

TRADUCCIÓN DE LA COMUNICACIÓN DE JUNIO DE 2016

El futuro de los mercados hipotecarios y de *covered bonds* de la UE y las implicaciones del debate sobre la eficiencia energética.

Luca Bertalot, Secretary General, EMF-ECBC

El 3 de junio de 2016, la European Mortgage Federation - European Covered Bond Council (EMF - ECBC) acogió un debate de alto nivel sobre "El futuro de los mercados hipotecarios y de *covered bonds* de la UE, y las implicaciones del debate sobre la eficiencia energética" en la Universidad Ca' Foscari de Venecia, Italia. La Universidad Ca' Foscari es conocida por sus investigaciones sobre energía y famosa por ostentar la certificación verde para un edificio más antigua del mundo.¹

Los panelistas y representantes de inversores, emisores, valoradores y académicos europeos, de la Comisión Europea y del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (BCBS por sus siglas en inglés) asistieron para debatir cuál será la función futura de los bancos a la hora de financiar la eficiencia energética y de abordar el compromiso europeo con el cambio climático.

Una nueva trayectoria internacional. El interés institucional y de los inversores por la eficiencia energética ha aumentado significativamente en los últimos años, auspiciado por la conclusión satisfactoria del COP21: un plan de acción universal para el clima, jurídicamente vinculante, para mantener el calentamiento global por debajo de los 2°C². Este plan ha servido como catalizador de la financiación de la eficiencia energética en los mercados financieros y ha impuesto una nueva trayectoria para el compromiso de los Estados miembro de la UE en relación con el consumo de energía. En la Unión Europea (UE), los edificios son responsables del 40% del consumo de energía y del 36% de las emisiones de CO² de la UE. Para mejorar la eficiencia energética de los edificios, el consumo energético total de la UE podría reducirse entre un 5-6% y las emisiones de CO² podrían reducirse en torno al 5%.

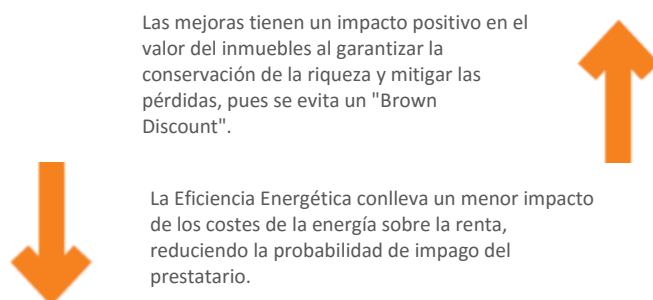
La UE ha establecido un objetivo de ahorro total de energía del 20% para 2020 y está considerando aumentar este objetivo al 30% para 2030. La escala de inversión necesaria para alcanzar el objetivo de 2020 se estima en el entorno de los 100 MM € anuales hasta 2050, para poder cumplir con los compromisos europeos en materia de cambio climático. Prácticamente el 35% de los edificios de la UE

¹ Certificación LEED.

² El Acuerdo sobre el Cambio Climático de París, adoptado durante el COP21 en diciembre de 2015, establece un plan de acción global que contribuye a evitar los peligros del cambio climático, manteniendo el calentamiento global por debajo de los 2°C. El acuerdo fue adoptado por 195 países como el primer acuerdo climático de la historia, universal y vinculante. Este Acuerdo entrará en vigor en 2020.

tiene más de 50 años, por lo que es necesario acometer la renovación térmica masiva del stock de edificios a fin de poder cumplir estos objetivos.

La propuesta de la EMF ECBC, presentada como punto de partida del debate, es diseñar una "calificación de eficiencia energética" para las hipotecas. Esta calificación estaría basada en determinados indicadores del rendimiento energético, conllevaría un tipo de interés más bajo y fondos adicionales para llevar a cabo el acondicionamiento para mejorar el rendimiento energético del inmueble, liberando así la renta disponible y, en paralelo, reduciendo el riesgo crediticio de prestatarios, entidades de crédito e inversores. La iniciativa cuenta con una clara cadena de incentivos subyacentes, que se basa en dos puntos fundamentales (aunque no son los únicos):



Resumen ejecutivo

Panelistas y participantes estuvieron de acuerdo en que los bancos tienen una función importante que desempeñar en la financiación a largo plazo de las mejoras energéticas del stock de viviendas de la UE. De especial importancia es la función de los bancos hipotecarios y de los emisores de *covered bonds*, dadas sus respectivas posiciones en el mercado y su intervención en un momento importante dentro del proceso de compra y financiación de un inmueble.

Comisión Europea:

El representante de la Comisión Europea, Roman Doubrava de la DG de Energía, expresó el apoyo a la propuesta de la EMF - ECBC, enfatizando la importancia de la cadena de incentivos, de los fondos adicionales para acometer mejoras y el valor añadido de las características mitigadoras de riesgo de la operación. En general, la Comisión expresó su apoyo a la capacidad de la propuesta para acometer los desafíos actuales que plantea la financiación de la eficiencia energética. La iniciativa para el mercado de la EMF ECBC se corresponde con el propio marco de la Comisión para las políticas climáticas y energéticas, cuyo objetivo es fomentar las inversiones y superar las barreras al mercado y promover la financiación privada para la inversión / construcción de la eficiencia energética, al ser el stock de edificios de Europa el mayor consumidor de energía en la UE3.

La iniciativa de la EMF ECBC recabó el apoyo del Sector y de los agentes con intereses en el mercado presentes en el debate por diversos motivos:

³ http://ec.europa.eu/smart-regulation/roadmaps/docs/2016_ener_001_epbd_smart_buildings_en.pdf.

