

### MERCADOS DE LA VIVIENDA EN EL ÁREA DEL EURO. PRINCIPALES INDICADORES, FACTORES COMUNES Y MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS PARA LA CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS SISTÉMICOS

Durante los años previos a la pandemia del COVID-19, los desequilibrios sistémicos en los mercados inmobiliarios de varios países europeos venían incrementándose. La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) reaccionó en 2016 a esta situación emitiendo alertas dirigidas a los países afectados. En 2019, la JERS extendió alertas a otros países y emitió recomendaciones específicas a países receptores de las alertas previas<sup>1</sup>. Desde entonces, estos países no han experimentado una corrección de sus desequilibrios inmobiliarios, y en algunos casos estos se han ampliado, a pesar de la irrupción del COVID-19. Por este motivo, la JERS ha vuelto a revisar y actualizar sus recomendaciones y alertas a los países con desequilibrios inmobiliarios a finales de 2021<sup>2</sup>. Cabe destacar que España no ha sido objeto de ninguna de estas alertas y recomendaciones de la JERS.

En este recuadro se analiza la situación de los mercados de la vivienda del área de euro agrupando a los países en función de las vulnerabilidades en el sector inmobiliario. En concreto, se consideran dos grupos de países: aquellos que han recibido una alerta o recomendación por parte de la JERS<sup>3</sup> y el resto de los países. Las métricas bajo estudio son la evolución de los precios, el crédito hipotecario y el endeudamiento familiar vinculado al mercado inmobiliario, que también evalúa la JERS en el marco de su ejercicio de vulnerabilidades. Asimismo, se realiza un análisis de componentes principales para estudiar la posible presencia de factores o condicionantes comunes en la evolución de los precios de la vivienda del área del euro. Lógicamente, estos factores comunes también podrían afectar al mercado inmobiliario español, pero están siendo contrarrestados, por el momento, por factores específicos.

A pesar de la fuerte contracción económica que se produjo como resultado de la pandemia, los precios de la vivienda continuaron creciendo a lo largo de 2020 en el área del euro, y este avance se intensificó en 2021 (véase gráfico 1). La tendencia creciente observada en los precios es algo más intensa en el conjunto de países que recibieron alertas y recomendaciones, si bien en la

segunda mitad de 2021 se aprecia un aumento en el ritmo de incremento de los precios en el resto de las economías, incluida España.

El crédito hipotecario, medido como el flujo anual de hipotecas nuevas en proporción al PIB, también se ha elevado ligeramente en relación con los años inmediatamente anteriores a la pandemia para los dos grupos de países considerados (véase gráfico 2). A pesar de ello, los países con desequilibrios en sus mercados inmobiliarios muestran flujos de concesión de hipotecas nuevas que duplican los del resto del área del euro, incluida España. El crecimiento del crédito hipotecario nuevo en España fue especialmente significativo en 2021, con tasas de crecimiento interanuales del crédito superiores al 40% en la parte final del año. Sin embargo, debido a los niveles reducidos de los que partía, la ratio del flujo anual de crédito nuevo sobre el PIB se mantiene alineada con la del resto de los países del área del euro en los que la JERS no ha encontrado desequilibrios inmobiliarios sistémicos.

En cuanto a la situación del endeudamiento hipotecario total, la mayoría de los países han experimentado ligeros incrementos en la ratio del saldo total de crédito hipotecario sobre PIB desde el inicio de la pandemia (véase gráfico 3). Entre ellos, conviene distinguir entre los países cuya ratio ha aumentado como resultado de la acumulación de deuda, y aquellos en los que este aumento se debe principalmente al retroceso del PIB generado por la pandemia, como es el caso de España<sup>4</sup>. No obstante, un incremento del endeudamiento supone una vulnerabilidad en ambos casos, ya que puede dificultar el pago de las obligaciones hipotecarias si se produce una perturbación adversa, en particular en los países que ya contaban con un nivel de deuda alto antes de la pandemia.

La anterior evidencia descriptiva sugiere que, si bien existen marcadas diferencias entre los países con mayores vulnerabilidades y el resto, se observa una cierta sincronía en la evolución de los mercados de vivienda del área del

1 Véanse los informes de vulnerabilidades en los mercados inmobiliarios residenciales de la Unión Europea publicados por la JERS en 2016, y 2019.

2 Tras su revisión de 2021, la JERS ha emitido, por primera vez, recomendaciones a Alemania y Austria. Además, ha emitido alertas a Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Hungría y Liechtenstein, ya que la evaluación de la JERS abarcó todos los países del Espacio Económico Europeo.

3 Los países del área del euro que han recibido recomendaciones o alertas en los ejercicios de vulnerabilidades de la JERS, ya sea en el actual como en los anteriores, son Alemania, Austria, Bélgica, Eslovaquia, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos.

4 En el cuarto trimestre de 2021 (último dato disponible) el PIB nominal español era un 3,2% inferior al registrado en 2019, y el saldo de deuda hipotecaria (un 0,1%) disminuyó también en el mismo período.

