

Der Alte Fritz - 10º Aniversario del ECBC Actividades en un entorno desafiante

Luca Bertalot, Secretary General, EMF-ECBC

ECBC 10 años ejerciendo como guía del mercado y como foro de debate.

El ECBC celebró en su 22 reunión plenaria de Barcelona, el 9 de septiembre de 2015, su 10º aniversario como organización. Las reuniones del Pleno del ECBC congregan a responsables de la toma de decisiones del sector de los *covered bonds*, inversores, representantes gubernamentales y reguladores, tanto a escala nacional como global. Durante los años previos y posteriores a la crisis, las reuniones del Pleno del ECBC han sido el seno de debates sobre aspectos clave del mercado de *covered bonds* y su desarrollo. Del mismo modo, estas reuniones han supuesto una oportunidad excelente para que participantes del mercado se conozcan. De este modo, los participantes del mercado han podido analizar las lecciones aprendidas de la crisis y ser proactivos a la hora de buscar una hoja de ruta consensuada que está guiando a la clase de activos hacia una dimensión mundial.

Desde el comienzo de la crisis financiera, las Instituciones Europeas han aprobado alrededor de 30 normativas en materia financiera, todas dirigidas a reforzar el sector financiero y a hacerle más resistente a eventuales crisis. Entre las propuestas legislativas más importantes, destacamos las siguientes: el marco Basilea III para requisitos de capital; el marco para la resolución de entidades bancarias (Directiva de Resolución y Recuperación Bancaria - BRRD, por sus siglas en inglés); la Unión Bancaria y la reforma de la estructura del mercado de capitales europeo. En concreto, la aplicación de la regulación contenida en el Reglamento sobre Requerimientos de Capital y en la Directiva sobre Requisitos de Capital IV (Capital Requirements Regulation (CRR)/Capital Requirements Directive (CRD), en inglés respectivamente), que es el eje central del Código Normativo Único para los bancos de la UE (Single Rulebook), cuyo objetivo es ofrecer un único y armonizado compendio normativo prudencial que sea vinculante para todas las entidades financieras de la UE (aproximadamente 8.300 bancos), completando así el mercado único de los servicios financieros. El crédito a PYMES y el hipotecario, que han impulsado la recuperación de la economía real, se basan mayoritariamente en los principios del crédito bancario, cuyas raíces se encuentran en la supervisión bancaria tradicional y que facilita la *due diligence* para los inversores y analistas de riesgos inmobiliarios. Si miramos a las cifras, prácticamente el 85% de la financiación de la UE la ofrecen bancos. La fortaleza financiera general de la economía europea guarda una estrecha relación con la capacidad de los bancos para prestar, tanto al sector público como al privado. Esta capacidad se ha visto menoscabada a raíz de las nuevas reglas globales que exigen a los bancos aumentar sus ratios de capital.

La aplicación de las reglas de Basilea así como el adecuado tratamiento de los *covered bonds* y de las Titulizaciones de Elevada Calidad plantean cómo puede garantizarse una igualdad de condiciones a escala mundial, especialmente para las economías que son fuertemente dependientes de estos instrumentos de financiación, como sucede en Europa. Lo que es más importante, y como queda claramente indicado por su reconocimiento en el 3 Programa de Compra de Bonos Garantizados del BCE y en el Programa de Compra de Bonos de Titulización de Activos del BCE,

estos instrumentos son fundamentales para la creación y el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales por ser herramientas de refinanciación a largo plazo y un medio para que la política monetaria común se transmita eficazmente a la economía real.

Este reconocimiento macro-prudencial quedó de nuevo confirmado con la publicación del acto delegado de la Comisión Europea sobre la Ratio de Cobertura de la Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés), en el cual los *covered bonds* han sido clasificados como Activos con un Grado Extremadamente Alto de Liquidez (Nivel 1). El ECBC acoge el reconocimiento de la Comisión del valor macroprudencial de los *covered bonds*.

De hecho, la inclusión de los *covered bonds* en el Nivel 1 contribuirá a desvincular el sector soberano del sector bancario. Los cambios introducidos en los últimos meses en el entorno regulatorio y político en Europa están teniendo un fuerte impacto en los sectores de la financiación a largo plazo y de financiación a la vivienda. Identificamos varias áreas sobre las que hay que reflexionar a la hora de buscar la forma óptima de diseñar el futuro mapa bancario de Europa y de construir una Unión de los Mercados de Capitales que garantice la capacidad del Sector de apoyar la agenda del crecimiento y ofrecer financiación a largo plazo a la economía real:

- Conseguir el equilibrio adecuado, en términos de igualdad de condiciones, entre los bancos internacionales que operan en la Unión Europea y los actores europeos que operan tanto en el ámbito nacional como en el internacional.
- Examinar minuciosamente el impacto sobre el mercado de varios desarrollos regulatorios e intentar garantizar los pilares bancarios europeos en los debates del Comité de Basilea: Ratio de Financiación Estable Neta (NSFR, por sus siglas en inglés), ponderación del riesgo, marco de *capital floors*; ratio de apalancamiento.
- La función de las entidades de crédito europeas en el marco de la financiación inmobiliaria y a las pequeñas y medianas empresas, y el crédito a la economía real es cada vez más polifacética por la introducción de la Unión de los Mercados de Capitales.
- La función de los *covered bonds* y el firme compromiso del sector de alcanzar un mayor nivel de armonización, en línea con los objetivos de la UE y las preferencias del mercado.

La perspectiva política y la función del ECBC.

El camino para alcanzar un mercado común que ofrezca la libre circulación de mercancías, servicios, personas y capitales ha sido largo y gradual. Este camino arrancó en 1950 con la firma de los Tratados de París y de Roma, aunque el proceso comenzó realmente a tomar forma en 1985 con la iniciativa de la Comisión Delors de diseñar el Acta Única Europea, que fue posteriormente desarrollada en la década de los 90 y los 2000 con la firma de los Tratados de Maastricht, Amsterdam y Lisboa. Muy en la línea del espíritu de Delors, la Comisión Juncker está relanzando y extendiendo lo anterior a través de su agenda para el crecimiento y sus planes de crear unos mercados de capitales más integrados y profundos en los 28 Estados Miembros a través de la Unión de los Mercados de Capitales.

En la actualidad, tras varios años de crisis financiera, las tres dimensiones del proyecto europeo -financiera, política y económica- están convergiendo en un "unicum", que está acelerando rápidamente el proceso de la integración europea. No obstante lo anterior, esta aceleración también está sacando a la luz las fricciones, la falta de convergencia y las lagunas institucionales de los actuales mecanismos europeos. Aquí es donde el sector de los servicios financieros, que es un elemento fundamental del panorama político y social de Europa, tiene posibilidad de desempeñar una función crucial para facilitar la convergencia e integración mejorando la transparencia y las buenas prácticas del mercado. Además, entender los canales de transmisión que existen entre el sector financiero y otros sectores de la economía es crítico a la hora de valorar el crecimiento y la estabilidad financiera. Esta última es crucial, ya que los

sistemas financieros fuertes están considerados como los que no perjudican al propio sistema, y aquellos que son capaces de soportar las crisis y limitar la interrupción de la distribución del ahorro hacia oportunidades de inversión rentables.

Hasta ahora, políticamente, el sector de los servicios financieros ha actuado como chivo expiatorio de la crisis, la fragmentación del mercado y la inseguridad política. En este ambiente político tan desafiante, las Instituciones Europeas han iniciado una reforma global del sector financiero. Al hacerlo, los reguladores han recorrido un camino difícil y peligroso, y siguen recorriéndolo, en su búsqueda de un equilibrio entre armonización por un lado y el respeto por las tradiciones de los mercados nacionales por otra, mientras que al mismo tiempo se limitan los efectos colaterales adversos y se garantiza la cohesión social. Este nuevo periodo de transición genera unas expectativas y emociones con un impacto en la sociedad sin precedentes, más amplio y profundo. El Sector se enfrenta al desafío de endurecer estas nuevas dinámicas y de contribuir al proceso de integración desarrollando una función proactiva en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales para garantizar la estabilidad financiera y la capacidad de conceder crédito, así como de apoyar el crecimiento económico, algo que sigue estando en el centro del proyecto europeo.

Haciendo balance, parece claro que solo en 12 meses el mundo financiero de Europa se ha adentrado en un mercado y entorno regulatorio completamente nuevos. En este contexto, ahora más que nunca el ECBC está funcionando como el catalizador y *think-tank* del mercado, lo que a cambio permite al mercado converger y coordinarse con una sola voz. Además, la función del ECBC en este nuevo contexto garantiza el buen funcionamiento del propio mercado al identificar y aplicar normas cualitativas y parámetros cuantitativos comunes. De cara al futuro, el ECBC tiene la responsabilidad de continuar actuando como el foro de debate del sector y el "guía" del mercado, desarrollando una clara visión de los desafíos y oportunidades futuros para los participantes del mercado y, posteriormente, guiando al sector por estas aguas turbulentas.

“Der alte Fritz”: Gracias.