Desafíos regulatorios:

El panorama regulatorio actual presenta varios desafíos y preocupa al sector bancario de Europa; cada vez son mayores los requisitos de capital que la Comisión Europea impone a través del Reglamento sobre Requisitos de Capital (CRR por sus siglas en inglés), de la Directiva sobre Requisitos de capital (DRC) e Insolvencia II y de los debates abiertos en torno a Basilea IV con impacto en el coste del capital. El sector y los representantes institucionales valoraron muy positivamente las ventajas de una calificación de la eficiencia energética para las hipotecas que, como se ha dicho anteriormente, genera un impacto en el valor del inmueble y, a cambio, reduce los riesgos del activo en los balances de las entidades.

Durante el debate, también se consideró positivo el impacto que, en términos de costes, tiene la eficiencia energética en las rentas familiares, puesto que al liberar renta disponible se reduce la probabilidad de impago del préstamo por parte de los prestatarios. Los gastos derivados de la vivienda en relación con la renta disponible suponen un 42,5% para el grupo con rentas por debajo del 60% de la renta media en la UE y del 18,7% para el grupo con rentas por encima del 60% de la renta media. Estudios realizados en EE. UU.⁴ indican que los prestatarios que han financiado trabajos en sus viviendas encaminados a mejorar la eficiencia energética en sus viviendas tienen un 32% menos de probabilidad de incurrir en el impago de sus préstamos. En Canadá también se ha reconocido el menor riesgo de los hogares, donde las viviendas reciben un reembolso del 10% sobre la prima del seguro hipotecario de la Canada Mortgage & Housing Corporation (CMHC) ⁵, si la financiación con garantía de la CMHC se utiliza para comprar una vivienda energéticamente eficiente o para realizar reformas encaminadas al ahorro de energía.

Si en la UE es posible demostrar la misma relación entre la inversión en eficiencia energética y el riesgo de impago, los bancos podrán probar que las hipotecas verdes conllevan menos riesgos por el ahorro de tesorería neto, reduciendo así el riesgo crediticio. Los bancos podrían por tanto solicitar un mejor tratamiento de capital para aquellos préstamos en sus balances que, a la vista de los desafíos regulatorios para los bancos, representan una buena oportunidad para el Sector. Esto también contribuiría a alcanzar el objetivo de la Comisión de apoyar el empleo, el crecimiento, la inversión y las PYMEs en la UE, con una ventaja microeconómica para todos los interesados: prestatarios, prestamistas, inversores y PYMEs en términos de conservación de la riqueza, mitigación de riesgos, conservación de energía y creación de empleo.

Datos preliminares de CRIF:

Ivan Luongo de CRIF presentó las conclusiones preliminares de un estudio pormenorizado que analiza el valor añadido de la eficiencia energética en los inmuebles aislando el "valor verde" en los precios de vivienda. Los resultados preliminares muestran una correlación positiva entre la eficiencia energética y el "valor verde". También se observa un impacto en el comportamiento de pago, de modo que los datos correspondientes a los prestatarios de peores clases energéticas son dos veces peores que los registrados correspondientes al comportamiento de los prestatarios de las mejores clasificaciones

⁴ 2013 University of North Carolina Chapel Hill Study.

⁵ https://www.cmhc-schl.gc.ca/en/co/moloin/moloin_008.cfm

energéticas. Consecuentemente, esto reduce el riesgo crediticio como resultado de la menor probabilidad de impago y de la menor pérdida en caso de incumplimiento (Loss Given Default -LGD) asociada con las hipotecas energéticamente eficientes.

Supervisión bancaria:

Frank Pierschel, representante de BaFin y del Grupo de Trabajo sobre Enfoques Estandarizados del Comité de Basilea, indica que el tratamiento preferencial de las hipotecas energéticamente eficientes podría ser una posibilidad en el futuro que se aplicaría a través de la introducción de una subclase dentro del Método Estándar para el riesgo de crédito, condicionada que los datos demuestren una reducción la probabilidad de impago y de la pérdida en caso de incumplimiento.

El Sr. Pierschel también destacó que el Financial Stability Board está abordando los problemas medioambientales desde la perspectiva de la estabilidad financiera, puesto que el clima impacta en el sector asegurador, el cual, a cambio, tiene un impacto en los precios inmobiliarios, en los valores y en otros activos en el balance de los bancos. En este contexto, el Sr. Pierschel destacó la probabilidad del impacto del "brown discount" sobre los inmuebles en el futuro.

El Sr. Pierschel también advirtió contra la introducción de normas ecológicas armonizadas en la UE sin abordar la actual variabilidad en la valoración inmobiliaria entre distintos Estados miembros de la UE.

Recopilación de datos sobre el mercado:

Para obtener un tratamiento regulatorio preferencial, los representantes institucionales destacaron la importancia de recopilar datos del mercado, con los que verificar el caso de negocio subyacente y dar apoyo a los resultados preliminares ya recopilados en varios países, como Francia, Italia, EE. UU., Canadá y Japón. En este sentido, los representantes del sector destacaron que recopilar y procesar datos sobre el comportamiento financiero actual de las inversiones en eficiencia energética generarían un nuevo flujo de datos que, junto con con la clasificación del "valor verde" de los edificios en la valoración inmobiliaria, generaría evidencia / datos históricos del colateral utilizado por los bancos y del precio de los activos. En paralelo, así se protegerían las carteras frente al "brown discount", mitigando por tanto los riesgos. Dos aspectos clave de la propuesta de la EMF ECBC serán la creación de: (1) un "almacén de datos" con fines de a) establecer la correlación entre la eficiencia energética y la probabilidad de impago de los prestatarios y de LGD; y b) registrar de forma clara el vínculo entre inmueble, clasificación energética y comportamiento del préstamo, de forma que estos activos puedan identificarse con fines de financiación "verde"; y (2) un pasaporte energético que registre el historial de eficiencia energética de un inmueble mediante el reconocimiento de las mejoras (o empeoramientos) a lo largo del tiempo.

