) para más información]. El índice sintético está acotado entre cero y uno. Valores más altos (bajos) indican la presencia de desequilibrios más altos (bajos).

de 2022 supuso un fuerte incremento de los mismos, con un máximo del 4,8 % TAE en el tercer trimestre de 2023.

En conjunto, la evolución y la situación del crédito, así como los estándares crediticios de los nuevos préstamos inmobiliarios, contribuyen a la contención de los indicadores que aproximan las vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado de la vivienda. En particular, el componente de condiciones crediticias incluido en el índice sintético de riesgos para la estabilidad financiera del Banco de España se situó en 2023 en los niveles más reducidos de la serie disponible, solo comparables con los observados a finales de 2013 (véase gráfico 14)<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Véase Alves, Broto, Gil y Lamas (2023) para más detalles sobre la metodología utilizada para la construcción de este indicador.

## 4 El mercado de la vivienda en el contexto internacional

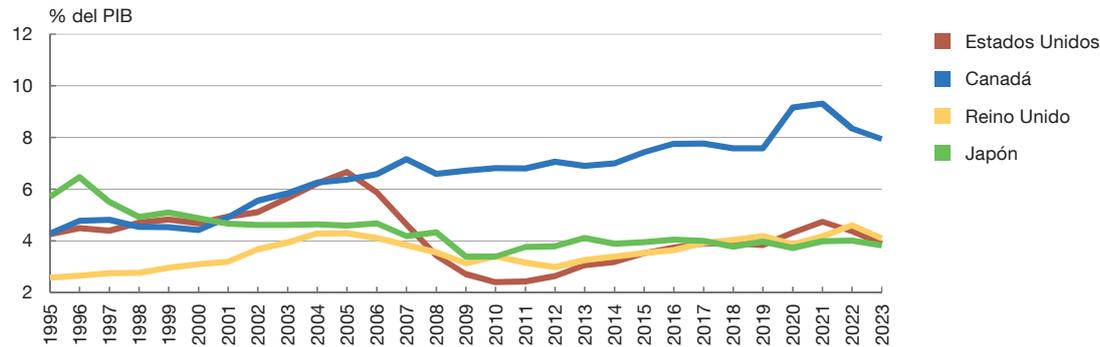
El mercado de la vivienda residencial en las economías avanzadas experimentó una notable recuperación tras la crisis financiera global. Si bien esta recuperación presentó una elevada heterogeneidad por países, el dinamismo de la actividad inmobiliaria fue particularmente intenso en grandes economías que no experimentaron un proceso de ajuste resultado de crisis inmobiliarias como las registradas a principios del siglo XXI en algunas economías del área del euro, el Reino Unido o Estados Unidos. En ese contexto, se observaron en las economías avanzadas importantes crecimientos acumulados de los precios de la vivienda y de la actividad crediticia asociada al mercado residencial que dieron lugar a la aparición de desequilibrios en dicho mercado<sup>16</sup>, así como una elevada heterogeneidad en el crecimiento de la oferta de vivienda nueva. El dinamismo del mercado de la vivienda fue particularmente intenso después de la pandemia de COVID-19 hasta mediados de 2022, expansión a la que contribuyeron la materialización de operaciones aplazadas durante la pandemia y una política monetaria muy expansiva hasta 2021. El endurecimiento monetario adoptado a escala global después del *shock* inflacionario de los años 2021 y 2022 contribuyó al ajuste en la actividad del mercado de la vivienda. Este ajuste fue heterogéneo entre las principales economías avanzadas y en el área del euro, si bien el mercado de la vivienda residencial mantiene un fuerte dinamismo desde una perspectiva de medio plazo.

La evolución de los indicadores de actividad inmobiliaria en las economías avanzadas presenta una significativa heterogeneidad vinculada, en buena medida, a diferencias en las dinámicas del mercado de la vivienda durante las dos últimas décadas. En particular, se observan importantes oscilaciones en el nivel de la ratio de inversión en vivienda en términos de PIB en economías que experimentaron *booms* inmobiliarios y ajustes de actividad durante este período (véase gráfico 15). Por ejemplo, además del caso de España analizado ya con detalle en el epígrafe 2, Canadá mostró una tendencia creciente de la inversión en vivienda desde el año 2000 que le llevó a superar un nivel de inversión del 10 % del PIB en 2021 y a alcanzar, a pesar de su reciente corrección, una ratio del 7,8 % del PIB a principios de 2024. En el caso de Estados Unidos, el *boom* inmobiliario de principios del siglo XXI impulsó la inversión en vivienda por encima del 6,5 % del PIB en 2005, para posteriormente experimentar una fuerte corrección hasta el 2,4 % del PIB en 2011 y recuperarse progresivamente hasta alcanzar cifras de alrededor del 4 % del PIB en el primer trimestre de 2024. Además de en la economía norteamericana, tales niveles de inversión en vivienda situados en torno al 4 % del PIB se observan en promedio durante la última década en Japón y en el Reino Unido (véase gráfico 15.a).

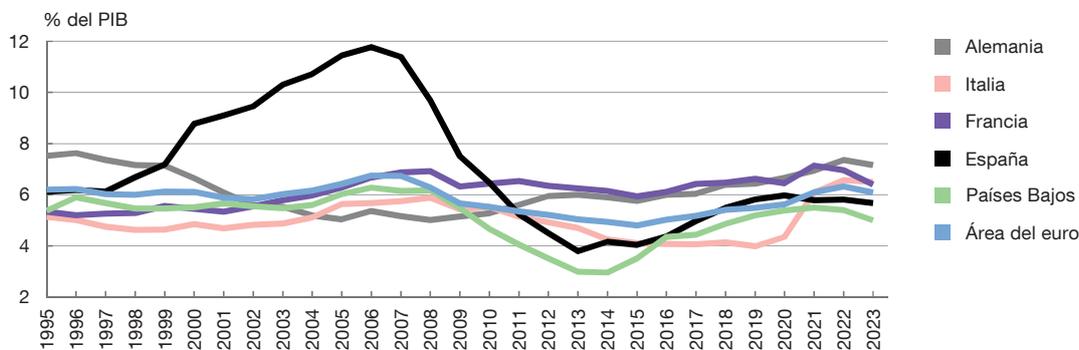
<sup>16</sup> Por ejemplo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) ha emitido de forma repetida alertas y recomendaciones específicas sobre el mercado inmobiliario residencial en 2016, 2019 y 2021. Estas alertas y recomendaciones se dirigen a las economías con mayores desequilibrios en este mercado, entre las que no se encuentra España pero sí algunas de las principales economías europeas como Alemania (alerta en 2016 y recomendación de medidas en 2021), Francia (alerta en 2019) y Países Bajos (alerta en 2016 y recomendación en 2019). Adicionalmente, en su alerta general de 2022, el ESRB advirtió sobre el aumento de las vulnerabilidades del mercado inmobiliario residencial y los posibles efectos que pudiera tener el endurecimiento de la política macroprudencial.