Durante los últimos años, el ECBC ha sufrido los cambios del mercado y los regulatorios con un enfoque auténticamente europeo, ha puesto en marcha una serie de iniciativas proactivas lideradas por el propio mercado y ha encontrado continuamente las soluciones adecuadas en un entorno muy desafiante. El ECBC actúa como un grupo con espíritu de compañerismo.

Sin embargo, esto sería imposible sin el tiempo, liderazgo, conocimiento técnico, esfuerzo y dedicación de un grupo distinguido de personas que ha invertido su energía en guiar a los participantes del mercado y en crear el espíritu necesario en el momento apropiado para la innovación y la armonización.

Durante la reunión del Plenario celebrada en Barcelona, la Secretaría de la EMF-ECBC reconoció públicamente el duro trabajo y el apoyo esencial de este grupo de personas a lo largo de los años, quienes han contribuido a garantizar el éxito de la clase de activos como un producto verdaderamente europeo y les obsequió con una estatua de Federico el Grande. También conocido como "der alte Fritz", Federico el Grande fue el fundador del sistema de *covered bonds* en Alemania en 1769 y demostró ser un gobernante ilustrado que modernizó su país introduciendo, adoptando y aplicando las mejores prácticas políticas y del mercado, las cuales allanaron el camino hacia un sistema financiero fuerte, capaz de canalizar las inversiones a largo plazo del sector privado hacia la economía real.

El ECBC considera que el espíritu de "der alte Fritz" de compartir las buenas prácticas del mercado y de introducir una armonización basada en principios "lato sensu" facilitará la creación y consolidación de un **área monetaria y macroeconómica óptima:**

- Movilidad laboral dentro de la región. Aquí se incluye la capacidad física para viajar (visados, derechos de los trabajadores, etc.); la ausencia de barreras culturales a la libertad de movimiento (como son las distintas

lenguas) y acuerdos institucionales (como la posibilidad de transferir pensiones entre países pertenecientes a la región).

- Apertura con la circulación de capital y flexibilidad de precios y salarios en la región. Así las fuerzas del mercado de oferta y la demanda automáticamente distribuyen el dinero y las mercancías donde se necesitan. En la práctica esto no funciona a la perfección y no hay una auténtica flexibilidad salarial.
- Un sistema que comparta riesgos, como un mecanismo automático de transferencia fiscal para la redistribución del dinero hacia áreas/sectores que se han visto perjudicados por las dos primeras características.
- Los participantes del mercado tienen ciclos de negocio similares. Cuando un país experimenta un boom o una recesión, es probable que otros países de la unión le sigan. Esto permite al banco central común promover el crecimiento en épocas de recesión y contener la inflación en épocas de bonanza económica. Si los países pertenecientes a una unión monetaria tienen ciclos de negocio idiosincráticos, la política monetaria óptima puede ser divergente y los participantes de la unión pueden verse perjudicados bajo el paraguas de un banco central común.
- Diversificación de la producción.
- Preferencias homogéneas.
- Coincidencia de destino ("Solidaridad").

Hipotecas Verdes: Política, Valor y Mercados de Capitales Una hoja de ruta para la transformación del mercado

David Rosen PhD, Principal, DRA1

El 1 de octubre de 2015, la European Mortgage Federation y el European Covered Bond Council (EMF - ECBC) organizan una mesa redonda sobre "Financiación de la Eficiencia Energética" en París. El evento contará con los principales agentes con intereses en el mercado, incluida la Comisión Europea, expertos mundiales y europeos en materia de eficiencia energética, tasadores inmobiliarios y representantes del sector hipotecario y de los *covered bonds* con vistas a explorar el desarrollo de una iniciativa impulsada por el mercado para:

- Promover la adaptación a la eficiencia energética de las viviendas existentes en la UE y utilizadas por sus propietarios;

¹ David Rosen. PhD, es Fundador y Director de DRA una consultora internacional especializada en la asesoría en materia de public policy, financiera y de desarrollo que trabaja en las áreas de la eficiencia energética, las energías renovables, la accesibilidad a la vivienda y los mercados de capitales. (www.draconsultants.com) Constituida en 1980, DRA ha asesorado en operaciones y carteras por valor superior a los 9 MM de \$. El Dr. Rosen ha asesorado a centenares de clientes tanto del ámbito gubernamental como privado en relación con medidas financieras, de cartera, de desarrollo y de public policy en el ámbito del desarrollo sostenible y la financiación de la vivienda.

- Promover mejoras basadas en la experiencia en los procesos de formalización, crediticios, de tasación, fijación de precios y de los requisitos de capital para los préstamos hipotecarios utilizados para financiar la compra y la compra/adaptación de viviendas eficientes, utilizadas por sus propietarios;
- Reducir la emisión de gases de efecto invernadero; y
- Aumentar la oferta de capital y mejorar las condiciones, el precio y el tratamiento de capital de las hipotecas sobre viviendas energéticamente eficientes.

Una hipoteca verde concede al comprador de vivienda una mayor capacidad de pago del crédito vinculada a la reducción de los costes energéticos de su vivienda. Una hipoteca verde otorga a la vivienda (garantía) una mayor tasación, al capitalizar los ahorros de energía de la vivienda, fomentar el acceso al capital de las viviendas energéticamente eficientes y al poder mejorar el rendimiento en el mercado de capitales al reducir la probabilidad de impago y la velocidad de amortización del préstamo.

Contexto político

En 2002 la Unión Europea introdujo la Directiva sobre la eficiencia energética de los edificios (DEEE), que fue modificada en 2010. Esta Directiva (DEEE/202/27/UE) introdujo medidas vinculantes que garantizaban el incremento de la eficiencia energética en un 20% para el 2020. En 2014, la Comisión Europea (CE) propuso aumentar este objetivo al 30% para el 2030. La CE (COM (2011) 0109) describe la eficiencia energética como el mayor recurso energético de la UE, una de las formas más rentables de mejorar la seguridad de su oferta energética y de reducir la emisión de los gases de efecto invernadero. El Grupo de Entidades Financieras para la Eficiencia Energética (EEFIG por su siglas en inglés) reclama que la eficiencia energética sea considerada como "el principal combustible, porque es competitiva, rentable y se puede disponer de ella con facilidad". El Grupo considera la eficiencia energética como el método más rentable para reducir la dependencia de la UE de las importaciones energéticas, que suponen un gasto de más de 400 MM€ anuales.

La vivienda es crucial para la política de eficiencia energética (EE). En 2011, los inmuebles residenciales representaban el 18% del consumo de energía mundial (Agencia de Información Energética de EEUU). También es responsable de una importante parte de las emisiones de gases de efecto invernadero. La Agencia de Protección Medioambiental de EEUU (US EPA por sus siglas en inglés) informa de que los sectores inmobiliarios comerciales y residenciales. Los edificios de Europa son responsables del 38% de la demanda de energía total en la UE (BPIE, octubre de 2014). En 2012, los edificios residenciales contribuyeron al 26% del consumo de energía final en la UE, prácticamente el doble de los edificios no residenciales 14%. (Eurostat)

El EEFIG informa de que en 2012, las inversiones en eficiencia energética global de todos los sectores supusieron 310MM de dólares. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) hace un llamamiento a la UE para que invierta otros 1,3 billones de dólares en eficiencia energética en los edificios entre 2014-2035.

Entre los objetivos relacionados con la EE para el sector residencial se encuentran:

- Reducir el consumo de energía;
- Reducir la emisión de gases de efecto invernadero;
- Reducir los costes relacionados con la vivienda; y
- Preservar el antiguo *stock* de viviendas (y barrios) mediante la modernización y la reinversión.

La inversión en eficiencia energética para acondicionar el inventario existente de viviendas aumentará su vida útil. Algunas de las medidas menos costosas en materia de eficiencia energética, las denominadas opciones al alcance de la mano (electrodomésticos y aislamientos) pueden llevarse a cabo inmediatamente mediante una inversión rápida.

Es probable que muchas mejoras encaminadas a obtener mayor eficiencia energética, como son la sustitución de puertas y ventanas, de sistemas de calefacción y ventilación; de aparatos de aire acondicionado; así como las principales mejoras en los edificios se realicen en el contexto de la renovación general de los edificios y la reinversión. Esto puede suceder normalmente en el momento de la venta / refinanciación. En consecuencia, es posible que incorporen más medidas de adaptación a la eficiencia energética como parte de la práctica estándar en el momento de la refinanciación, venta o reinversión de las viviendas existentes.

En diciembre de 2014, la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (IF-PNUMA) envió una carta a la EMF/ECBC sugiriéndole que "desarrolle un trabajo sobre las normas para las hipotecas verdes que permita imaginar en el futuro la aparición de *covered bonds* verdes".