Financiación verde:

La iniciativa de la EMF ECBC también fue bien recibida entre los panelistas desde el punto de vista de la financiación, pues varios bancos de inversión ya habían establecido verdaderas mesas de operaciones "verdes" para gestionar la creciente demanda de inversiones sostenibles.

Una clasificación energética para las hipotecas que esté claramente definida, por sí sola y también a través del colateral para los bonos verdes, ayudaría a reducir la incertidumbre en las inversiones en eficiencia energética y aumentaría la confianza de los inversores, a la vez que apoyaría la integración de

la eficiencia energética en las estrategias de gestión de carteras para inversores institucionales o gestores de fondos. Desde el punto de vista de la gestión del riesgo, el impacto también sería positivo al segregar lo "verde" y el "brown discount", creando así un incentivo para que los activos energéticamente eficientes sean visibles: es decir, segregando activos energéticamente eficientes que ya están incluidos en el cover pool sin asignarles fondos.

Oportunidad de negocio:

La combinación de los desafíos regulatorios, en términos de los costes de capital actuales del mercado, y la justificación sobre la que se basa la iniciativa de la EMF ECBC puede representar una oportunidad de negocio para los bancos, al introducir una reducción del riesgo de los activos, de los riesgos de crédito y, posiblemente, un tratamiento preferencial (si es posible recopilar los datos del mercado que respalden los resultados preliminares que ya muestran una relación positiva entre la eficiencia energética y el "valor verde" y la menor pérdida en caso de impago -LGD-). En este contexto, los representantes del sector anunciaron que el compromiso de garantizar la certificación / el cumplimiento y por tanto el desempeño del riesgo no tenía que ser llevado a cabo por los propios bancos, sino por un tercero e independiente.

Por otro lado, se destacó que la oportunidad de negocio que integra la iniciativa de la EMF ECBC ayudaría a los bancos en su competencia frente a las entidades aseguradoras y de fondos de pensiones, que ofrecen muchos de sus servicios pero no están sujetas a los mismos requisitos regulatorios que el sector bancario.

Por último, se mencionó que en la COP22, que se celebrará en Marrakech en noviembre de 2016, se consolidarán las acciones necesarias para poner en marcha el Acuerdo de París. La "financiación verde" será uno de los temas clave del evento, destacando la importancia y oportunidad de la iniciativa de las hipotecas energéticamente eficientes de la EMF ECBC.

Informe trimestral de la EMF – 1T 2016

Daniele Westig, Economic Adviser, EMF-ECBC

Introducción

Durante el primer trimestre de 2016, en la UE⁶ el saldo vivo del crédito hipotecario aumentó mientras los tipos de interés continuaron su recorrido a la baja. Estas dos dinámicas mostraron una desaceleración con respecto a los trimestres anteriores. Además, en lo que respecta a los precios de vivienda, la tendencia general fue al alza, aunque de forma heterogénea entre países. El reciente referéndum en Reino Unido para salir de la UE tendrá con seguridad un fuerte impacto en los datos del próximo cuatrimestre, tanto en los propios del Reino Unido como en los del conjunto del continente.

⁶ Para el 1T de 2016 la muestra representativa del total del crédito hipotecario en la UE28 está compuesta por: BE, CZ, DE, DK, ES, FI, FR, HU, IE, IT, NL, PL, PT, RO, SE y UK. (es decir: alrededor del 95% del saldo vivo total de crédito hipotecario de la UE28 en 2015). Téngase en cuenta que en el momento de publicación no estaban disponibles los datos del 1T de 2016 correspondientes a FI, NL y PT, por lo que se han utilizado los datos más recientes (correspondientes al 4T de 2015).

Crédito Hipotecario

A comienzos de 2016, en términos agregados, en la UE el crédito hipotecario vivo fue 0,6% inferior al del mismo periodo del año anterior por primera vez desde finales de 2013. Del mismo modo, las cifras de nueva contratación total muestran una caída del 5,6%, el peor dato desde el 1T de 2013. Mientras que en algunos países los datos correspondientes al saldo vivo hipotecario muestran cierta caída, en términos de nueva contratación se observaron comportamientos positivos y negativos. Del mismo modo, en este trimestre la evolución es muy heterogénea a lo largo del continente y está influenciada tanto por las condiciones económicas como por los desarrollos legislativos, que describimos con mayor detalle más adelante.

En Europa Central y del Este, la nueva contratación de crédito residencial presentó una evolución positiva en términos interanuales. En Rumanía, el crecimiento fue superior al 13% y estuvo impulsado por los préstamos en moneda nacional. Por su parte, el crédito en moneda extranjera registró una ligera caída del 4,4% con respecto al trimestre anterior. También los préstamos dudosos descendieron más del 5% durante el primer trimestre de 2016. En el estudio sobre crédito bancario del Banco Nacional de Rumanía, el comienzo del año se caracterizó por un importante aumento de la demanda de préstamos hipotecarios combinado con el endurecimiento de las normas aplicables a los créditos, concretamente a través de la reducción de los límites del LTV.