## Inversión en vivienda en el contexto internacional

## 15.a Inversión en vivienda en las economías avanzadas



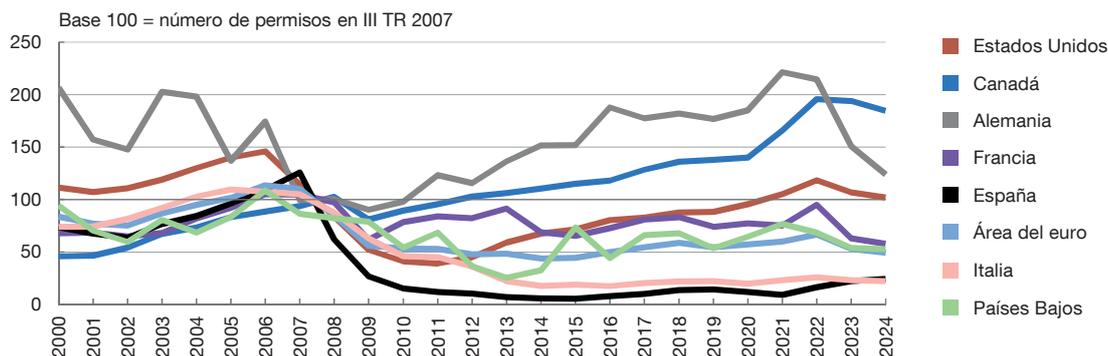
## 15.b Inversión en vivienda en la UEM



FUENTE: OCDE.

En el caso del área del euro, se observa un notable dinamismo de la inversión en vivienda en Alemania y Francia durante la última década (véase gráfico 15.b). En concreto, el promedio de la ratio de la inversión en vivienda sobre el PIB se situó en el 6,5 % en ambas economías durante este período y los niveles de esta ratio superaron el 7 % del PIB a mediados de 2022. Asimismo, entre 2022 y principios de 2024 se registró un fuerte repunte de la inversión en vivienda en Italia, relacionado con el programa público de apoyo a la rehabilitación de vivienda, desde niveles en torno al 4 % del PIB en promedio anual durante el período 2014-2019 hasta cifras que alcanzaron el 6,7 % del PIB en el primer trimestre de 2024. Los Países Bajos también han experimentado una recuperación de sus ratios de inversión en vivienda desde el 3 % del PIB en 2014 hasta el 5 % en 2023, si bien estos niveles se encuentran aún por debajo de las cifras superiores al 6 % observadas en 2006 y 2007. En conjunto, el área del euro ha mostrado unos niveles y un dinamismo de la inversión en vivienda más elevados que los registrados en otras grandes áreas económicas, como Estados Unidos y Japón, hasta ver situadas sus ratios promedio desde 2021 en torno al 6,2 % del PIB. Este nivel, así como las ratios de Alemania, Francia o Italia, se encuentran por encima de la inversión en vivienda en España desde 2021 (5,7 % del PIB).

## Permisos de construcción de vivienda en el contexto internacional



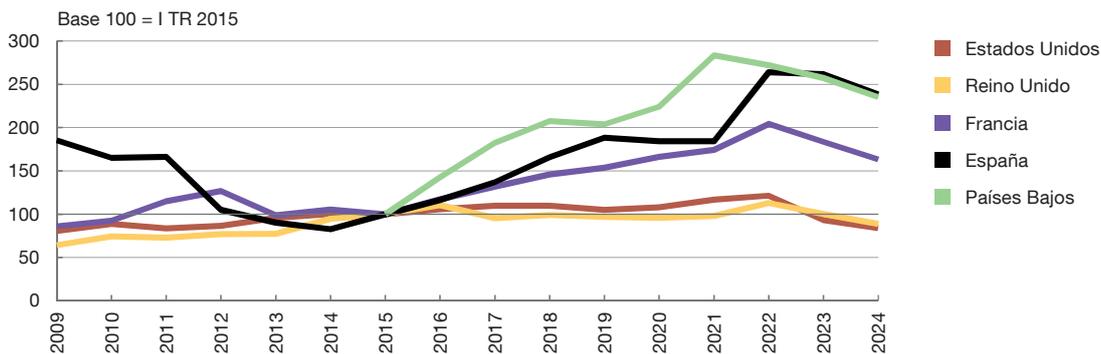
FUENTES: Federal Reserve Economic Data, OCDE y Eurostat.

La evolución de los permisos de construcción de vivienda residencial, que aproxima el crecimiento de la oferta de vivienda nueva, ha mostrado durante la última década comportamientos heterogéneos en las principales economías avanzadas (véase gráfico 16). En concreto, se observa un importante aumento de la oferta desde 2009 en Alemania y en Canadá, donde los niveles de construcción de vivienda alcanzaron en 2022 los registros más elevados en dos décadas. En Estados Unidos, la producción de vivienda se triplicó desde su mínimo en 2011 hasta mediados de 2022, si bien en esta última fecha la oferta de vivienda nueva se situó un 18 % por debajo de los niveles máximos alcanzados en 2006. Esta recuperación de la producción de vivienda también se observa en el caso de Francia hasta mediados de 2022, cuando se registra una tendencia a la baja en los permisos de construcción de vivienda residencial en buena parte de las grandes economías avanzadas. Por ejemplo, hasta principios de 2024 se producen caídas del número de permisos superiores al 40 % en Alemania, al 35 % en Francia, al 15 % en Estados Unidos o al 10 % en Italia, en comparación con el segundo trimestre de 2022. En ese contexto, la economía española presenta una evolución diferencial en términos de producción de vivienda nueva. En línea con lo expuesto en el epígrafe 2, el auge de los permisos de construcción de vivienda en España durante el período de *boom* inmobiliario de principios del siglo XXI terminó con un brusco ajuste en 2008<sup>17</sup> que dio lugar a su posterior estabilización en niveles reducidos desde 2014 hasta 2021. En términos relativos, en el período 2022-2023 los permisos de construcción de vivienda residencial en España representaron en torno al 11 % del total del área del euro, por encima del 5 % de Italia y por debajo del 32 % de Francia o el 21 % de Alemania<sup>18</sup>.

La evidencia disponible señala la existencia de diferenciales significativos entre los patrones de crecimiento de la oferta de vivienda nueva y la dinámica de las compraventas de vivienda en las economías avanzadas (véanse gráficos 16 y 17). En concreto, en el área del

<sup>17</sup> El número de permisos de construcción de vivienda en España representó alrededor del 30 % del conjunto del área del euro en el promedio del período 2005-2007, para descender al 17 % en 2008 y al 11 % en 2009.

<sup>18</sup> En el área del euro, los permisos de construcción de vivienda residencial alcanzaron una cifra cercana a los 1,3 millones en 2022 y a los 1,1 millones en 2023. El promedio de estas cifras se encuentra en línea con el nivel medio anual de los permisos de construcción de vivienda en la UEM desde 2009.