El EEFIG, creado en octubre de 2013, fue convocado por la IF-PNUMA, la DG de Energía de la Comisión Europea, y otras entidades financieras interesadas en la financiación de mejoras relacionadas con la eficiencia energética. Emitió su Informe Final en febrero de 2015: "La Eficiencia Energética - El Principal Combustible de la Economía de la UE: Cómo Guiar la Nueva Financiación para las Inversiones en Eficiencia Energética". Los *covered bonds* se mencionan a lo largo del Informe Final como unos de los instrumentos financieros que pueden "proporcionar financiación a largo plazo para activos adecuados como las inversiones en eficiencia energética", con las Hipotecas Verdes. En marzo de 2015, la Comisión Europea y la DG de Acción Climática publicaron "Cambiar la Financiación Privada hacia Inversiones Respetuosas con el Medio Ambiente". Este informe presenta las siguientes recomendaciones:

- "Convocar a los reguladores de la UE en materia de *covered bonds* para explorar el desarrollo *covered bonds* respaldados por hipotecas verdes en la futura inclusión de activos renovables en los marcos reguladores de *covered bond*;
- Los reguladores pueden considerar los títulos y *covered bonds* respetuosos con el clima a efectos de capital regulatorio;
- La Comisión Europea podría trabajar con la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) para integrar aspectos relacionados con los *covered bonds* verdes en su próximas directrices sobre buenas prácticas;
- Ampliar las normas para los mercados de *covered bonds* para aumentar la emisión de *covered bonds* verdes a medida que aumentan los *pools* con activos relacionados con el clima; y
- Promover el debate en los Estados miembros para acercar tales activos a los requisitos nacionales para los *pools* de *covered bonds*."

Apoyo fiscal a las mejoras para una mayor eficiencia energética.

El EEFIG reclama el apoyo directo a la mejora de la eficiencia energética, incluidas las realizadas en viviendas, como una prioridad de los Fondos Estructurales y de Inversión de Europa; del Programa Horizonte 2020 y de los ingresos del sistema de intercambio de cuotas de emisión de gases de efecto invernadero. Cada Estado miembro decide el uso de sus ingresos del sistema de intercambio de cuotas de emisión de gases de efecto invernadero. Sin embargo, la Directiva sobre el Régimen de Comercio de los Derechos de Emisión recomienda que al menos el 50% de estos ingresos se utilicen para intervenir en acciones relacionadas con el cambio climático, entre las que se incluye el estudio y el desarrollo de la eficiencia energética y de tecnologías limpias. En 2014, la DG de Energía pidió a los Estados miembros que incluyesen los Certificados de Eficiencia Energética como un requisito para la utilización de fondos públicos destinados a la mejora de edificios. El Programa de Cohesión Política 2014-2020 ofrece 23 MME, los cuales podrían aplicarse a programas de mejora de la eficiencia energética a gran escala.

La política fiscal puede aplicarse para promover una combinación de descuentos, concesiones o subvenciones fiscales. Semejante apoyo fiscal puede utilizarse para promover una serie de intervenciones destinadas a aumentar la capacidad y el volumen de mejoras de energía. Entre los ejemplos de programas de apoyo fiscal encontramos subvención de tipos de interés para los Préstamos EE e Hipotecas Verdes, pérdidas originadas en préstamos; pérdidas

originadas en seguros hipotecarios; estudio y desarrollo de los certificados energéticos en términos de estandarización; elaboración de un registro exhaustivo de rendimiento energético; formación y programas de certificación para los calificadoros de energía y tasadores; acciones de marketing para la hipoteca verde; el desarrollo de normas de valoración de la eficiencia energética, entre otros.

Los Certificados de Eficiencia Energética han sido una parte fundamental de la Directiva relativa a la eficiencia energética de los edificios en toda la UE desde 2002. Los Certificados de Eficiencia Energética son una herramienta de información fundamental para los propietarios de inmuebles, compradores, arrendatarios, tasadores, agentes inmobiliarios, entidades de créditos y agentes de los mercados de capitales. Si los mercados de capitales fomentan la eficiencia energética, los participantes del mercado necesitan disponer de información fiable, verificable y precisa sobre la eficiencia energética de los edificios (International Partnership for Energy Efficiency Cooperation (IPEEC), 2014). Esta información permitirá a cambio analizar cómo afecta la eficiencia energética a las tasas de impago, las valoraciones inmobiliarias, las amortizaciones anticipadas de hipotecas (y bonos), y el comportamiento de los prestatarios en relación con el consumo de energía.

La Comisión Europea destaca la función de los certificados como vital para "la identificación, medición y contabilización de la valoración y de los beneficios plenos de las inversiones en eficiencia energética." Esto es algo ampliamente reconocido en los Estados miembros. El Building Performance Institute Europe (BPIE) identifica que los certificados energéticos tienen el "potencial de convertirse en "pasaportes de edificios" que acompañan al edificio a lo largo de su ciclo de vida, e incluye propuestas de mejoras y actividades para la renovación energética". (BPIE 2014)

La Comisión Europea considera que "aunque no se ha recogido todo el potencial de los certificados energéticos", "un programa de certificados es sin duda una llave que permite dar valor a la eficiencia energética dentro del mercado." (EC 2013; BPIE 2014)

Los certificados energéticos pueden basarse en un índice calculado de consumo energético, o en un índice de mediciones del consumo de energía. En el primer caso, un la eficiencia energética de un edificio o de una unidad se calcula basándose en las características del edificio o de la unidad (aislamiento, puertas y ventanas, calefacción y ventilación, cocina, iluminación, y otros elementos). Los certificados energéticos de mediciones informan de las lecturas reales de sus medidores de consumo de energía en el edificio. Reflejan típicamente el comportamiento de sus ocupantes, junto las medidas de eficiencia energética del edificio o unidad.

El BPIE realizó en 2014 un estudio sobre los certificados energéticos en Europa. El estudio concluyó que a pesar de ser obligatorios, la mayoría de los Estados miembro han establecido sistemas para recopilar voluntariamente datos sobre los certificados energéticos. El BPI considera que el sistema de calificación energética de Irlanda, el Building Energy Rating (BER), aplicado por la Autoridad para la Energía Sostenible de Irlanda (Sustainable Energy Authority of Ireland - SEAI) es ejemplar. Desde 2003, el sistema BER se ha basado en las buenas prácticas en el momento en los Países Bajos y Holanda. Los propietarios y usuarios de edificios pueden acceder a las calificaciones del BER a través de un registro de asesores (Qualified Experts). El Sistema Nacional de las Administraciones de Irlanda (National Administrations System, NAS) asegura la disponibilidad de estadísticas energéticas, así con la calidad total del sistema, garantizando el control de calidad a través de auditorías de los asesores y de los certificados.

Con la reforma de la Directiva Europea sobre Eficiencia Energética de los Edificios es necesario publicitar el Certificado Energético cuando un inmueble se pone a la venta o en alquiler. A partir de 2015, 26 Estados miembros cumplen en cierto modo con el requisito de publicidad. Este requisito es obligatorio en Francia.

La estandarización de los certificados energéticos, la garantía de calidad de los asesores y la precisión de los certificados, el ajuste adecuado del rendimiento calculado y medido de los edificios o unidades, el acceso *online* a un registro universal de inmuebles, unidades y sus certificados serán necesarios para un buen funcionamiento del mercado de capitales para las Hipotecas Verdes.

Los certificados energéticos buscan desarrollar una norma común, simple y estándar para medir la eficiencia energética de todo un edificio y de una unidad. Tras la reforma de 2010 de la Directiva sobre la Eficiencia de los Edificios, se pidió a los Estados miembro que revisaran las respectivas normativas nacionales relativas a los programas de certificación energética y que los mejoraran a través de las siguientes medidas:

- Introducción de un sistema de control de las certificaciones independiente;
- Garantía de la confianza de los certificadores en el proceso de acreditación;
- Introducción de penalizaciones por incumplimiento, incluida la escasa calidad del certificado; y
- Aumento de la disponibilidad de certificados energéticos en las operaciones de compraventa y arrendamiento, así como la visibilidad de la etiqueta de clasificación en la publicidad comercial (BPI, octubre de 2014).

En Estados Unidos, muchos estados han revisado a conciencia sus códigos de certificación para exigir una eficiencia energética aún mayor. Liderados por California en 1978 con el Título 24 del Código de Construcción de California, reforzado constantemente por California a lo largo de 2015, hay una variedad de sistemas de certificaciones medioambientales: el BREAM en Reino Unido; LEED, Energy Star, Home Energy Rating System (HERS), Green Point Rating y otros sistemas en Estados Unidos; PassivHaus en Alemania, Minergie en Suiza y BBC en Francia.

Valor Verde

El "valor verde" de un edificio puede definirse por el impacto sobre el valor del inmueble de la eficiencia energética y otras características respetuosas con el medio ambiente, el acceso al transporte público, entre otras. La investigación en estas materias normalmente se centra en la dimensión energética del valor verde.

Los primeros intentos de valorar el valor verde en Estados Unidos y Europa (Alemania y Suiza) estiman beneficios de alrededor el 5% de los "edificios verdes", la mayoría de ellos comerciales, caracterizados por las definiciones del regulador o las certificaciones. Un estudio de 2013 realizado por la Comisión Europea proporciona resultados similares, basados en un estudio internacional de viviendas nuevas vendidas o alquiladas. En Francia, la Calificación del Rendimiento Energético en la base de datos de los notarios cuantificó el efecto de este distintivo en el precio de venta de las unidades.