Esto último puede explicarse por el hecho de que en abril de 2016 entró en vigor la Ley sobre la dación en pago, que confiere a los deudores hipotecarios el derecho a cancelar sus préstamos renunciando a los inmuebles aportados como garantía. De forma similar, en Polonia aumentó la nueva contratación en torno al 4% con respecto al año anterior. Además, a finales del 1T de 2016, el número total de préstamos hipotecarios residenciales superó los 2 millones de contratos por primera vez. Aquí, durante el 1T de 2016, se endurecieron las normas aplicables al crédito hipotecario y sus condiciones debido a aspectos regulatorios. Por ejemplo, las nuevas disposiciones relativas al ahorro previo del cliente establecen que ahora debe ser de al menos el 15%, y las nuevas directrices emanadas de la Autoridad de Supervisión de Polonia relativas al cálculo de la capacidad de endeudamiento del prestatario. La demanda de hipotecas aumentó principalmente ante la preocupación de los prestatarios por el agotamiento de los fondos asignados para ayudas a préstamos bajo el programa gubernamental "Flat for Youth", que en marzo ya había concedido el 95% del total presupuestado para todo 2016. Ahora solamente se pueden solicitar ayudas para financiación en 2017-2018. También se espera que los bancos endurezcan las condiciones en el siguiente trimestre. En la República Checa, teniendo en cuenta los resultados del primer trimestre de 2016, es muy probable que el volumen de préstamos concedidos este año alcance un nuevo máximo histórico. Independientemente de la sorprendente debilidad económica, en Hungría la nueva contratación durante este trimestre - a pesar de ser inferior a la del segundo semestre de 2015- aumentó un 50% con respecto al mismo periodo del mismo año. En 2016 el gobierno ha anunciado importantes cambios que afectarán a la actividad crediticia hipotecaria y, de forma más general, a la actividad del mercado de la vivienda durante al menos el resto del año. Por ejemplo, el IVA para la obra nueva se redujo del 27% al 5% a partir de enero de 2016 y las ayudas a hogares, especialmente para las familias numerosas, serán más cuantiosas para la compra de una vivienda de obra nueva.

En Francia, el crédito se vio impulsado por el despegue del mercado inmobiliario, concretamente de la obra nueva por parte de compradores en primer acceso y por la venta de viviendas para alquiler, que disfrutaban de incentivos fiscales. La continuada caída de los tipos de interés animó esta tendencia, que

vio un aumento del 7,4% de la nueva contratación residencial con respecto al año anterior. Sin embargo, este dato representa una caída pronunciada con respecto al aumento del 28,7% observado en el 4T de 2015. En Bélgica, durante el primer trimestre de 2016 se produjo una caída de la nueva contratación de préstamos hipotecarios, la cual fue un 7,5% menor, mientras que el volumen aumentó un 3,6% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta caída de las nuevas hipotecas puede explicarse principalmente por las operaciones de refinanciación hipotecaria (externas) que tuvieron lugar durante el primer trimestre de 2015 (que fueron excepcionalmente elevadas y sin precedentes), así como por el número mucho más bajo de refinanciaciones en el tercer trimestre de 2015. En cuanto a la finalidad de los nuevos préstamos hipotecarios, los destinados a la compra de vivienda aumentaron un 33%; los destinados a la construcción un 50% y los destinados a la compra y reforma un 6% con respecto al 1T de 2015. Los nuevos préstamos para reforma, y concretamente para rehipotecar, cayeron un 15,7% y un 56%, respectivamente. Sin considerar las operaciones de refinanciación, el 1T de 2016 tuvo el mayor volumen de contratos hipotecarios firmados en el primer trimestre desde 2008, con un total cercano a los 6 MM€.

En Italia, el crédito residencial aumentó en el 1T de 2016 hasta los 17.840 millones de €, lo que supone un aumento interanual superior al 66%. Esta tendencia positiva muestra la combinación de ciertos factores, como son la mejora de las condiciones del lado de la oferta; el aumento de la demanda de hipotecas, promovido por la fuerte caída de los tipos de interés y el aumento de la confianza del consumidor. En España, la nueva contratación de crédito residencial continuó su tendencia positiva durante el 1T de 2016, en la línea de los trimestres anteriores. El aumento interanual fue del 11,4%, por un total de 8.172 millones de €, de los cuales el 15,5% se correspondió con renegociaciones de préstamos. Los datos intertrimestrales mostraron una caída del 18,5%, que puede atribuirse a la incertidumbre política por la ausencia de gobierno estable y a unos fundamentales económicos más débiles de lo esperado.

En el Reino Unido, los fundamentales económicos positivos y el aumento de las rentas altas contribuyeron a la recuperación de los mercados de vivienda e hipotecario, donde la nueva contratación de crédito residencial durante el 1t de 2016 aumentó un 28,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. La actividad crediticia se vio impulsada en el mes de marzo de 2016, al acelerarse la compra para alquilar (*buy-to-let*) para evitar un impuesto adicional sobre los inmuebles (impuesto de transacción), que habría implicado para los compradores de segunda vivienda estar sujetos a un impuesto del 3% adicional al impuesto estándar sobre la compra de un inmueble. Se espera que el segundo trimestre de este año sea más calmado, puesto que la distorsión ocasionada por el cambio fiscal afecta a los niveles de actividad, algo que se une a la incertidumbre derivada del brexit. En consecuencia, no cabe esperar que la actividad se refuerce ni los datos de crédito. Otros factores que restringen la actividad son los ya elevados precios de vivienda en relación con las rentas, la regulación que afecta a los propietarios de vivienda y la escasa oferta en el mercado secundario de vivienda, que sigue ocasionando desequilibrios entre la oferta y la demanda. En Irlanda, la nueva contratación de crédito creció un 2,5% en términos interanuales, hasta los 1.008 millones de €, frente al 8,2% del trimestre anterior. El volumen de amortizaciones cayó un 3,1%, hasta las 5.446, la primera caída interanual desde el 4T de 2013, según los datos de BPFÍ. Además, el número de hipotecas concedidas cayó más bruscamente, un 11,3% menos en términos interanuales, hasta las 6.028, según la media móvil de tres meses. Las razones para de esta desaceleración se encuentran, entre otras, en la introducción por parte del Banco Central de Irlanda de nuevos límites al LTV y a la relación préstamo-ingresos para el nuevo crédito hipotecario en febrero de 2015. Además, añadido al impacto directo de los límites al crédito, el Banco Central ha indicado que estas medidas pueden haber conducido a un

crecimiento incipiente de la actividad en el mercado hipotecario la cual puede haber inflado la caída interanual de las hipotecas concedidas.