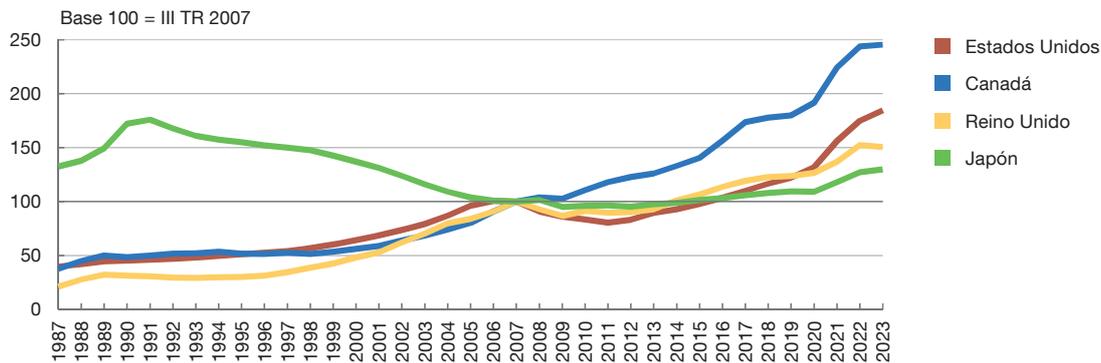
FUENTES: Federal Reserve Economic Data, OCDE e institutos nacionales de estadística.

euro se observan incrementos muy sustanciales en el número de compraventas de vivienda desde 2014 en los Países Bajos y en España, y en menor medida en Francia, que no se han visto acompañados de una expansión sustancial de la oferta de vivienda nueva en estas economías. Por ejemplo, las compraventas de vivienda en España y en los Países Bajos en 2022 casi triplican en número a las operaciones de 2014, cuantía que se duplica en el caso de Francia, frente a crecimientos de los permisos de construcción en ese período de un 25 % en Francia, un 55 % en los Países Bajos o, en el caso de España, la estabilización de los mismos en cifras reducidas analizada en el epígrafe 2. A pesar de la corrección a la baja de las compraventas desde mediados de 2022 tras el endurecimiento monetario, el promedio anual de visados de construcción de vivienda residencial en el período 2022-2023 solo supuso cerca de un 35 % del número de compraventas en Francia, un 30 % en los Países Bajos y menos de un 20 % en España. En línea con estos desarrollos, una proporción muy elevada de las compraventas en estas economías, en torno al 90 % del total, correspondieron a viviendas de segunda mano. Este hecho sugiere la existencia de rigideces en la oferta de vivienda nueva que podrían mantener crecimientos sostenidos de los precios de la vivienda.

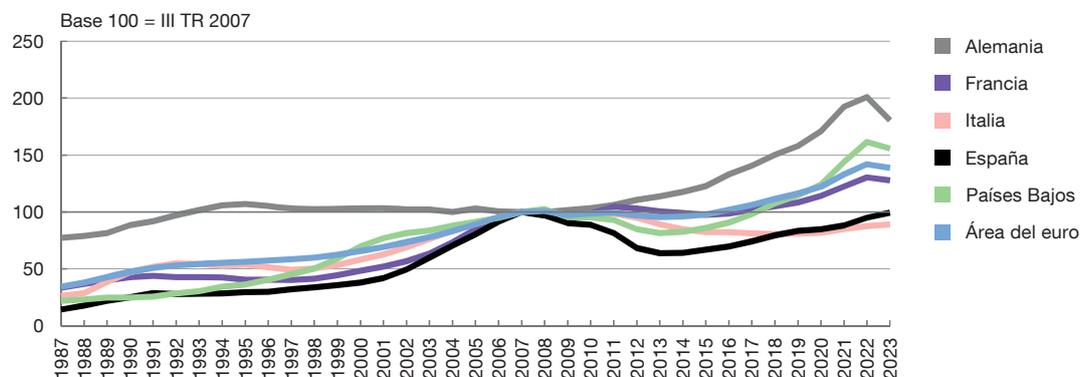
El ajuste y la recuperación de la actividad en el mercado de la vivienda residencial tras la crisis financiera global y hasta la pandemia de COVID-19 fueron heterogéneos y se reflejaron en las dinámicas de los precios de la vivienda (véanse gráficos 18 y 19). Por ejemplo, los precios nominales de la vivienda en el conjunto de las economías de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se situaron a finales de 2019 un 32 % por encima de los niveles registrados en el tercer trimestre de 2007, cuando se inició el ajuste de los precios en el mercado inmobiliario de Estados Unidos. Este crecimiento acumulado fue heterogéneo, con aumentos de en torno al 25 % en economías que sufrieron correcciones en los precios durante la crisis financiera global como Estados Unidos o el Reino Unido, frente a incrementos más contenidos situados alrededor del 10 % en Japón o crecimientos superiores al 80 % en economías que no experimentaron ajustes significativos de los precios como Canadá (véase gráfico 18.a). El crecimiento de los

## Precio nominal de la vivienda en el contexto internacional

## 18.a Precio nominal de la vivienda en las economías avanzadas



## 18.b Precio nominal de la vivienda en la UEM

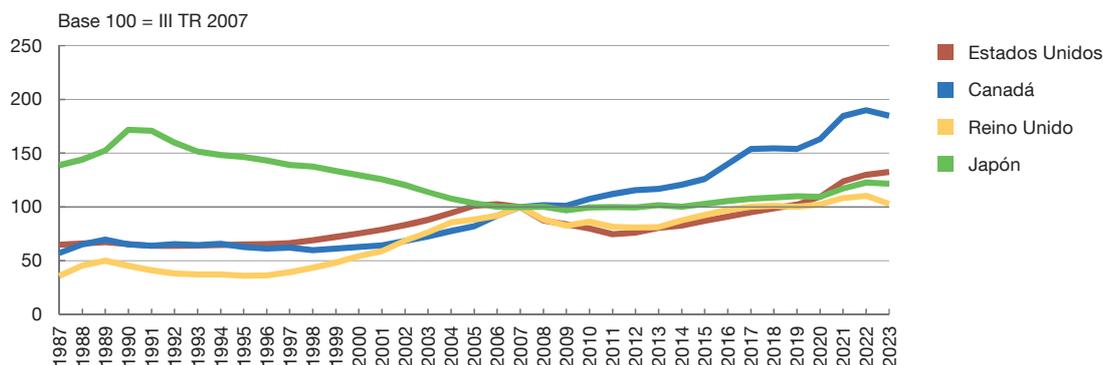


FUENTE: Analytical house price indicators (OCDE, 2024).

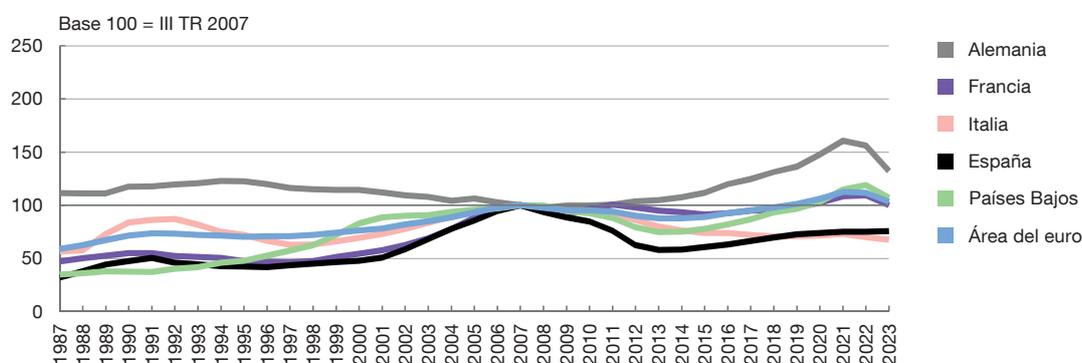
precios tendió a ser generalizado a partir de 2014 y se intensificó tras la pandemia de COVID-19 hasta mediados de 2022, cuando la progresiva transmisión del endurecimiento monetario contribuyó a contener la demanda y desacelerar estas dinámicas. A pesar de la corrección de 2022, los precios medios de la vivienda en términos nominales desde 2007 hasta principios de 2024 experimentaron crecimientos acumulados del 90 % en el conjunto de la OCDE. Entre las principales economías avanzadas, destacan los aumentos cercanos al 145 % en Canadá, al 90 % en Estados Unidos o superiores al 50 % en el Reino Unido. No obstante, el *shock* inflacionario erosionó notablemente la revalorización de la vivienda en términos reales desde 2021. Por ejemplo, los crecimientos acumulados de los precios de la vivienda una vez se ajustan por la inflación habrían sido de un 25 % en las economías de la OCDE entre 2007 y el primer trimestre de 2024. Esta evolución de los precios reales presenta una elevada heterogeneidad, con aumentos inferiores al 3 % en el Reino Unido frente al 35 % en Estados Unidos o el 80 % en Canadá (véase gráfico 19.a). En el caso de Japón, cuyas presiones inflacionistas fueron menores, el crecimiento del precio medio de la vivienda en términos reales desde 2007 hasta finales de 2023 se situó en el 22,5 %.