Para las viviendas ubicadas fuera de la región de París, la diferencia de precio por diferencia de una letra en la clasificación energética se situaba de media en torno al 5% (el resto de factores se mantuvieron constantes). (Taffin, Rosen, 2015). Un estudio en 2012 en California analizaba el efecto de la clasificación verde en el precio de venta de las viviendas (Kok, Kahn). El estudio examinó la venta de 1,6 millones de viviendas unifamiliares en California entre 2007-2012. No obstante, de estas viviendas solo 4.321 fue certificado con la Versión 2 de EnergyStar, GreenPoint o LEED para viviendas. El estudio controló un gran número de variables que afectan a los precios inmobiliarios y concluyó que existe una relación positiva entre la clasificación verde y el precio del 9% con un error de +/- 4%. Los autores calculan que, con un precio medio de venta de viviendas no eficientes energéticamente / clasificadas en California de 400.000 dólares durante este periodo, el precio mínimo de una vivienda con certificación verde equivale aproximadamente a 35.000 dólares en valor con respecto a una vivienda cercana comparable. Los autores destacan que las conclusiones del estudio se hacen eco de un estudio anterior relacionado con el sector de bienes inmuebles comerciales.

Un estudio publicado en el Appraisal Journal documenta que el valor de una vivienda aumenta 20 dólares por cada 1 dólar que ahorra en costes de energía. Un análisis realizado por el Pacific Northwest National Laboratory concluye que construir una casa que exceda el Modelo de Código de Energía puede redundar en un ahorro de energía de entre 170 dólares y 425 dólares. Al aplicar estas conclusiones al análisis publicado en el Appraisal Journal se obtendría un aumento del valor de mercado de entre 4.250 dólares y 10.625 dólares.

En 2015 un estudio realizado por el Lawrence Berkeley National Laboratory examinó los efectos de los sistemas de paneles solares en los precios de compraventa de las viviendas. El estudio analizó 22.822 compraventas, 3.951 de las cuales tenían sistemas fotovoltaicos (PV) durante el periodo comprendido entre 2002 y 2013. El precio de compraventa se situó de media en 4 \$/W o 15.000 \$ para un sistema medio fotovoltaico de 3,6-kW. Se apreciaron diferencias estadísticamente insignificantes entre las ventas de viviendas nuevas y usadas. Este "Valor PV" se mantuvo de forma constante entre estados, mercados de PV e inmobiliarios y tipos de vivienda. El mercado parecía depreciar los sistemas PV durante sus primeros diez años, una tasa que excede la tasa de pérdidas de eficiencia de estos sistemas. El coste neto de los sistemas PV, considerando las ayudas gubernamentales, parecen ser los mejores indicadores para las primas del mercado. Los autores destacan que las estimaciones basadas en ingreso pueden servir igualmente para estimar las primas del mercado, si pueden considerar las estructuras locales de tarificación y las subvenciones. (Hoen, et al, 2015). Un pequeño estudio en Colorado no resultó concluyente a la hora de cuantificar la prima de valor para la eficiencia energética de viviendas nuevas y existentes en distintos submercados de Denver.

Sobre la base individual, el estudio concluyó valores positivos asociados a las medidas de la eficiencia energética de una vivienda. No obstante, los autores concluyeron que la "documentación estandarizada sobre eficiencia energética es incipiente." (Desmarais, 2015, Colorado Energy Office). En Estados Unidos, las entidades de crédito y las tasadoras han tardado en reconocer el valor de las viviendas energéticamente eficientes.

Esto está empezando a cambiar. Tanto el Appraisal Institute como la Appraisal Foundation han llevado a cabo programas de análisis del valor verde para el sector inmobiliario residencial. La Appraisal Foundation y el Departamento de Energía de EEUU han suscrito un memorando de entendimiento para contribuir a garantizar que las normas uniformes de la Professional Appraisal Practice (US PAP) son aplicables al rendimiento energético y a las valoraciones verdes, y que los tasadores son formados para la aplicación de estas normas. La Appraisal Foundation publicó *Evaluation of Green and High-Performance Property: Background and Core Competency* en 2015, que ofrecía una guía sobre las tasaciones para inmuebles residenciales, comerciales, plurifamiliares e institucionales en términos energéticos y de respeto al medioambiente.

Eficiencia Energética y Riesgo Hipotecario: apenas hay estudios que vinculen la calificación de la eficiencia energética de una vivienda con la probabilidad de impago de la hipoteca sobre esa vivienda.

El Institute for Market Transformation realizó un único estudio en Estados Unidos con investigadores de la Universidad de Carolina del Norte Chapel Hill -UNC-(Sahadi, *et al*, 2013). El estudio de la UNC analizaba datos reales del comportamiento de préstamos obtenidos de CoreLogic, analizando si la eficiencia energética de los edificios estaba asociada con los menores impagos y los riesgos de amortización.

Los autores, teniendo en cuenta las características de los préstamos, la vivienda y el vecindario, analizaron una muestra de 71.000 hipotecas unifamiliares calificadas como EnergyStar y como non-EnergyStar. Alrededor del 35% del total de la muestra, o 21.000 viviendas, tenían la calificación EnergyStar. En Estados Unidos, la penetración en el mercado de la etiqueta EnergyStar en las viviendas de nueva construcción es significativa, con aproximadamente el 25% de las viviendas iniciadas en Estados Unidos con certificación EnergyStar en 2011. Para obtener una calificación EnergyStar, una vivienda debe obtener una calificación energética de 85 o superior, indicando al menos un 15% de mejora sobre las viviendas construidas bajo la normativa de mercado actual (Código Internacional de la Conservación de Energía de 2006), normalizado para la zona climática, tamaño y tipo de vivienda. Sobre el control del comportamiento de otras variables de los préstamos, el estudio concluyó que una media del 32% de los propietarios de viviendas EnergyStar tenían menos probabilidad de impago sobre las viviendas con esta calificación en comparación con las viviendas sin calificación EnergyStar. Los autores destacan que "Esta conclusión es sólida, importante y coherente".

Cabe destacar que un estudio concluyó que es un 25% menos probable que un prestatario en una residencia EnergyStar amortice anticipadamente que un prestatario en una residencia sin esa clasificación. Además, el estudio

concluyó que dentro de las viviendas con calificación EnergyStar, el riesgo de impago continúa bajando a medida que mejora la calificación energética de la vivienda. Los autores concluyen que debe considerarse el menor riesgo de impago y de amortización anticipada asociado a la eficiencia energética a la hora de formalizar préstamos hipotecarios. Las Hipotecas Verdes en Estados Unidos y Canadá de Fannie Mae, Freddie Mac, FHA y Veterans Administration (VA) han incorporado directrices de formalización especiales para tener en cuenta la eficiencia energética de las viviendas a la hora de formalizar una hipoteca.

Este tipo de hipotecas normalmente atribuyen mayores ingresos a la capacidad de pago hipotecario con los menores costes de energía proyectados sobre la vivienda propiedad del prestatario. Algunos de estos préstamos permiten la financiación de mejoras energéticas en el momento de la compra, mientras que otros atribuyen la formalización alternativa a viviendas con calificaciones energéticas más elevadas. Apenas hay datos disponibles sobre la originación de hipotecas verdes diseñadas por estos organismos de garantía.

En agosto de 2015, el presidente Obama anunció dos iniciativas vinculadas a la eficiencia energética: (1) formalización "flexible" de la FHA para los hogares con una mejor calificación energética que la media; y (2) la aprobación de la FHA de los primeros programas Property Assessed Clean Energy (PACE) para financiar viviendas, en algunos casos. La FHA ampliará su producto hipotecario para viviendas energéticamente eficientes en reconocimiento de la calificación que obtengan.

Las viviendas con calificación de seis o superior (en una escala de 10) optarían a una "ratio flexible" en una nueva hipoteca o en la refinanciación de una existente. El ratio de endeudamiento de la FHA pasará del 31% al 33%; el ratio de endeudamiento del hogar pasará de ser del 43% al 45%. La FHE destacó cuando anunció el programa que la calificación de una vivienda será calculada por un asesor energético, quien introducirá las características de la vivienda en un programa informático desarrollado por el Departamento de Energía y el Lawrence Berkeley National Laboratory de EEUU. La herramienta para obtener la calificación energética está diseñada para comparar el comportamiento de las viviendas, independientemente de dónde estén situadas, o del número de ocupantes. La FHA destaca que el modelo de calificación se utiliza principalmente para viviendas existentes.

En contraste, el Sistema de Calificación Energética de los Hogares (HERS por sus siglas en inglés) se utiliza principalmente para viviendas nuevas. El programa PACE de la FHA afronta el desafío de ser aceptado por el mercado. Los programas PACE se han aprobado en 30 estados y en Washington, DC. Los propietarios de vivienda acogidos a estos programas reciben financiación para realizar mejoras en la vivienda de cara a obtener una mayor eficiencia energética. Esta financiación se devuelve a través de los impuestos sobre la propiedad. Esta financiación tiene una posición *senior* frente a la hipoteca sobre la vivienda. La FHA pondrá a disposición financiación hipotecaria para viviendas con préstamos subordinados del programa PACE, bajo determinadas circunstancias. La FHA ha emitido unas directrices sobre las condiciones para conceder financiación para viviendas con préstamos PACE.