En Suecia, la nueva contratación hipotecaria aumentó un 4,5% en términos interanuales durante el 1T de 2016, lo que representa una fuerte desaceleración con respecto al 17,1% del trimestre anterior. La tendencia al alza se debe a los fundamentales económicos favorables y al aumento de las rentas de las familias y el aumento de los precios de vivienda derivados de los bien conocidos desequilibrios entre oferta y demanda del mercado inmobiliario. En Dinamarca, la nueva contratación cayó en picado, un 66% menos respecto del primer trimestre del 2015, hasta los 47,3 MM DKK y el saldo vivo disminuyó ligeramente un 0,5%, hasta los 1.765 MM DKK.

Precios de Vivienda

Prácticamente en todos los países analizados subió el precio de la vivienda durante el 1T de 2016, lo que muestra que nos encontramos ante un mercado activo, que se basa en la mejora de los fundamentales económicos en la UE, en combinación con una oferta ajustada y una elevada demanda.

En la República Checa, las grandes ciudades como Praga y Brno experimentaron una fuerte subida de precios de vivienda. En otras regiones del país, la actividad también fue positiva e incluso mayor en términos porcentuales, algo que se debió prácticamente a que partían de un nivel inferior con respecto a las grandes ciudades. En Hungría, los precios de vivienda según el HPI y el FHB Bank continúan su tendencia al alza y alcanzaron el valor del último pico en el 1T de 2008. A pesar de que el aumento intertrimestral fue de tan solo un 0,5%, considerando el periodo desde el comienzo de la recuperación del mercado (abril 2014 hasta finales de 2015), los precios de vivienda subieron más del 28% -tanto en términos nominales como reales-. Esta recuperación puede observarse en Hungría, pero también de forma heterogénea. En Budapest y en Hungría central es donde más han subido los precios, aunque el crecimiento más limitado, que en 2015 estuvo en el 11,5%, se observa en la región del Transdanubio Occidental. La evolución de los precios también puede observarse en el mercado inmobiliario, donde se concedió un mayor número de licencias. El número de viviendas entregadas durante el 1T de 2016 fue, no obstante, inferior al del año anterior.

Además, durante el primer trimestre de 2016, los precios de los inmuebles residenciales continuaron estables en Polonia, mientras que aumentaron en Rumanía. De igual forma, en Alemania, la viviendas en propiedad aumentó un 4,7% en términos interanuales, según el índice de vdp. Esta evolución también es consecuencia principalmente del persistente aumento de la demanda en las grandes ciudades y cada vez más en los alrededores. El buen funcionamiento del mercado laboral y los bajos tipos de interés han hecho que aumenten los precios de los condominios, de las viviendas unifamiliares y de las viviendas adosadas.

En Italia, los precios de vivienda cayeron ligeramente, 0,2% en términos intertrimestrales y 0,9% en términos interanuales. La obra nueva fue -0,5% tanto en términos interanuales como intertrimestrales, mientras que el de la segunda mano fue -0,1% en términos intertrimestrales y 1% interanuales.

En Francia, durante el 1T de 2016 las ventas subieron un 11,5% en términos intertrimestrales, mientras que de forma general el mercado inmobiliario espera hasta abril para despertar del letargo invernal. Los precios de vivienda subieron un 0,5% con respecto al trimestre anterior en la vivienda ya construida, pero cayó un 1,3% en el mercado de la obra nueva. Con respecto a los mismos periodos del año anterior, la tendencia fue positiva en ambos mercados, con crecimientos respectivos del 1,3% y del

2,4%. En el Reino Unido, aunque el precio de la vivienda sea elevado con respecto a las rentas, el aumento de los precios continúa siendo pronunciado debido a la escasa oferta de viviendas en venta. También hay datos que sugieren que posibles vendedores están retirando sus viviendas mercado ante la falta de inmuebles de sustitución para comprar, algo que está creando una especie de círculo vicioso en el mercado inmobiliario. En Irlanda, en el marco de los fundamentales económicos positivos, con la caída del desempleo y las tendencias al alza en los sectores minorista, de la construcción y del turismo, según la oficina de estadísticas nacional, los precios de vivienda experimentaron un aumento interanual del 7,4% durante el primer trimestre de 2016. Al contrario de lo que sucede en otros países, la subida del precio de la vivienda en Dublín fue relativamente baja (3,9%), mientras que en el resto del país fue del 10,5%. De forma similar, el precio de los alquileres subió más rápido fuera de la capital, especialmente la de los apartamentos. Uno de los principales problemas de la economía irlandesa es la falta de vivienda disponible, especialmente apropiada para familias. La actividad constructora ha aumentado durante los últimos años, con un 20% más de obras terminadas en el 1T de 2016 que en el mismo periodo del año anterior, según datos del Department of the Environment, Community and Local Government, y el número de viviendas iniciadas ha aumentado un 57%. Sin embargo, los niveles de construcción están muy por debajo de la demanda de viviendas por año, estimada en 25.000 viviendas.