## Precio real de la vivienda en el contexto internacional

## 19.a Precio real de la vivienda en las economías avanzadas



## 19.b Precio real de la vivienda en la UEM



FUENTE: *Analytical house price indicators* (OCDE, 2024).

La evolución de los precios de la vivienda en el conjunto del área del euro también presenta una dinámica de notable crecimiento en relación con los niveles registrados al inicio de la crisis financiera de 2007, si bien existe una significativa heterogeneidad entre las grandes economías de la UEM (véase gráfico 18.b). En particular, el crecimiento acumulado de un 40 % de los precios nominales de la vivienda en la UEM desde el tercer trimestre de 2007 hasta el primer trimestre de 2024 se explica, en buena medida, por el incremento registrado en Alemania (77,5 %) y en los Países Bajos (60 %). En el caso de Alemania, los precios no se ajustaron a la baja durante la crisis financiera global e iniciaron una senda de fuerte crecimiento que supuso a mediados de 2020 doblar los precios nominales de 2007. Desde ese máximo, los precios nominales de la vivienda se ajustaron en Alemania durante el proceso de endurecimiento monetario, con una caída del 13 % entre el segundo trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2024 que ha contenido el incremento acumulado de los precios en el conjunto del área del euro. En ese contexto, Francia también muestra un ajuste de un -5 % de los precios nominales desde finales de 2022 que sitúa su crecimiento de los precios en un 25 % desde 2007 hasta el primer trimestre de 2024. En el caso de Italia, los precios muestran una senda de estancamiento entre 2014 y 2020 y una progresiva recuperación tras la pandemia, si bien estos se encuentran aún un 10 % por debajo de los

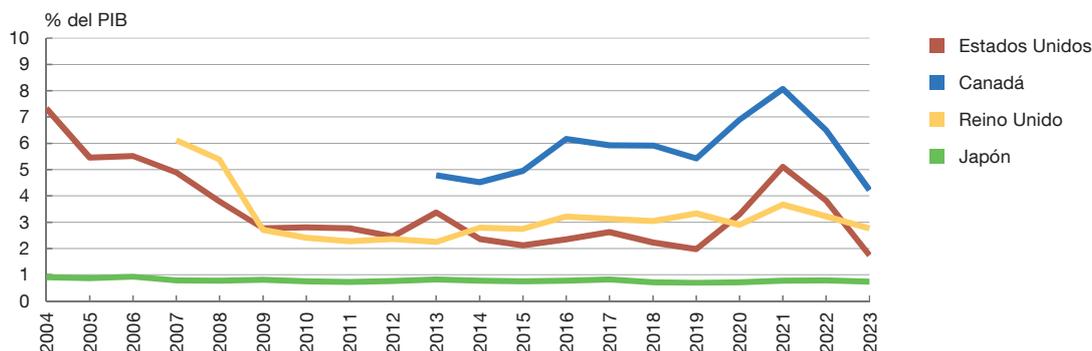
niveles registrados en 2007. Esta evolución contrasta con la de España (analizada con mayor detalle en el epígrafe 2), donde los precios iniciaron una senda ininterrumpida de recuperación desde 2014 hasta alcanzar a principios de 2024, en términos nominales, niveles próximos a los de 2007.

El impacto del *shock* inflacionario de 2021-2022 ha erosionado sustancialmente la revalorización del precio de la vivienda en términos reales en la UEM. En concreto, si bien el incremento acumulado en términos reales desde 2007 hasta finales de 2021 era de un 15 %, esta revalorización se situó solo en el 2,5 % a principios de 2024 (véase gráfico 19.b). Este ajuste se debe a las importantes correcciones que se han producido en los precios reales de la vivienda en buena parte de las grandes economías del área del euro. Por ejemplo, la reducción de estos precios desde finales de 2021 hasta 2024 era de un 21 % en Alemania, un 12,5 % en Francia o un 7,5 % en Italia y en los Países Bajos. En ese contexto, los precios reales en España han resistido mejor el *shock* inflacionario, con incrementos del 1 % desde finales de 2021 y del 5 % desde 2019. No obstante, si se considera una perspectiva temporal más amplia (desde 2007), los precios reales en España se encuentran aún un 25 % por debajo de sus niveles máximos. Esta situación contrasta con la evolución de estos en Alemania o en los Países Bajos, con incrementos acumulados desde 2007, respectivamente, de en torno al 30 % y al 10 %. Además, las reducciones de los precios reales de la vivienda desde 2007 de un 5 % en Francia y superiores al 30 % en Italia confirman la significativa heterogeneidad de la evolución de estos precios en la UEM.

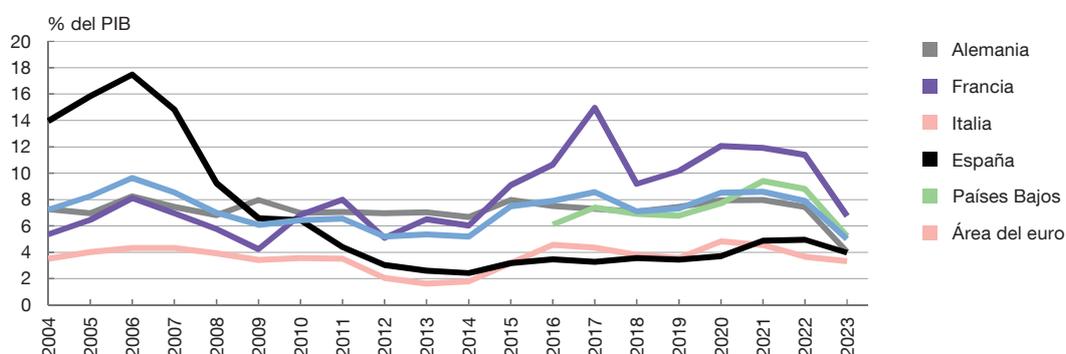
La expansión de la actividad en el mercado de la vivienda residencial en las economías avanzadas durante la última década estuvo acompañada de una evolución heterogénea de los flujos de crédito asociados a nuevas operaciones para la adquisición de vivienda (véase gráfico 20). Por ejemplo, en Estados Unidos este tipo de operaciones se mantuvo en un nivel contenido entre 2013 y 2020, en un rango comprendido entre el 2 % y el 3 % del PIB, frente a ratios superiores al 8,5 % del PIB en 2004. Estos flujos de crédito aumentaron rápidamente en 2021 hasta alcanzar ratios superiores al 5 % del PIB, que no se registraban desde 2007. Este *boom* del flujo del crédito asociado a la compra de vivienda se mantuvo en Estados Unidos hasta el segundo trimestre de 2022, cuando la transmisión del endurecimiento monetario contribuyó a la contracción de las nuevas operaciones de crédito. Esta contracción dio lugar a una reducción de los flujos de crédito de estas operaciones, que se situaron por debajo del 1,5 % del PIB desde el último trimestre de 2023. Este perfil de expansión y posterior ajuste también se observa en Canadá entre 2019 y 2023, si bien en esta economía se registraban flujos de crédito más elevados que superaron el 8 % del PIB en 2021, para reducirse significativamente con el cambio de tono de la política monetaria a partir de 2022 y situarse en niveles promedio de en torno a un 4,5 % del PIB desde 2023. Esta dinámica contrasta con la de Japón, donde se registran ratios de flujos estables alrededor del 0,8 % del PIB durante las dos últimas décadas, y la del Reino Unido, donde estos flujos se recuperaron desde 2014 para oscilar en torno al 3 % del PIB hasta 2022 y disminuir desde 2023 hasta registrar los niveles más reducidos en dos décadas (del 2 % del PIB) en el segundo trimestre de 2024.