Genworth Canada ha desarrollado un Programa para la Eficiencia Energética de los Hogares, a través del cual los compradores de una vivienda energéticamente eficiente, o aquellos que realicen mejoras en sus viviendas para ahorrar energía pueden obtener una devolución del 10% en su prima de seguro hipotecario. Además, el Genworth Canada EE Housing Programme ofrece mejores condiciones asociadas con el cálculo de las ratios de endeudamiento utilizando una estimación de los menores gastos en calefacción según un informe energético de la vivienda. La devolución está disponible para hipotecas sobre viviendas nuevas o ya existentes y para hipotecas "PurchasePlus", que ofrecen ventajas relacionadas con la eficiencia energética para la compra o refinanciación. Para poder beneficiarse de estos programas, las viviendas deben ser un 25% más eficientes energéticamente que lo establecido en el Código Modelo Nacional de Energía para Edificios de Canadá. Evolución de los préstamos destinados a las mejoras energéticas en Estados Unidos. La más reciente y mayor demostración de la evolución de las mejoras energéticas, con respecto tanto al ahorro de energía como a la evolución del pago de los préstamos, está asociada con el Better Buildings Neighbourhood Programme (BBNP) llevado a cabo con financiación a través de subvenciones del Departamento de Energía de Estados Unidos. El Departamento destinó 500 M\$ a 41 beneficiarios en todo Estados

Unidos para llevar a cabo una amplia variedad de programas de mejora energética para edificios residenciales y comerciales. De los 99.000 proyectos aplicados, 74.184 fueron mejoras energéticas en viviendas, lo que supuso el 75% del total de proyectos de mejora comprendidos en el Programa BBNP. El ahorro total en fuentes de energía de los programas para la mejora de la eficiencia energética en hogares fue de 3MM. Los participantes en el programa estimaron los ahorros de energía en el 22% con una media de ahorros reales del 15% para el 71% de los proyectos llevados a cabo. Esto es, el 71% de los ahorros energéticos proyectados se produjo tras medir el consumo del inmueble tras las mejoras introducidas.

36 de los 41 beneficiarios del BBNP utilizaron los fondos concedidos por el Departamento de Energía como apoyo a la financiación de las mejoras para una mayor eficiencia energética. El 18% de los proyectos de mejora recibieron préstamos. El Departamento de Estado y las redes locales para la eficiencia energética informan de que entre el 10-20% de las mejoras residenciales en términos de eficiencia energética a escala nacional participan en la refinanciación, lo que sitúa al BBNP en el 18% la tasa de financiación de la producción esperada. Varias evaluaciones independientes del programa concluyen que la financiación no era importante para la mayoría de los participantes residenciales, mientras que algunos participantes informaron de que la financiación era muy importante para ellos. De aquellos que tomaron préstamos, el 73% dieron mucha importancia a la función del préstamo en su decisión de realizar una mejora para una mayor eficiencia energética.

Las tasas agregadas de impagos sobre los préstamos para la mejora energética del programa BBNP se situaron por debajo del 1%. A pesar de la baja tasa de impago, la producción de préstamos para la mejora de la eficiencia energética fue baja y no alcanzó los niveles necesarios para atraer el interés de las entidades financieras. Los programas de préstamos para mejoras energéticas en viviendas multifamiliares de alquiler también dieron niveles bajos de impago, con un elevado nivel de reembolso.

Una hoja de ruta para el desarrollo de las Hipotecas Verdes durante los últimos quince años. Los Estados miembros y los participantes del mercado han desarrollado programas en toda la UE relacionados con los Certificados de Eficiencia Energética, los registros de edificios y prácticas relativas al valor verde. La CE ha solicitado hace poco que los mercados de capitales den un giro hacia las inversiones verdes, reconociendo la importancia de las mejoras en eficiencia energética de los edificios (DGClima, Marzo 2015). En combinación con el liderazgo de la EMF-ECBC, este trabajo ofrece la base para desarrollar un mercado europeo para las Hipotecas Verdes.

Los siguientes elementos conforman una hoja de ruta para la utilización del potencial de los mercados de capitales para promover y acelerar la eficiencia energética en los hogares.

1. Depurar y estandarizar los certificados de eficiencia energética. Es fundamental que los certificados sean verificables para poder establecer un mercado fuerte para las Hipotecas Verdes. Los Estados miembros deben moverse rápido para mejorar la exactitud y actualización, garantizar la calidad y aplicar los certificados a todos los inmuebles residenciales (tanto edificios como unidades) con el objetivo de ofrecer calificaciones por letras que sean universales y exactas para una variedad de tipos de edificio, climatologías, fuentes de energía y tarifas de suministros de la UE. La forma óptima de alcanzar este objetivo es a través de las buenas prácticas que ya están utilizándose en una serie de Estados miembros.

2 Desarrollar un Registro Universal del Rendimiento Energético de los Edificios. De nuevo basándose en las buenas prácticas existentes, como las identificadas en Irlanda y en otros Estados miembros, desarrollar bases de datos *online* sobre el rendimiento energético de los edificios, realizando una medición por el estado de los certificados descritos anteriormente. Estos registros del rendimiento energético de los edificios deben ser accesibles universalmente, estar actualizados y disponibles para todos los participantes del mercado: compradores, propietarios, arrendadores, agentes inmobiliarios, entidades de crédito hipotecario, reguladores e investigadores.

3 Establecer y estandarizar requisitos de revelación de información. Los Estados miembros deben basarse en las buenas prácticas existentes para establecer, estandarizar y exigir la información universal sobre la eficiencia energética de edificios y unidades. Los participantes de los mercados de capitales pueden comenzar exigiendo un certificado de eficiencia energética actual y preciso para la formalización y originación de hipotecas verdes, ya sea para la contratación de un préstamo hipotecario, la refinanciación o la financiación de mejoras para una mayor eficiencia energética. Esto puede hacerse en el momento de la venta, lease, o refinanciación para un periodo intermedio mientras que se perfeccionan los certificados y los registros de edificios en los próximos años. O puede exigirse para una fecha concreta, motivando así a los participantes del mercado. Tal información debe convertirse en una práctica estandarizada en toda acción de marketing o publicitaria de viviendas en venta o en alquiler.

4 Ofrecer apoyo fiscal estratégico para las hipotecas verdes. El apoyo fiscal será necesario para acelerar el desarrollo de un mercado maduro y que funcione correctamente para las hipotecas verdes. Entre las principales acciones que realizar se encuentran las siguientes:

- Desarrollo de un registro de Certificación de Eficiencia Energética y de Edificios;
- Campañas de marketing para concienciar a todos los participantes del mercado del valor de la eficiencia energética, la utilización y la fiabilidad de los registros de certificados de eficiencia energética y de edificios, y la disponibilidad de hipotecas y valoraciones verdes;
- Programas de ayudas crediticias (descuentos, ayudas, seguros hipotecarios para fallidos) para establecer datos empíricos sobre la probabilidad de impago, amortización anticipada, valoración, consumo de energía, precio de mercado y otras magnitudes importantes para un mercado de capitales a gran escala y eficiente;
- Programas de formación, control de calidad y de certificación para calificadores, valoradores y contratistas encargados de realizar las mejoras.

5 Desarrollar productos verdes. El sector hipotecario y los mercados de capitales deben trabajar con los reguladores para desarrollar productos hipotecarios verdes para la venta, refinanciación o mejora. Basándose en las buenas prácticas actuales en Europa y a escala mundial, este esfuerzo por desarrollar un producto de préstamo debe probar y establecer normas probadas para el riesgo de impago, amortización anticipada, cálculos del LTV y del ratio de endeudamiento para las viviendas energéticamente eficientes (verdes). A medida que se expanda el mercado de las hipotecas verdes y madure, tanto entidades de crédito, como inversores y reguladores deberán desarrollar líneas de liquidez tales como *covered bonds* (verdes), hipotecas (verdes) o bonos de titulización (verdes).

6 Adaptar los Requisitos de Capital a las Hipotecas Verdes. Los reguladores bancarios y del mercado de capitales deben trabajar con el sector hipotecario para fijar requisitos de capital para las hipotecas verdes, y para los bonos verdes respaldados por esas hipotecas, que reconozcan empíricamente las mejoras demostradas con la experiencia en términos de pérdidas, impagos y amortización anticipada.

Conclusión

A pesar de ser un objetivo ambicioso, la política actual de la UE, sus recursos fiscales y las buenas prácticas de los Estados miembros y de los participantes del mercado hacen que sea posible conseguir un mercado para las hipotecas verdes maduro y que funcione eficientemente. Este mercado ayudará a acelerar las mejoras en la eficiencia energética de las viviendas en la UE.

Informe trimestral de la EMF - 2T 2015

Daniele Westig, Economic Adviser, EMF-ECBC

Introducción

La tendencia positiva de los mercados hipotecarios e inmobiliarios de la UE que se viene observando desde 2014 se prolongó en la primavera de 2015, al producirse un aumento en la nueva contratación en prácticamente todos los países. Fundamentos económicos más favorables, tipos de interés a la baja y escasez de oferta de viviendas, especialmente en las áreas urbanas más dinámicas de Europa, son los factores que han presionado los precios al alza. No obstante lo anterior, existen grandes diferencias tanto entre países como dentro de un mismo país. Independientemente del dinamismo de este último periodo, el volumen total de nueva contratación en la UE sigue estando en el entorno del 62% del nivel máximo previo a la crisis en 2006. Además de la cada vez mayor demanda de hipotecas, la persistencia de tipos bajos también ha provocado el aumento de la contratación de tipos fijos en algunos países.