En Suecia, el precio de la vivienda y el aumento del endeudamiento de las familias está siendo objeto de un intenso debate. Los precios de las viviendas unifamiliares aumentaron un sorprendente 13,1% en términos interanuales durante el 1T de 2016, lo cual representó una aceleración desde el 9% del año anterior. Situándose en el 14% en términos interanuales, las subidas de precios de los apartamentos se ha ralentizado y prácticamente están en la línea de los precios de las viviendas unifamiliares. En el cuarto trimestre de 2015, los precios de los apartamentos propiedad de sus ocupantes aumentó en torno al 18% con respecto al año anterior. Aunque los datos de construcción muestra una tendencia al alza durante el 2015, la rigidez de la normativa de construcción y de las licencias evitan que se produzca un boom inmobiliario en Suecia, y se espera que los precios sigan subiendo. También es importante mencionar que en primavera de 2016, los últimos datos estadísticos mostraron que esta tendencia va remitiendo y se espera que los aumentos sean menores.

Tipos de Interés Hipotecario

En términos agregados, los tipos de interés hipotecario en nuestra muestra descendieron durante el 1T de 2016 en 17pb en términos interanuales, hasta el 2,6%⁷. En la mayoría de los países, los tipos de interés continuaron cayendo, a pesar de que también en este ámbito la evolución es heterogénea. Durante el 1T de 2016, a pesar del ligero repunte en los trimestres anteriores, el tipo de interés más bajo se dio en Dinamarca, donde los hogares pudieron contratar un préstamo hipotecario a tipo variable del 1,17%. Los tipos de interés a mayor plazo (superior a 10 años) para los hogares se situaron en 3,67%, una caída de 11 pb con respecto al trimestre anterior. En Suecia, los tipos de interés hipotecarios generales fueron estables durante el 1T de 2016, con tipos variables ligeramente al alza hasta 1,4%, tipos fijos iniciales medios permanecieron invariables en el 1,6% y los periodos a tipo fijo más largos cayeron hasta el 2,4%. En Reino Unido, los tipos de interés hipotecarios continuaron cayendo durante el 1T de 2016 a raíz de la competencia entre entidades para captar nuevos clientes. Las condiciones de financiación fueron favorables a los prestatarios, lo cual también contribuyó a la caída de los tipos hipotecarios, llevando los tipos de interés hasta mínimos históricos o cercanos a

⁷ El cálculo es una media simple de los tipos de interés remitidos por los países que participan en este estudio (Tabla 5A del Informe Trimestral - Quarterly Review). En caso de no estar disponible el dato para el 1T de 2016, se ha considerado el último dato disponible.

estos. En Irlanda, los tipos hipotecarios de los préstamos vivos también se encuentran fuertemente influenciados por el tipo de interés básico del BCE, pues prácticamente la mitad de las hipotecas vivas están referenciadas a tipos vinculados a la evolución de los índices, que están cerca del 1%. Alrededor del 33% del valor de los nuevos contratos de crédito hipotecario, incluidas las renegociaciones, fue a tipos variables (aquellos con un periodo inicial de fijado de más de un año) en el 1T de 2016, lo que supone una caída de 11 puntos porcentuales interanual, aunque representa una subida de 3 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior. El CBI introdujo una nueva serie trimestral de datos sobre tipos de interés para el 4T de 2014, que está basado en nuevas amortizaciones hipotecarias en lugar de en nuevos contratos. El tipo variable estándar para una hipoteca para la compra de un inmueble privado cayó 49 pb, hasta el 3,64% durante el final de 2015.

En Hungría, el tipo de referencia del Banco Central se situó en el 1,35% a finales de 2015 y lo bajó en tres ocasiones, hasta situarse en el 0,9% en mayo de 2016. Los préstamos hipotecarios más típicos son a interés variable, vinculados al tipo interbancario de Budapest a tres meses, el cual se situó en 4,89% a finales del 1T de 2016, continuando la ligera tendencia al alza que comenzó a mediados de 2015. En Rumanía y Polonia, los tipos de interés permanecieron prácticamente invariables, en torno al 3,73% y 4,40%, respectivamente. En la República Checa, los tipos de interés continuaron a la baja durante el 1T de 2016, sin embargo se espera que ya hayan tocado suelo y comiencen a repuntar en los próximos trimestres. Los mercados hipotecarios en la República Checa se verán afectados por la Directiva sobre Crédito Hipotecario, cuya aplicación estaba prevista para marzo de 2016, aunque el Parlamento nacional todavía no ha adoptado su contenido, algo que sucederá en los próximos meses.

En España, los tipos de interés para los nuevos préstamos con finalidad residencial continuaron su caída en paralelo a la del principal índice de referencia del mercado hipotecario español (el Euríbor), una tendencia que viene apoyada por las políticas monetarias expansivas del BCE. La media ponderada del tipo de interés sobre nuevos préstamos con finalidad residencial fue 2,02% en el 1T de 2016, lo que supone 48 pb menos respecto del trimestre anterior. También los tipos de interés variables, a corto y a largo plazo, descendieron respecto del trimestre anterior, situándose en el 1,72%, 2,06% y 2,65% respectivamente. Los dos primeros alcanzaron su valor más bajo desde 2007. El tipo fijo medio, por otro lado, aumentó 21 pb, hasta el 5,23%. Cada vez se emiten más nuevos préstamos a tipo fijo, gracias a los beneficios que representan para las viviendas y para las entidades financieras.