## Operaciones de crédito para la compra de vivienda en el contexto internacional

## 20.a Nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda en las economías avanzadas



## 20.b Nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda en la UEM



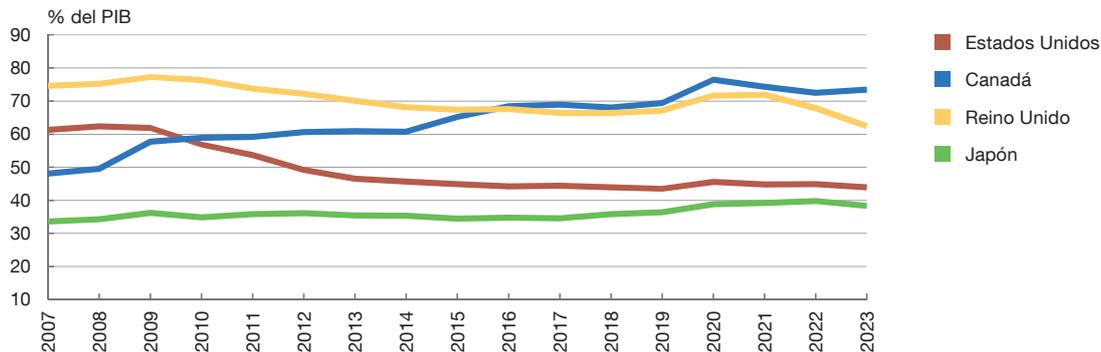
FUENTES: European Mortgage Federation, Federal Reserve Economic Data, Bank of England, Financial Conduct Authority, Federal Reserve Bank of New York, Office for National Statistics, Refinitiv y Banco Central Europeo.

Los flujos de crédito para la compra de vivienda se situaron en el conjunto del área del euro en un promedio anual del 8 % del PIB entre 2015 y 2022 (véase gráfico 20.b). Entre las economías de la UEM se detecta una elevada heterogeneidad en la evolución reciente y en los niveles de esta ratio, con un significativo dinamismo de la actividad crediticia en algunas de las grandes economías de la UEM. Por ejemplo, se observan cifras elevadas en Alemania y en los Países Bajos, con un promedio anual del 7,5 % del PIB entre 2015 y 2022, y sobre todo en Francia, por encima del 11 % del PIB en el promedio de este período<sup>19</sup>. Estos niveles contrastan con flujos de crédito más contenidos, en torno al 4 % del PIB, en Italia o España. Estos flujos de crédito para la compra de vivienda en el área del euro muestran una reducción en 2022, coincidiendo con el endurecimiento de la política monetaria del Eurosistema. En concreto, tales flujos han disminuido de manera significativa

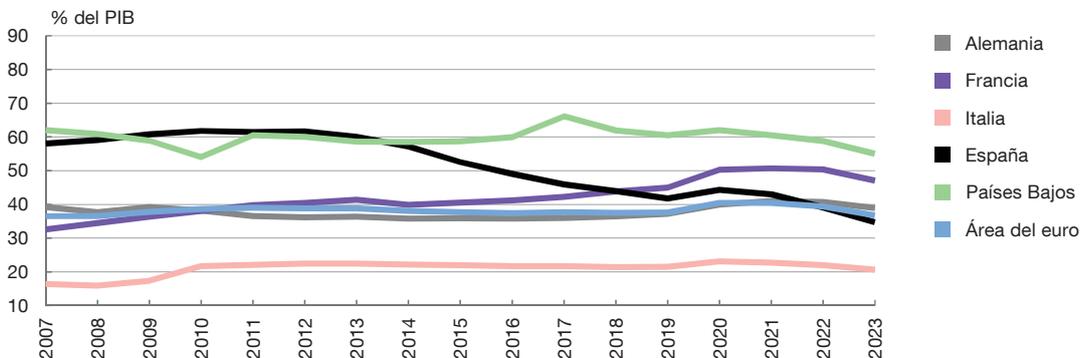
<sup>19</sup> Estos importantes crecimientos acumulados de la actividad crediticia se vieron asociados a la aparición de desequilibrios en el mercado residencial que conllevaron la emisión de alertas y recomendaciones por parte del ESRB. En ese contexto, algunas de las economías con mayores desequilibrios han introducido medidas macroprudenciales de capital de naturaleza general (por ejemplo, el colchón de capital anticíclico) y/o sectorial (por ejemplo, el colchón contra riesgos sistémicos). De manera alternativa, otras economías europeas con desequilibrios han optado por introducir límites en la concesión de préstamos o la combinación de estas actuaciones con medidas macroprudenciales sobre el capital. Véase ESRB (2024) para más detalles sobre las actuaciones específicas en las distintas economías europeas.

## Salvo vivo de crédito para la compra de vivienda en el contexto internacional

## 21.a Saldo vivo de crédito para la compra de vivienda en las economías avanzadas



## 21.b Saldo vivo de crédito para la compra de vivienda en la UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

en la UEM hasta situarse en el 4,5% del PIB en el primer trimestre de 2024. Si bien esta reducción es generalizada entre las principales economías del área del euro, las caídas han sido más intensas en aquellas economías cuyos flujos de crédito eran relativamente más elevados en 2022. En particular, se registran caídas en términos de PIB desde el promedio de 2002 hasta el primer trimestre de 2024 de unos 6,5 pp en Francia o 3,5 pp en Alemania y los Países Bajos, frente a reducciones de 0,7 pp en Italia o 1 pp en España.

La evolución de los flujos de crédito y de las amortizaciones de los préstamos para la adquisición de vivienda determina, de manera conjunta con la evolución del PIB nominal, la dinámica de la ratio de los saldos de esta tipología de crédito en términos de PIB. En el caso de las tres grandes áreas económicas analizadas, se registran oscilaciones contenidas de esta ratio durante la última década (véase gráfico 21). En Estados Unidos, el saldo de esta tipología de crédito alcanzó el 44% del PIB en el primer trimestre de 2024, en línea con el promedio de esta ratio desde 2014. En el caso de Japón, se detecta una ligera tendencia ascendente desde 2019 que sitúa esta ratio en el 38,8% del PIB a principios de 2024. El área del euro muestra en su conjunto una reducción de unos 5,5 pp de PIB desde su máximo en 2021 hasta el 36% del PIB en 2024. Esta evolución reciente en la UEM es