Crédito Hipotecario

Durante el 2T de 2015 continuó la senda trazada en el trimestre anterior, con un mercado que muestra signos de recuperación con un patrón heterogéneo en términos geográficos. El **saldo vivo total de crédito hipotecario** aumentó 4,6% con respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, la cifra intertrimestral mostró un pequeño retroceso, con un crecimiento del 1,3% con respecto al 1T de 2015, repitiéndose la tendencia general de un crecimiento de la nueva contratación superior en el 2T que en el 1T. El **total del crédito en circulación** analizado asciende a alrededor de 6,6 bn de € en nuestra muestra representativa de los UE28. Con una cifra superior a los 237 bn de € la nueva contratación creció un impresionante 56% en términos interanuales. También se produjo un aumento del 12% con respecto al 1T de 2015, algo que en principio se debió al fuerte aumento experimentado en Francia, Italia y Reino Unido. En este último caso, no obstante, se debe principalmente a la apreciación de la libra esterlina frente al euro.

Las perspectivas económicas, relativamente positivas, y la continuidad de los bajos tipos de interés a raíz de la *quantitative easing* del Banco Central Europeo (BCE) dispararon el crecimiento de la nueva contratación. Como en el último trimestre, **Dinamarca** experimentó el mayor crecimiento interanual de la nueva contratación en nuestra muestra. No obstante, a pesar de su actual crecimiento interanual del 150%, en Dinamarca esta cifra descendió por encima del 27% con respecto al trimestre anterior. Esta ralentización en la nueva contratación se explica por el aumento de la cifra de hipotecas a tipo fijo originadas durante este trimestre. Esta última pasó del 50,3% en el 1T 2015 a situarse por encima del 78% este trimestre. Otra razón que explica el aumento de la nueva contratación es el aumento de los tipos hipotecarios de los préstamos con tipo fijo. El tipo hipotecario variable permaneció en los mismos niveles. Además, la caída de los préstamos vivos no se debe a una aparente ralentización del mercado, sino meramente a una cuestión técnica. Puesto que los niveles de los tipos de interés en general aumentaron en el 2T de 2015, los precios de los *covered bonds* en circulación que financian los préstamos hipotecarios daneses han experimentado caídas, a pesar del aumento del saldo vivo del crédito. Una de las virtudes del mercado hipotecario danés es que los prestatarios con préstamos a tipos fijos automáticamente obtienen un valor de mercado más bajo sobre su deuda cuando los tipos están subiendo. Esta es la razón por la que han caído principalmente las hipotecas a valor de mercado o a tipo fijo durante el 2T de 2015. Por el contrario, la financiación neta para la vivienda ha aumentado en más de 16MM DKK en el 2T 2015. Por ello, el descenso no debe interpretarse como una ralentización de la actividad. Tras Dinamarca, **Italia** es el país en el que más aumentó la nueva contratación, creciendo un 83,2% en términos interanuales y en más del 46% en términos intertrimestrales. Al mismo tiempo, el saldo vivo de hipotecas residenciales continuó estable en términos intertrimestrales, situándose en 358,8 MM €. Esta tendencia positiva viene soportada por el aumento de la demanda de hipotecas y el crecimiento de la confianza del consumidor. Además, el

fondo de garantía para la primera vivienda, lanzado a finales de 2014 contribuyó de forma importante a la recuperación del sector inmobiliario. El Fondo con el respaldo estatal garantiza hasta el 50% del importe del préstamo hipotecario (hasta un máximo de 250.000 €) en caso de primera vivienda, reforma o mejora para conseguir mayor eficiencia energética. **Francia** también está experimentando una tendencia positiva en la nueva contratación que comenzó a finales de 2014 y continuó acelerándose durante la primera mitad de 2015. En **Bélgica** también se ha observado un considerable crecimiento del crédito hipotecario, algo que se debe principalmente al aumento de la actividad de refinanciación fomentada por los tipos de interés, en niveles históricamente bajos. Los últimos datos de julio, no obstante, muestran que el número de solicitudes de operaciones de refinanciación no han aumentado mucho con respecto al 1T de 2015. También ha habido un considerable aumento de los créditos concedidos para la reforma de viviendas a raíz del anuncio de la bajada del IVA sobre los trabajos de reforma (6% en lugar de 21%). El debate actual es aplicable a las viviendas con más de cinco años, pero en el futuro cercano este IVA reducido será aplicado a viviendas con más de diez años. También durante el 2T de 2015, la tasa de mercado de los nuevos préstamos a tipo fijo y de los préstamos con un periodo fijo inicial de más de diez años aumentó hasta aproximadamente el 90% de los nuevos préstamos concedidos. La tasa de préstamos de nueva concesión con un tipo inicial fijo de un año, cayó en torno al 0,5% de los créditos concedidos. Los contratos vencidos permanecen en niveles estables, en torno al 1,1-1,2% de las hipotecas vivas. **Irlanda** también ha experimentado un sano aumento del crédito, no obstante, este se ha producido a un ritmo más lento que en el trimestre anterior, algo que puede deberse a la introducción en febrero de 2015 por parte del Banco Central de Irlanda de ratios LTV y de deuda/ingresos.

El crecimiento positivo de la nueva contratación en **Suecia** fue superior al 30% (en coronas suecas) y estuvo basado en un número de factores: tipos de interés bajos, elevada demanda de vivienda, construcción insuficiente, crecimiento económico favorable y aumento de los ingresos de los hogares. Los últimos datos muestran para **España** que la nueva contratación ha comenzado a mejorar, mientras que el volumen del crédito gestionado descendió a un ritmo más moderado. Además, las cifras referidas a préstamos muestran que la tasa de mercado de las hipotecas a tipo fijo continúa creciendo, tanto para los tipos fijos como para los préstamos con un periodo fijo inicial. En **Hungría**, gracias a los buenos datos macroeconómicos, los mercados de la construcción y de la vivienda continuaron creciendo prácticamente un 36% en términos interanuales. El crédito hipotecario en divisas quedó prohibido en 2010 y durante el primer trimestre de 2015 también los préstamos hipotecarios en divisas existentes han sido convertidos a HUF. Como consecuencia, a finales del segundo trimestre de 2015, más del 99% de los préstamos hipotecarios estaban denominados en HUF. Otro incentivo al crédito vendrá de la mano de la nueva regulación denominada CSOK (Ayuda Familiar para la Financiación de Vivienda), con la que se concederá una ayuda por un importe determinado a familias que quieran comprar un piso de primera o segunda mano.

Como se ha mencionado anteriormente, prácticamente en todos los países la nueva contratación experimentó crecimientos de dos dígitos, excepto en Polonia, Reino Unido y Rumanía. **Polonia** se recuperó tras un trimestre anterior muy débil y fue capaz de acercarse al nivel del 2T de 2014, en parte gracias al impacto del plan de apoyo a la vivienda dirigido a los jóvenes, denominado "Vivienda para Jóvenes", que arrancó en enero de 2014. Estos buenos datos de crédito hipotecario demuestran la estacionalidad de la actividad crediticia de los bancos en este mercado, junto con los tipos de interés extremadamente bajos y los precios de las transacciones, comúnmente bajos. Además, los bancos han relajado considerablemente las condiciones para la concesión de préstamos para compra de vivienda, lo que también ha contribuido a reavivar la demanda en el mercado. Para el **Reino Unido**, a pesar de los resultados macroeconómicos positivos, el mercado inmobiliario y el hipotecario solo se reforzaron ligeramente con respecto al trimestre anterior. Esto se debe a la contracción continuada de la demanda en el mercado de vivienda secundario, lo cual está generando desequilibrios entre la oferta y la demanda que, a cambio, continúan limitando la actividad y el crédito. El crédito hipotecario mostró signos de recuperación tras la desaceleración observada a finales de 2014 y comienzos de 2015. La demanda se ha reforzado como resultado de las mejores condiciones macroeconómicas, la baja inflación, un mayor crecimiento de las ganancias, junto con los tipos históricamente bajos, lo que en conjunto parece favorecer el crecimiento de la nueva contratación y del saldo vivo. **Rumanía** es el único país en nuestra muestra en el que la nueva contratación descendió con respecto al año y trimestre anteriores, casi un 30% y 29% respectivamente. El volumen de préstamos hipotecarios vivos, sin embargo, aumentó casi un 11% con respecto al

mismo trimestre del año anterior. El total de préstamos hipotecarios denominados en moneda nacional aumentó un 22,1% mientras que los préstamos hipotecarios denominados en moneda extranjera tuvieron un descenso marginal del 1,1%. La ratio de préstamos dudosos para los préstamos hipotecarios descendió al 4,25% en el 2T de 2015, principalmente a raíz de la eliminación de los préstamos dudosos de los balances, pero también debido a la venta de préstamos por parte de los bancos.