Esto explica por qué los préstamos con finalidad residencial con un periodo a tipo fijo inicial superior a los 10 años representan el 10,7% de los nuevos préstamos, lo que supone un 56,2% más que el trimestre anterior y prácticamente cuatro veces más que el mismo periodo del año anterior. Como consecuencia, a pesar de que la mayoría de los nuevos préstamos se siguen emitiendo a tipo variable, la cuota de mercado en el 1T de 2016 cayó en un trimestre 4,8 puntos porcentuales, hasta el 57,8%. Como se ha comentado anteriormente, en Italia también los tipos de interés experimentaron caídas, situándose para los préstamos variables en el 1,92%, mientras que el tipo fijo a 10 años caía 19 pb, hasta el 2,65%.

En Francia, los tipos de interés continuaron cayendo durante el 1T de 2016, tras el breve repunte experimentado a mediados de 2015. El tipo fijo medio para los préstamos fijos se situó ligeramente por encima del 2%. Siendo esta la media durante el comienzo del año 2016, también se ofrecían préstamos al 1,4% y 1,5% para prestatarios con perfil menos arriesgado. El tipo variable medio se situó en 1,43%, pero solo se utiliza de forma marginal al considerarse no competitivo en relación con los préstamos a tipo fijo. En Bélgica, los tipos de interés continuaron cayendo durante el 1T de 2016 y el tipo fijo para 10 años, que con una cuota de mercado del 76% es el más popular, cayó en 21pb hasta el 2,27%.

Gráfico 3 Países donde el nuevo crédito a los hogares ha superado los niveles de 2007.

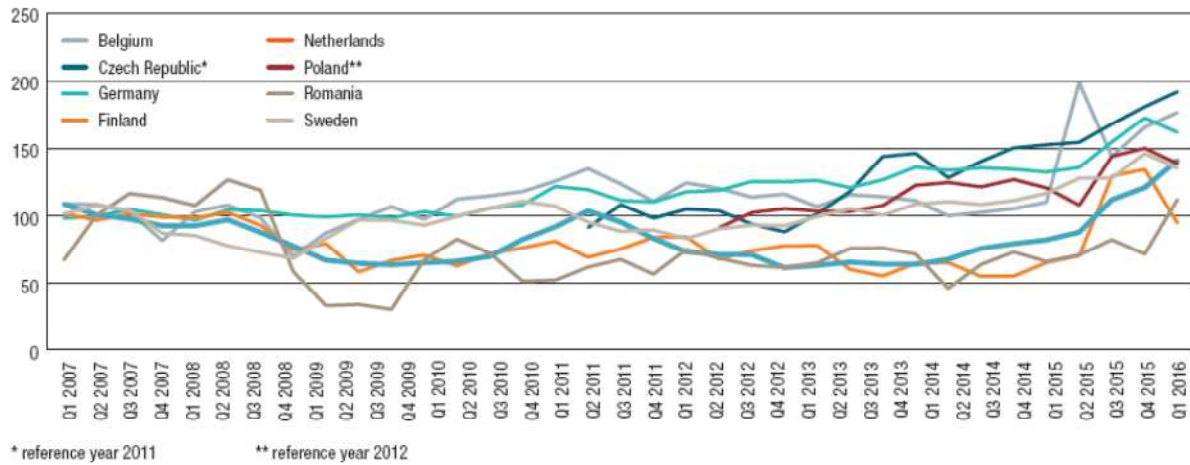


Gráfico 4 Países en los que los precios han caído en el último trimestre.



Gráfico 5 Países en los que los precios han subido ligeramente en el último trimestre.



Instrumentos macro-prudenciales para el mercado hipotecario alemán

Prof. Dr. Michael Voigtländer, Cologne Institute for Economic Research

Hoy en día, la mayoría de los votantes y de los políticos cuando se refieren a los bancos piensa principalmente en la crisis financiera. Por ello, el principal objetivo es hacer que los bancos sean más fuertes y evitar que los contribuyentes tengan de nuevo la obligación de rescatar a los bancos de un colapso financiero. Aparentemente sin alternativa, desde 2008 no han dejado de surgir oleadas de regulación. La de mayor importancia en la Directiva sobre Requisitos de Capital (DRC) IV, que establece las normas para reforzar el capital y que exige una mejor gestión de la liquidez. Además, se ha implementado la Directiva sobre Crédito Hipotecario (DCH), la cual establece incentivos a la concesión más prudente de créditos, protegiendo a los prestatarios del "crédito irresponsable". También los bancos se han visto afectados por Solvencia II y tienen que pagar impuestos especiales desde la crisis financiera. En Alemania, está prevista la introducción de instrumentos macro-prudenciales para el crédito hipotecario.

Por ahora siguen siendo inciertos los efectos de todos los proyectos reguladores. La mayoría de las nuevas normas sigue en un periodo de introducción y, aunque en la mayoría de casos cada norma puede justificarse, el resultado en la práctica no es seguro. Específicamente, nadie puede estimar el resultado de la interacción de regulaciones, puesto que el sistema financiero es muy complejo e innovador. Como la fortaleza de los bancos está en el punto de mira, la lógica parece ser que a mayor regulación, más fuertes serán los bancos en términos financieros.

Sin embargo, los bancos desempeñan una función muy importante en la promoción de la inversión y del crecimiento de un país. La concesión de créditos a hogares y emprendedores no es solo un medio para generar riqueza, sino una necesidad para que las economías modernas prosperen. Por lo tanto, ha habido un equilibrio entre la fortaleza de los bancos y su capacidad para prestar. Desafortunadamente, este equilibrio parece ser desigual y las normas macro-prudenciales recientemente planeadas para el crédito hipotecario son un ejemplo de ello.