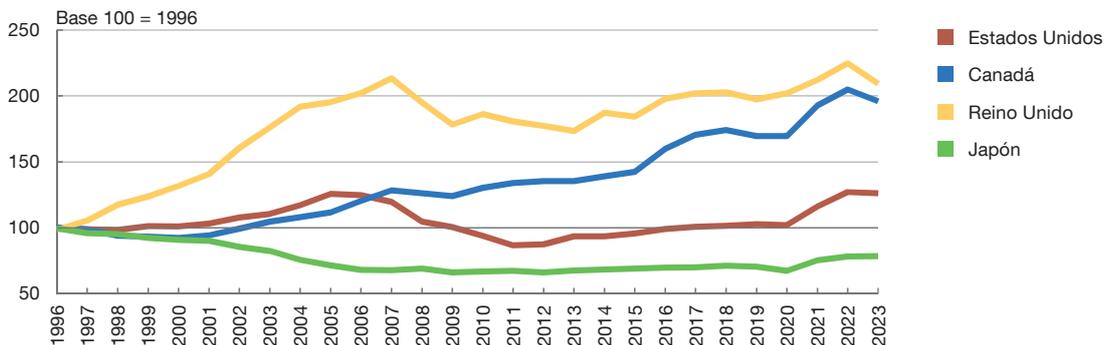
el resultado de un mayor dinamismo del PIB nominal frente a los flujos de crédito y de un incremento de las amortizaciones del *stock* de préstamos. No obstante, se observa una elevada heterogeneidad en los niveles y la evolución de estos saldos de crédito en términos de PIB entre las principales economías de la UEM (véase gráfico 21.b). Por ejemplo, las ratios de endeudamiento en torno al 20 % del PIB en Italia contrastan con niveles superiores al 50 % en los Países Bajos o por encima del 45 % en Francia a principios de 2024. En el caso de Alemania, la ratio se sitúa en torno al 38 % del PIB, en línea con el promedio anual en esta economía desde 2007. En ese contexto, España, tal como se ha analizado en el epígrafe 3, destaca por un significativo y continuado proceso de desendeudamiento que ha reducido esta ratio desde niveles que superaban el 60 % del PIB en 2013 hasta niveles del 33 % del PIB en el primer trimestre de 2024, por debajo del promedio de la UEM.

El dinamismo del mercado de la vivienda residencial en buena parte de las economías avanzadas durante los últimos 30 años queda reflejado en la evolución de la ratio del precio medio de la vivienda en relación con la renta bruta de los hogares (véase gráfico 22). Esta ratio suele usarse como un indicador para aproximar el esfuerzo necesario, en términos de renta, que los hogares deben realizar en promedio para acceder a una vivienda en propiedad. Asimismo, esta ratio también suele usarse como indicador de la valoración relativa del precio de la vivienda y de la existencia de desequilibrios en el mercado inmobiliario residencial. En particular, cuando dicha ratio se encuentra significativamente por encima de la media histórica, ello se interpreta como un indicio de sobrevaloración de la vivienda. Considerando una perspectiva de largo plazo, este indicador se dobló entre 1996 y 2023 para economías como Canadá y el Reino Unido (véase gráfico 22.a), si bien se ha producido un ajuste a la baja desde su máximo en 2022 vinculado a la dinámica de los precios nominales de la vivienda que se han analizado previamente. En Estados Unidos, el incremento de esta ratio se muestra moderado con respecto a los niveles de 1996 (un 25 %), pero se situó a finales de 2023 en niveles homologables a los máximos observados en 2005. Estos aumentos contrastan con la evolución de esta ratio en Japón, donde presenta reducciones acumuladas superiores al 20 % desde 1996, si bien durante los últimos años se observa una cierta recuperación en relación con los niveles mínimos de 2010.

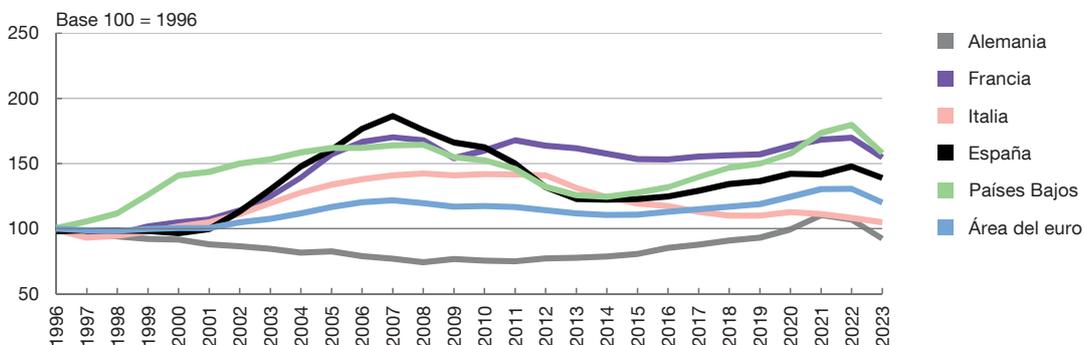
En el área del euro se observa una evolución heterogénea de la ratio entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares entre las grandes economías durante los últimos 30 años (véase gráfico 22.b). En ese contexto, Alemania presenta un comportamiento diferencial, ya que en dicho país este indicador disminuyó más de un 25 % entre 1996 y 2010, para posteriormente recuperarse ante el notable incremento de los precios de la vivienda y alcanzar un máximo en 2022. El ajuste en el mercado de la vivienda alemán registrado desde ese momento ha reducido este indicador hasta situarlo a finales de 2023 un 10 % por debajo del nivel de 1996. En el resto de las grandes economías de la UEM, si bien a mediados de 2022 se observó una inflexión a la baja de la mencionada ratio en buena parte de ellas, esta se encontraba a principios de 2024 por encima de los niveles de 1996. Por ejemplo, el crecimiento acumulado entre esas dos fechas se situaba alrededor del 60 % en los Países Bajos, el 50 % en Francia y el 35 % en España, frente a un aumento más modesto, del 5 %, en Italia.

## Ratio entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares en el contexto internacional

## 22.a Ratio entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares en las economías avanzadas



## 22.b Ratio entre el precio de la vivienda y la renta de los hogares en la UEM



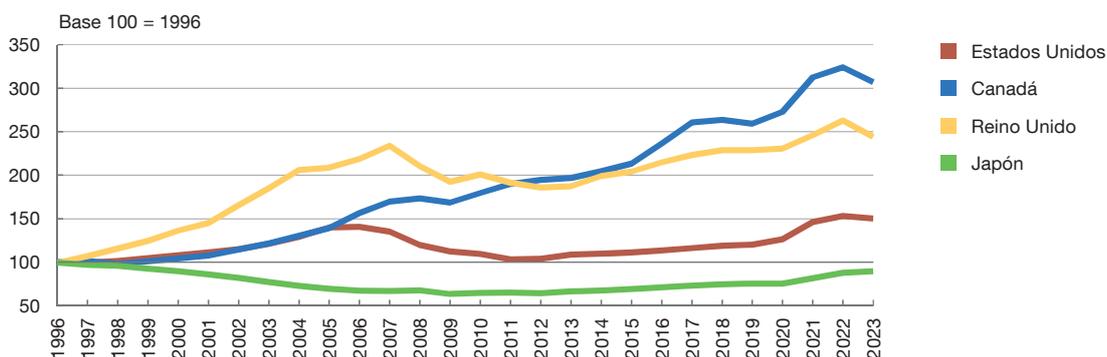
FUENTE: Analytical house price indicators (OCDE, 2024).