Precios de Vivienda

En el 2T de 2015 los precios de vivienda aumentaron ligeramente en prácticamente toda nuestra muestra. El principal factor de esta tendencia al alza es el constante desequilibrio entre oferta y demanda de inmuebles en las zonas urbanas más dinámicas del continente. Además, las mejoras macroeconómicas y los bajos tipos de interés hipotecarios son dos factores adicionales que también han contribuido a esta tendencia. En **Dinamarca** el precio de vivienda creció un 3,0% durante el 2T de 2015 en términos intertrimestrales y un 6,0% en términos interanuales. Este crecimiento está liderado por el mercado inmobiliario de Copenhague. La compraventa de viviendas unifamiliares aumentó un 9,6% en términos interanuales y la de pisos utilizados por sus propietarios fue un 27,1% superior al año anterior. También en **Irlanda** el aumento del 10,7% con respecto al mismo periodo de 2014 se produce por la subida de los precios de las viviendas en Dublín, que fue del 11,1%, frente al 9,7% del resto del país. Esta diferencia se debe a la falta de disponibilidad de viviendas en la capital, mientras que el fuerte exceso de oferta continúa presionando a la baja los precios en las afueras de Dublín y en otras ciudades. Independientemente del aumento de la actividad constructora durante el 2T de 2015, de un 9% interanual; los volúmenes de oferta continúan siendo bajos con respecto a la demanda. En Suecia la senda de precios de las viviendas unifamiliares continuaron aumentando, pasando del crecimiento del 6,6% del último año hasta ser del 9,0% interanual en el 1T de 2015 y del 10,3% interanual en el 2T de 2015. Con un crecimiento este año del 19% y del 12% durante el mismo periodo del anterior, el aumento de los precios de los apartamentos es incluso superior al de las viviendas unifamiliares.

Las fuertes subidas de precios en el segundo trimestre se explican parcialmente el plan de la autoridad financiera de **Suecia** de introducir este otoño una normativa relativa a la amortización de nuevos préstamos hipotecarios. La normativa referida a la amortización calentó el mercado de vivienda durante primavera. La posterior normativa sobre amortización quedó pospuesta por motivos legales y el mercado se enfrió en cierto modo. Incluso aunque las cifras relativas a la construcción continuaran creciendo durante 2015 y alcanzaran altos niveles comparables, la rigidez de las concesiones de las licencias de obra y de la normativa de la construcción reducen las expectativas de que se vaya a producir un boom inmobiliario en Suecia. La mayoría de los terrenos en construcción pueden encontrarse alrededor de las grandes áreas urbanas de Estocolmo, Gotemburgo y Malmö, mientras que en 1990 representaban una cuarta parte de las nuevas construcciones. Se observa una tendencia similar también en **Alemania** donde, a pesar de que la actividad constructora está creciendo, la persistente escasez de viviendas en muchas de las grandes ciudades del país, junto con la estabilidad de los precios de los inmuebles residenciales hace que cada vez sean una proposición más atractiva. El precio de las viviendas en régimen de ocupación de sus propietarios volvió a subir +4,4%. La demanda de casas y pisos en régimen de propiedad es incesante. Los precios de las viviendas unifamiliares y adosadas crecieron un 4,8%, superando de nuevo la tasa de crecimiento de las urbanizaciones en régimen de copropiedad, que fueron 3,4% superiores. Sin embargo, se observa cierta desaceleración de la subida de precios en el sector de la vivienda en propiedad. En **Reino Unido** el aumento de los precios de vivienda ha continuado siendo fuerte en términos anuales, dado que la oferta de vivienda sigue siendo escasa y hay datos que indican que seguirá siendo aún más limitada. Algunos analistas atribuyen esta situación a la incertidumbre que rodeó a las elecciones generales, celebradas en mayo, mientras que otros lo relacionan con que posibles vendedores están retirando sus viviendas del mercado ante la falta de inmuebles de sustitución para comprar, algo que está creando cierto círculo vicioso en el mercado inmobiliario. El crecimiento de los precios de vivienda continúa marcando el crecimiento de la renta, que se espera continúe presionando la accesibilidad en el futuro. En 2014, en **Hungría** el mercado inmobiliario tocó fondo después de que los precios comenzaran de nuevo a crecer, siendo la subida entre abril de 2014 y marzo de 2015 del 14% en términos nominales y del 15% en términos reales. Durante más de un año, los precios de vivienda en Hungría han experimentado un crecimiento continuado. En resumen, la tasa de incremento subió al 4% durante el 1T de 2015. A

pesar del dinamismo del mercado, los precios nominales siguen estando un 10% por debajo de los niveles anteriores a la crisis de 2007. El cambio en el mercado de la vivienda, sin embargo, parece alcanzar la mayor parte del país ya que en la mayoría de las regiones se observó un aumento de precios a principios de 2015. En las regiones de Hungría más dinámicas, se han alcanzado y sobrepasado niveles previos a la crisis.

Con el crecimiento sostenido de la economía, el sector de la construcción también ha comenzado a crecer. Según los agentes inmobiliarios, se espera que el número de operaciones inmobiliarias alcance los 150.000 en 2015, un 50% más que en 2014. La perspectiva para el mercado inmobiliario es favorable si se considera el número de licencias concedidas, que aumentó en un 44% en el 1T de 2015 en términos interanuales y en un 36% en el 2T de 2015. También aquí, incluso si los números muestran alguna dinámica, los niveles son inferiores al 20% del máximo registrado con anterioridad a la crisis, en 2003. Con respecto a un mercado inmobiliario residencial completo, la cifra de los primeros seis meses superó el menor punto de 2013 pero no así las cifras para el mismo periodo de 2014. Sin embargo, a la hora de mirar al aumento del número de licencias a escala nacional, parece claro asumir que esta estadística también se verá superada en el futuro próximo. **Polonia** muestra una imagen más calmada. Aquí, los precios de vivienda siguen estables y ningún argumento sugiere un aumento en el futuro próximo, mientras que en **Francia** los precios cayeron ligeramente en una amplia mayoría de regiones. También en **Rumanía** los bancos informaron de una caída de precios por segundo trimestre consecutivo.

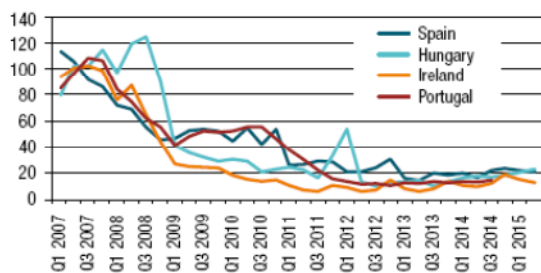
Tipos de Interés Hipotecario

En la línea del trimestre anterior, en el 2T de 2015 se vio la continuada caída general de los tipos hipotecarios, a la que ha contribuido la expansión monetaria cuantitativa del BCE. El descenso medio en la zona euro se situó en torno a los 15 puntos básicos y también en los países de la UE no pertenecientes a la eurozona los tipos hipotecarios se encuentran en niveles históricamente bajos. Exceptuando a **Italia y Dinamarca**, cuyos tipos de interés aumentaron en 9 y 24 puntos básicos, respectivamente, el resto de nuestra muestra continúa bajando. En valores absolutos, la mayor caída fue de 80 puntos básicos en **Hungría**, llegando a superar por muy poco el 5%. En **Francia**, la caída continuó hasta el pasado junio, alcanzando los niveles más bajos desde el final de la Segunda Guerra Mundial. También en **Reino Unido**, debido a la elevada competencia por atraer a nuevos clientes, los tipos cayeron hasta nuevos mínimos en los productos con periodos a tipo fijo y en todos los plazos durante el 2T de 2015. En **Suecia** los tipos hipotecarios variables y fijos entre 1-5 años continúan estancados en los niveles más bajos en décadas, mientras que los tipos de interés fijos durante cinco años parece haber alcanzado su nivel más bajo de la historia, situándose en el 2,3% durante el primer trimestre, ya que en el segundo trimestre aumentaron al 2,6%. Junto con la presión de la baja inflación y de los costes de financiación, el Banco Central Sueco continuó bajando el tipo de los pactos de recompra para todo 2015 (hasta el -0,35 en julio). La persistencia de los bajos tipos de interés ejerce presión para estipular más contratos a tipos fijo para recoger los beneficios de este dinero a bajo coste. Por otra parte, la expectativa de los tipos sigan siendo bajos durante un periodo largo de tiempo está empañando este efecto, ya que varios prestatarios se sienten atraídos por los tipos extremadamente bajos en los préstamos hipotecarios a tipo variable o con un plazo inicial a tipo fijo. Por último, independientemente de esta dinámica, en la muestra hay grandes diferencias entre distintos países. Algunos países son más propensos a los tipos variables, como Hungría, Polonia, Portugal, Rumanía, España y Suecia, mientras otros como Bélgica, Dinamarca, Alemania y Reino Unido prefieren préstamos hipotecarios con un periodo de fijación inicial superior al año. Las excepciones son **Irlanda**² e **Italia**, que continúan cambiando de los variables a los fijos. En el primer caso, las hipotecas con tipos fijos entre 1-5 años representan el 44,8% en el 2T de 2015, habiendo sido un año antes del 9,2%. En Italia la cuota de mercado de los préstamos hipotecarios con tipos fijos a largo plazo prácticamente se multiplicó por dos, alcanzando el 49% y sobrepasando así el número de hipotecas con un préstamo a tipo variable.