Según la nueva legislación prevista, la supervisión bancaria podrá limitar la ratio LTV, la ratio deuda-ingresos y la ratio de servicio de la deuda-ingresos. También, se pueden hacer cumplir requisitos relativos a la amortización. Tales normas se utilizan en algunos países, como es el caso de Reino Unido. Sin embargo, el alemán es un mercado especial, con una cultura crediticia tradicionalmente prudencial. Para valorar el impacto de estas normas en los hogares, el Cologne Institute for Economic Research ha analizado el estudio sobre Financiación y Consumo de los Hogares realizado por el Banco Central Europeo. El análisis muestra que en Alemania, más hogares de los esperado tienen un LTV por encima del 90%, aunque estos son predominantemente hogares con mayor riqueza y mayores rentas. Por ello, la probabilidad de impago de los créditos es baja, pues los grupos de rentas altas se ven afectados en menor grado por el sobreendeudamiento. Lo que es más, la ratio servicio de la deuda-ingresos de la mayoría de los hogares es bajo: el 75% del total de hogares con hipoteca tienen un ratio inferior al 19%. En Francia, el valor correspondiente es del 24%; en España es del 30%. La ratio media del servicio de la deuda-ingresos para Alemania es solo del 12%, mientras que es del 18% en Francia o del 20% en España. Además, solo el 1% del total de hogares con hipotecas tienen un LTV superior al 90% y una ratio servicio de la deuda-ingresos de más del 30%. Por tanto, los riesgos para el sistema financiero parecen manejables.

Aunque la contribución a la fortaleza financiera de los límites sobre las hipotecas parece minoritaria, los efectos sobre los bancos y los clientes son importantes. En primer lugar, tales límites representan una fuerte intervención en el principio de libertad de contratación, que es un elemento importante en una economía de mercado. Los hogares con menos capital pero elevadas rentas desisten de comprar viviendas. Debido a los niveles ultra bajos de los tipos hipotecarios, comprar una vivienda es más caro que alquilar en la mayoría de las regiones y ciudades,

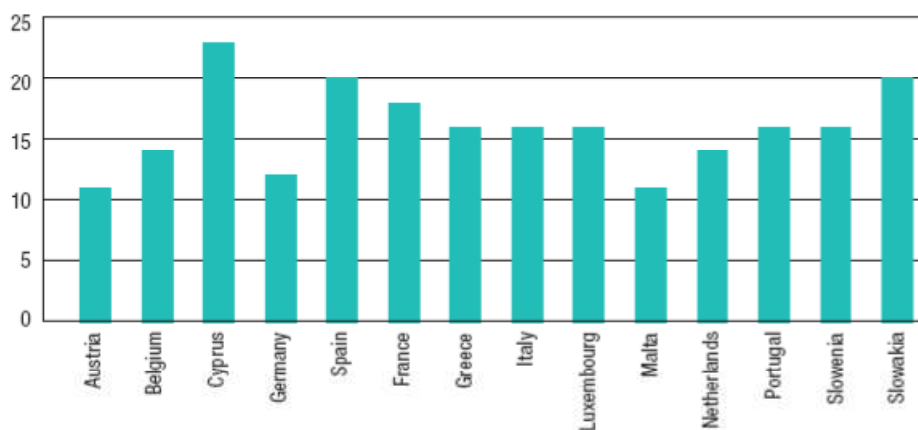
aunque con incluso más restricciones al crédito solo un pequeño número de viviendas puede beneficiarse de esta ventaja. Al menos, es necesaria una buena justificación para semejante intervención.

En segundo lugar, las restricciones al crédito suponen una carga adicional para los beneficios de los bancos debido al escaso margen derivado de los bajos tipos de interés crediticios y las hipotecas son uno de los productos más rentables. Especialmente al exigir una prima de riesgo para los LTV más elevados, la rentabilidad aumenta. Por supuesto, los riesgos deben ser gestionables, pero los datos demuestran que en la mayoría de los casos solamente los hogares que pueden asumir LTVs más elevados han recibido préstamos de esas características. Al limitar los LTVs para todos los clientes, los bancos no solo se quedan sin poder respecto de la valoración del riesgo, también pierden una fuerte de beneficios. En este contexto, debemos enfatizar que los beneficios no solo sirven los intereses de los accionistas, sino que también son necesarios para acumular el capital exigido por la DRC IV. El Bundesbank alemán está preocupado por la rentabilidad de los bancos alemanes, puesto que es la principal fuente para acumular el capital. Consecuentemente, los instrumentos macro-prudenciales pueden llegar a ser un obstáculo para el objetivo de la fortaleza financiera.

Por último, Alemania ha tenido un superávit en la cuenta corriente durante un largo periodo de tiempo. Los hogares alemanes ahorran mucho dinero que no es invertido en Alemania. Como consecuencia, otros países europeos son prestamistas, lo que resulta en mayores desequilibrios para la eurozona. Por ello, las regulaciones que entorpecen la inversión nacional estimulan los desequilibrios.

No cabe duda de que las regulaciones en el sistema bancario son necesarias, pero los reguladores deben ser más pacientes y analizar el resultado de las regulaciones en mayor detalle. Deben valorarse los efectos de la DRC IV y de la Directiva sobre Crédito Hipotecario antes de introducir más normativas. Por ello, ahora no es el momento de introducir instrumentos macro-prudenciales en el mercado hipotecario alemán.

Gráfico Servicio de la deuda en relación con los ingresos en Europa – Comparativa del servicio de la deuda en relación con los ingresos medio para los hogares con hipoteca



Fuente: HFCS – European Central Bank, Cologne Institute for Economic Research