Un indicador complementario utilizado para examinar la posible existencia de procesos de sobrevaloración del precio de la vivienda y de las condiciones de acceso a la misma se obtiene a partir de la evolución de la ratio entre el precio medio de la vivienda y el precio del alquiler residencial. Esta ratio se calcula a partir de la variación de los precios medios de las transacciones de vivienda y del precio del alquiler. La variación de este último se mide, habitualmente, a partir del subcomponente de alquiler de vivienda del índice de precios de consumo (IPC). No obstante, este último componente suele capturar la evolución de las actualizaciones anuales de las rentas de los contratos de alquiler vigentes y no recoge la dinámica de los precios de los nuevos contratos de alquiler<sup>20</sup>. De ese modo, en fases alcistas del mercado del alquiler de vivienda residencial, esta ratio podría estar sesgada al alza al comparar precios del flujo de compraventas de vivienda con precios del stock de alquileres que se encuentran sujetos a regulaciones que limitan su crecimiento. Si bien estos problemas de medición limitan las conclusiones que pueden extraerse utilizando

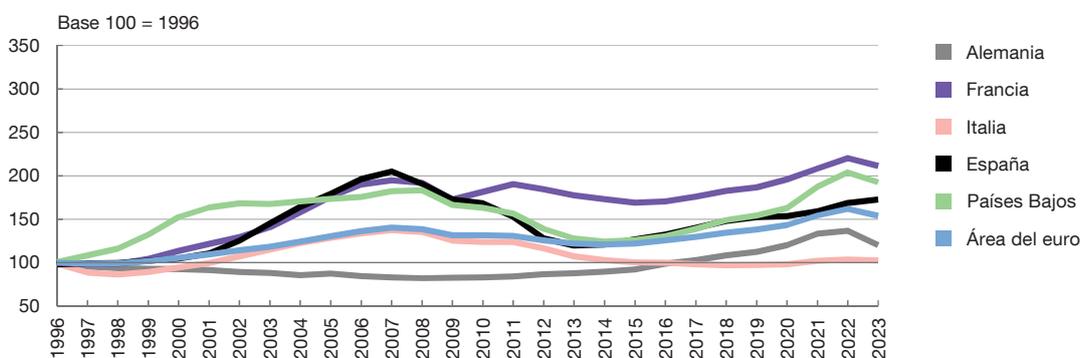
20 Véase Khametshin, López Rodríguez y Pérez García (2024) para un análisis más detallado de las diferencias existentes en España entre la variación de los precios de los nuevos contratos de alquiler y la variación de los precios del alquiler asociada a las actualizaciones de contratos vigentes que recoge el subcomponente de alquiler de vivienda del IPC.

## Ratio entre el precio de compra y el de alquiler de vivienda en el contexto internacional

## 23.a Ratio entre el precio de compra y el de alquiler de vivienda en las economías avanzadas



## 23.b Ratio entre el precio de compra y el de alquiler de vivienda en la UEM



FUENTE: *Analytical house price indicators* (OCDE, 2024).

este indicador, la dinámica del mismo señala incrementos muy significativos de esta ratio en las economías avanzadas durante los últimos 30 años. Por ejemplo, entre 1996 y 2023, esta ratio se triplicó en Canadá, se multiplicó por 2,5 en el Reino Unido y se duplicó en economías como Francia o los Países Bajos (véase gráfico 23). En ese mismo período, los incrementos de esta ratio superaron el 50 % en España o Estados Unidos y presentaron un crecimiento prácticamente nulo en Italia o en Japón.

## Bibliografía

- Alves, Pana, Carmen Broto, María Gil y Matías Lamas. (2023). “Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España”. Documentos Ocasionales, 2314, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/33154>
- Banco de España. (2024). “Capítulo 4. El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad”. En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 230-300. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36492>
- Cuadrado, Pilar, Ángel Luis Gómez y Teresa Sastre. (2024). “Una caracterización de los flujos migratorios hacia España y otros países de la Unión Europea”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 06. <https://doi.org/10.53479/37372>
- European Systemic Risk Board. (2024). *Follow-up report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report.vulnerabilitiesresidentialrealestatesectors202402~df77b00f9a.en.pdf?d862a6be57d42a021d79e3e16cfd305b>
- Instituto Nacional de Estadística. (2024). Estadística Continua de Población. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177095&menu=ultiDatos&idp=1254735572981](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177095&menu=ultiDatos&idp=1254735572981)
- Khametshin, Dmitry, David López Rodríguez y Luis Pérez García. (2024). “El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo”. Documentos Ocasionales, 2432, Banco de España.
- OCDE. (2024). *Analytical house price indicators*. OECD Data Explorer. [https://data-explorer.oecd.org/vis?df\[ds\]=DisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD\\_AN\\_HOUSE\\_PRICES%40DF\\_HOUSE\\_PRICES&df\[ag\]=OECD.ECO.MPD&dq=.Q.RHP.&lom=LASTNPERIODS&lo=20&to\[TIME\\_PERIOD\]=false](https://data-explorer.oecd.org/vis?df[ds]=DisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_AN_HOUSE_PRICES%40DF_HOUSE_PRICES&df[ag]=OECD.ECO.MPD&dq=.Q.RHP.&lom=LASTNPERIODS&lo=20&to[TIME_PERIOD]=false)
- San Juan, Lucio. (2023). “El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09. <https://doi.org/10.53479/30189>