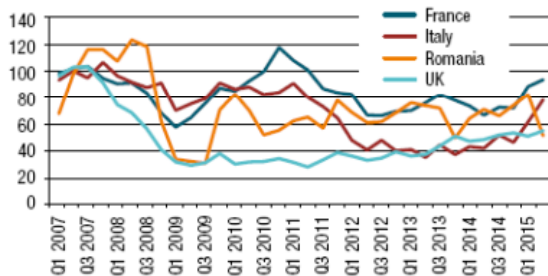
² El Banco Central de Irlanda introdujo una nueva serie de tipos de interés trimestrales para el 4T de 2014 que está basado en nuevas retiradas y, al contrario de los datos del BCE no incluye renegociaciones, que tienen un importante impacto en los datos irlandeses. Los nuevos préstamos inmobiliarios variables (excluidas las renegociaciones) para hipotecas sobre viviendas principales fueron de media del 4,13% en junio de 2015. Para las hipotecas sobre viviendas principales, los tipos fijos se situaron por debajo de los tipos variables medios en todas las categorías, oscilando entre el 3,7% y el 3,87%, dependiendo del periodo inicial de fijación.

Gráfico 1 _Nuevo crédito residencial a los hogares (2007=100; en euros; datos desestacionalizados)

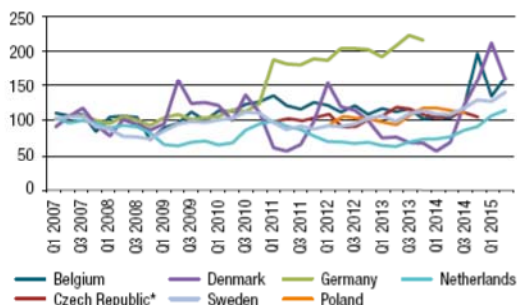
a) Países donde el nuevo crédito o a los hogares ha permanecido por debajo del 20% de niveles de 2007



b) Países donde el nuevo crédito a los hogares ha permanecido por debajo de niveles de 2007, pero por encima del 50%



c) Países donde el nuevo crédito a los hogares ha superado los niveles de 2007



Fuente: European Mortgage Federation – European Covered Bond Council

Nota:

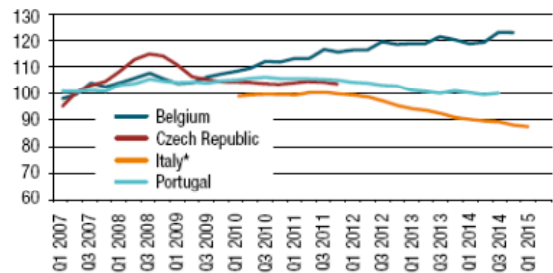
*Q1 2010 = 100 2009=100

La serie temporal se ha desestacionalizado mediante una regresión del crédito a la clientela bruto de cada país en dummies trimestrales y una constante, y añadiendo los residuales a las medias de la muestra.

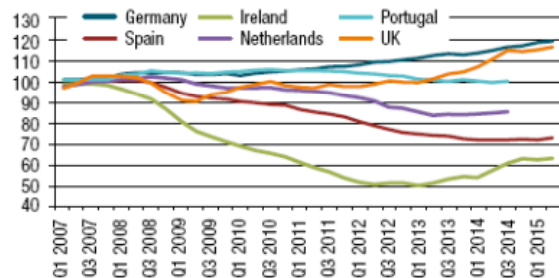
Se ha utilizado STATA *econometric software*.

Gráfico 2 Índice de precios de vivienda nominales 2007=100

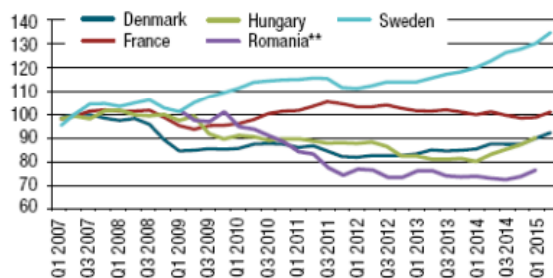
a) Países en los que los precios han caído en el último trimestre



b) Países en los que los precios han subido ligeramente en el último trimestre



c) Países en los que los precios de vivienda han subido al menos 1,5% en el último trimestre



Fuente: European Mortgage Federation – European Covered Bond Council (EMF-ECBC)

EMF Hypostat 2015

Christian Nilsson, Swedish Bankers' Association & Chairman of the EMF Statistics Committee,
Paolo Colonna, Economic Adviser, EMF-ECBC

El 30 de septiembre la EMF - ECBC publicó la edición 2015 del Hypostat, que está disponible para descargar en la página web de la EMF - ECBC.

Hypostat es una consolidada fuente estadística, de información y análisis de los mercados hipotecarios e inmobiliarios de Europa. La publicación incluye series históricas anuales de más de 25 indicadores que de los 28 Estados miembros de la Unión Europea (y de fuera de sus fronteras), si se dispone de datos. Como sucedió en el pasado, Hypostat 2015 cuenta con el trabajo de más de 30 colaboradores que aportan Informes por Países para cada uno de los 28 Estados miembros. Estos informes continene información detallada sobre los mercados específicos y destacan la evolución observada en los últimos años. Además, Hypostat 2015 presenta un análisis general de los mercados hipotecarios e inmobiliarios de Europa.

También en cada edición se incluye un artículo externo sobre diferentes ámbitos relacionados con estos mercados. Este año, el tema tratado es el crédito hipotecario en moneda extranjera: un asunto de gran importancia para varios de los países de la eurozona. Además, en Hypostat 2015 hay más datos disponibles para el lector, con tablas para cada uno de los países sobre los que se da información en esta edición. Entre esta información se incluye: LTV típico para cada país, plazo típico y costes asociados a la contratación de un préstamo hipotecario.

Hypostat 2015 destaca algunas tendencias interesantes observadas en los mercados inmobiliarios e hipotecarios en la UE. Estas tendencias deben evaluarse dentro de un contexto macroeconómico más amplio. La Unión Europea presentó un crecimiento modesto en 2014 (del 1,3%), continuando la senda de recuperación iniciada en 2013 con un tímido 0,1%. Sigue existiendo una fuerte fragmentación en la UE en términos de crecimiento de PIB. No obstante, esta tendencia se ha relajado puesto que el PIB de los países del Sur de Europa se contrajo mucho menos en 2013 que en 2012 y se espera que aumente en 2014. El desempleo descendió en la UE en -0,7 puntos porcentuales. A pesar de ello, la situación sigue siendo muy heterogénea entre países. La inflación continuó cayendo en la UE, con el índice Armonizado de Precios al Consumo en la eurozona descendiendo desde el 1,3% en 2013 hasta el 0,4% en 2014. Ante esta caída, Hypostat describe y analiza alguna evolución importante en términos de mercados inmobiliarios e hipotecarios. Por ejemplo, los precios de vivienda en la UE (según nuestra metodología) finalmente empezaron a recuperarse tras dos años negativos. La situación continuó siendo muy diversa en cada país, con algunos mercados recuperándose y otros que continúan a la baja. Sin embargo, la tasa de contracción de precios se ha ralentizado en la mayoría de los países, aunque la recuperación puede ser más fuerte. La evolución de los precios no solo es muy heterogénea entre países, sino también dentro de sus fronteras. La mayoría de los países registraron fluctuaciones de precios en distintas direcciones, dependiendo de la región o ciudad, y con las capitales a la cabeza de las subidas y las regiones rurales y más alejadas retrayéndose. La oferta de viviendas (medida por el número de licencias concedidas, proyectos iniciados y proyectos finalizados) se reactivó con un aumento interanual de las licencias concedidas por primera vez en dos años. En 2014, desde una perspectiva histórica, marcó un punto de retorno hacia el crecimiento tras un año 2013 caracterizado por la reducción de los préstamos hipotecarios residenciales vivos. La cantidad total creció un 2,5% en términos interanuales. No obstante, la contribución de la eurozona a este resultado positivo solo fue del 0,7%, mientras que los países no pertenecientes a la eurozona crecieron un 6,1%.

En conclusión, en línea con la situación macroeconómica en la UE, en 2014 la situación de los mercados hipotecarios e inmobiliarios comenzó a mostrar fuertes signos de recuperación, a pesar de que la fragmentación sigue siendo la principal característica que se desprende de la mayoría de los indicadores analizados en Hypostat 2015. La fragmentación está también muy presente dentro de cada país. Este hecho refleja los diversos factores físicos y de localización que, junto con los elementos macroeconómicos, ejercen una fuerte influencia en la evolución del mercado de la vivienda. Hypostat 2015 también intenta ofrecer una idea de cuál será el comportamiento de estos mercados en los próximos meses.