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2310 IVÁN AUCIELLO-ESTÉVEZ, JOSEP PIJOAN-MAS, PAU ROLDAN-BLANCO y FEDERICO TAGLIATI: Dual labor markets in Spain: a firm-side perspective.
- 2311 CARLOS PÉREZ MONTES, JORGE E. GALÁN, MARÍA BRU, JULIO GÁLVEZ, ALBERTO GARCÍA, CARLOS GONZÁLEZ, SAMUEL HURTADO, NADIA LAVÍN, EDUARDO PÉREZ ASENJO e IRENE ROIBÁS: Marco de análisis sistémico del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2312 SERGIO MAYORDOMO e IRENE ROIBÁS: La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2313 CARLOS PÉREZ MONTES, ALEJANDRO FERRER, LAURA ÁLVAREZ ROMÁN, HENRIQUE BASSO, BEATRIZ GONZÁLEZ LÓPEZ, GABRIEL JIMÉNEZ, PEDRO JAVIER MARTÍNEZ-VALERO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ PUJADAS, LOLA MORALES, MYROSLAV PIDKUYKO y ÁNGEL VALENTÍN: Marco de análisis individual y sectorial del impacto de los riesgos económicos y financieros. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2314 PANA ALVES, CARMEN BROTO, MARÍA GIL y MATÍAS LAMAS: Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España.
- 2215 ANDRÉS AZQUETA-GAVALDÓN, MARINA DIAKONOVA, CORINNA GHIRELLI y JAVIER J. PÉREZ: Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a ready-to-use database.
- 2316 FERNANDO GARCÍA MARTÍNEZ y MATÍAS PACCE: El sector eléctrico español ante el alza del precio del gas y las medidas públicas en respuesta a dicha alza. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2317 ROBERTO BLANCO y SERGIO MAYORDOMO: Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2318 ISABEL GARRIDO y IRUNE SOLERA: Has the 2021 general SDR allocation been useful? For what and for whom?
- 2319 ROBERTO BLANCO, ELENA FERNÁNDEZ, MIGUEL GARCÍA-POSADA y SERGIO MAYORDOMO: An estimation of the default probabilities of Spanish non-financial corporations and their application to evaluate public policies.
- 2320 BANCO DE ESPAÑA: La accesibilidad presencial a los servicios bancarios en España: Informe de seguimiento 2023. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2321 EDUARDO AGUILAR GARCÍA, MARIO ALLOZA FRUTOS, TAMARA DE LA MATA, ENRIQUE MORAL-BENITO, IÑIGO PORTILLO PAMPIN y DAVID SARASA FLORES: Una primera caracterización de las empresas receptoras de fondos NGEU en España.
- 2401 ALEJANDRO MORALES, MANUEL ORTEGA, JOAQUÍN RIVERO y SUSANA SALA: ¿Cómo identificar a todas las sociedades del mundo? La experiencia del código LEI (Legal Entity Identifier).
- 2402 XAVIER SERRA y SONSOLES GALLEGO: Un primer balance del *Resilience and Sustainability Trust* del FMI como canal de utilización de los derechos especiales de giro. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2403 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El papel de la política macroprudencial en la estabilización de las fluctuaciones macrofinancieras. Conferencia de Estabilidad Financiera/Banco de Portugal, Lisboa (Portugal), 2 de octubre de 2023.
- 2404 MORTEZA GHOMI, SAMUEL HURTADO y JOSÉ MANUEL MONTERO: Análisis de la dinámica reciente de la inflación en España. Un enfoque basado en el modelo de Blanchard y Bernanke (2023).
- 2405 PILUCA ALVARGONZÁLEZ, MARINA ASENSIO, CRISTINA BARCELÓ, OLYMPIA BOVER, LUCÍA COBREROS, LAURA CRESPO, NAJIBA EL AMRANI, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ, PALOMA URCELAY, ERNESTO VILLANUEVA and ELENA VOZMEDIANO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2020 wave.
- 2406 ANA GÓMEZ LOSCOS, MIGUEL ÁNGEL GONZÁLEZ SIMÓN y MATÍAS JOSÉ PACCE: Modelo para la previsión del PIB de la economía española a corto plazo en tiempo real (Spain-STING): nueva especificación y reevaluación de su capacidad predictiva. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2407 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, MARINA GÓMEZ-GARCÍA, PALOMA URCELAY y PILAR VELILLA: Micro and macro data on household wealth, income and expenditure: comparing the Spanish Survey of Household Finances (EFF) to other statistical sources.
- 2408 ÁNGEL ESTRADA y CARLOS PÉREZ MONTES: Un análisis de la evolución de la actividad bancaria en España tras el establecimiento del gravamen temporal de la ley 38/2022.
- 2409 PABLO A. AGUILAR, MARIO ALLOZA, JAMES COSTAIN, SAMUEL HURTADO y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: El efecto de los programas de compras de activos del Banco Central Europeo en las cuentas públicas de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2410 RICARDO BARAHONA y MARÍA RODRÍGUEZ-MORENO: Estimating the OIS term premium with analyst expectation surveys.
- 2411 JOSÉ MANUEL CARBÓ, HOSSEIN JAHANSHAHLOO y JOSÉ CARLOS PIQUERAS: Análisis de fuentes de datos para seguir la evolución de *Bitcoin*.
- 2412 IVÁN KATARYNIUK, RAQUEL LORENZO ALONSO, ENRIQUE MARTÍNEZ CASILLAS y JACOPO TIMINI: An extended Debt Sustainability Analysis framework for Latin American economies.
- 2413 Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2022: métodos, resultados y cambios desde 2020.
- 2414 ÁNGEL ESTRADA, CARLOS PÉREZ MONTES, JORGE ABAD, CARMEN BROTO, ESTHER CÁCERES, ALEJANDRO FERRER, JORGE GALÁN, GERGELY GANICS, JAVIER GARCÍA VILLASUR, SAMUEL HURTADO, NADIA LAVÍN, JOÉL MARBET, ENRIC MARTORELL, DAVID MARTÍNEZ-MIERA, ANA MOLINA, IRENE PABLOS y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2415 CONCEPCIÓN FERNÁNDEZ ZAMANILLO y LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Facilitadores de la innovación 2.0: impulsando la innovación financiera en la era *fintech*.
- 2416 JAMES COSTAIN y ANTON NAKOV: Models of price setting and inflation dynamics.
- 2417 ARTURO PABLO MACÍAS FERNÁNDEZ e IGNACIO DE LA PEÑA LEAL: Sensibilidad a los tipos de interés soberanos de la cartera de colateral elegible para los préstamos de política monetaria.
- 2418 ANTONIO F. AMORES, HENRIQUE BASSO, JOHANNES SIMEON BISCHL, PAOLA DE AGOSTINI, SILVIA DE POLI, EMANUELE DICARLO, MARIA FLEVOTOMOU, MAXIMILIAN FREIER, SOFIA MAIER, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, MYROSLAV PIDKUYKO, MATTIA RICCI and SARA RISCADO: Inflation, fiscal policy and inequality. The distributional impact of fiscal measures to compensate for consumer inflation.
- 2419 LUIS ÁNGEL MAZA: Una reflexión sobre los umbrales cuantitativos en los modelos de depósito de las cuentas anuales y su posible impacto en el tamaño empresarial en España.
- 2420 MARIO ALLOZA, JORGE MARTÍNEZ, JUAN ROJAS y IACOPO VAROTTO: La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2421 NOEMÍ LÓPEZ CHAMORRO: El camino hacia la supremacía cuántica: oportunidades y desafíos en el ámbito financiero, la nueva generación de criptografía resiliente.
- 2422 SOFÍA BALLADARES y ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES: Progresividad en frío: el impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2423 JULIO ORTEGA CARRILLO y ROBERTO RAMOS: Estimaciones paramétricas del impuesto sobre la renta en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2424 PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS, MARTA MANRIQUE y DANILO BIANCO: Las políticas de la UE para la transición verde, 2019-2024. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2425 CATERINA CARVALHO-MACHADO, SABINA DE LA CAL, LAURA HOSPIDO, SARA IZQUIERDO, MARGARITA MACHELETT, MYROSLAV PIDKUYKO y ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences: description and methods of the 2021 wave.
- 2426 MARINA DIAKONOVA, CORINNA GHIRELLI y JUAN QUIÑÓNEZ: Economic Policy Uncertainty in Central America and the Dominican Republic.
- 2427 CONCEPCIÓN FERNÁNDEZ ZAMANILLO y CAROLINA TOLOBA GÓMEZ: *Sandbox* regulatorio español: impacto en los promotores de los proyectos monitorizados por el Banco de España.
- 2428 ANDRES ALONSO-ROBISCO, JOSE MANUEL CARBO, EMILY KORMANYOS y ELENA TRIEBSKORN: Houston, we have a problem: can satellite information bridge the climate-related data gap?
- 2429 ALEJANDRO FERNÁNDEZ CERESO, BORJA FERNÁNDEZ-ROSILLO SAN ISIDRO y NATIVIDAD PÉREZ MARTÍN: La perspectiva regional de la Central de Balances del Banco de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2430 JOSE GONZÁLEZ MÍNGUEZ: El informe Letta: un conjunto de recetas para dinamizar la economía europea.
- 2431 MARIYA MELNYCHUK y JAVIER MENCÍA: A taxonomy of macro-financial risks and policies to address them.
- 2432 DMITRY KHAMETSHIN, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y LUIS PÉREZ GARCÍA: El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo.
- 2433 ANDRÉS LAJER BARON, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y LUCIO SAN JUAN: El mercado de la vivienda residencial en España: evolución reciente y comparación internacional.