**MERCADOS DE LA VIVIENDA EN EL ÁREA DEL EURO. PRINCIPALES INDICADORES, FACTORES COMUNES Y MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS PARA LA CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS SISTÉMICOS (cont.)**

Gráfico 1  
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (a)

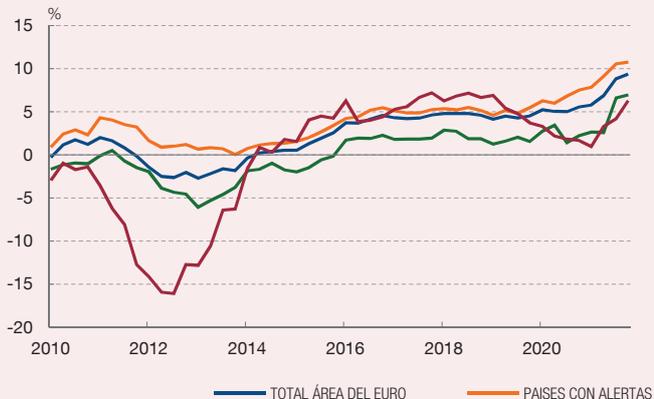


Gráfico 2  
RATIO CRÉDITO HIPOTECARIO NUEVO / PIB (a) (b)

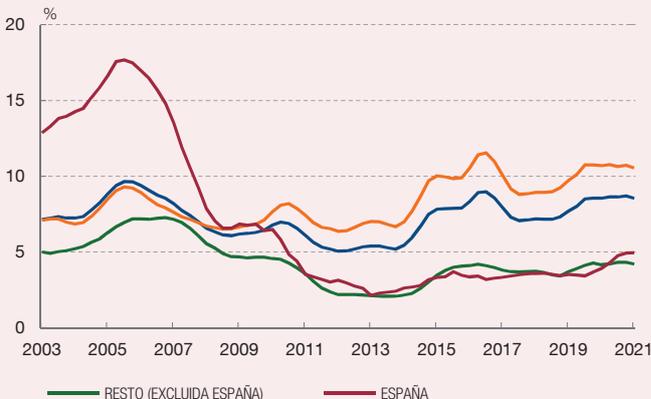


Gráfico 3  
RATIO SALDO DE CRÉDITO HIPOTECARIO / PIB (2021 FRENTE A 2019)

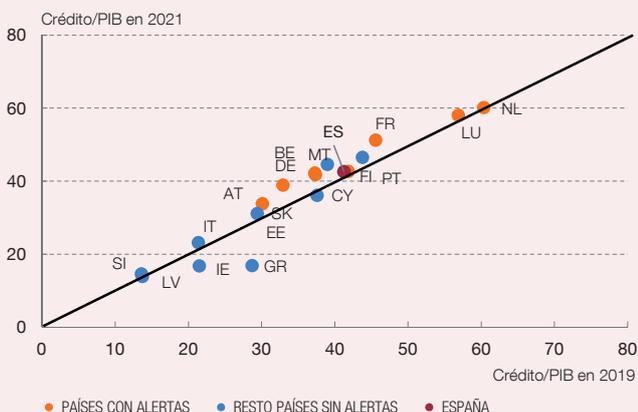
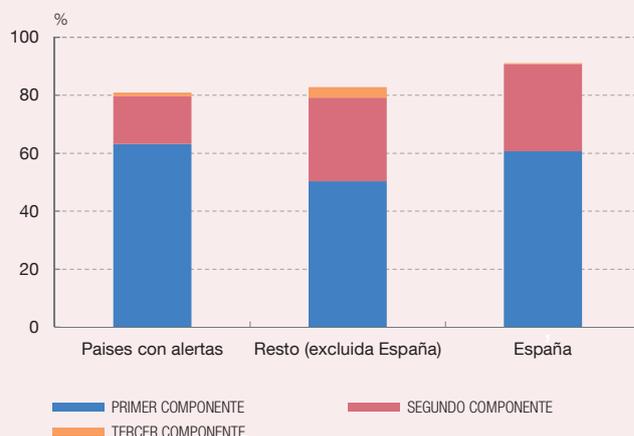


Gráfico 4  
IMPORTANCIA DE LOS TRES PRIMEROS COMPONENTES PRINCIPALES EN LAS VARIACIONES DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA 2011-2021 (c)



FUENTES: Banco de España, Eurostat y Statistical Data Warehouse (BCE).

- a El peso de los países en cada grupo viene determinado por su PIB.
- b La ratio de crédito hipotecario nuevo sobre PIB de cada grupo se calcula como el cociente del crédito hipotecario nuevo para el conjunto de países que componen cada grupo (acumulado 12 meses) sobre el PIB a precios corrientes para ese grupo de países (acumulado 12 meses).
- c El gráfico recoge la proporción de la varianza de las variaciones interanuales en el precio de la vivienda durante I TR 2011 y III TR 2021 que viene explicada por los tres primeros componentes principales. Resultados agregados para cada grupo de países, utilizando como criterio de ponderación el PIB de cada país.

euro. Para profundizar sobre este aspecto, se ha realizado un análisis de componentes principales sobre las tasas de variación interanual del precio de la vivienda de cada economía desde el primer trimestre de 2011 hasta el tercer trimestre de 2021<sup>5</sup>. Con este ejercicio, se pretende identificar si unos pocos factores o componentes son

capaces de explicar una parte significativa de la variabilidad de los precios, lo que sugeriría que el comportamiento de estos está sujeto a condicionantes comunes. En principio, la regulación de los mercados inmobiliarios o la huella dejada por la crisis financiera global difícilmente podrían explicar este factor común,

5 Este método permite descomponer las variaciones anuales de precios en varios indicadores o componentes no correlacionados, los cuales se ordenan de acuerdo con el peso o la importancia relativa que tienen en la varianza de los datos.

Recuadro 3.2

**MERCADOS DE LA VIVIENDA EN EL ÁREA DEL EURO. PRINCIPALES INDICADORES, FACTORES COMUNES Y MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS PARA LA CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS SISTÉMICOS (cont.)**

Cuadro 1  
MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS EN LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO QUE HAN RECIBIDO ALERTAS O RECOMENDACIONES DE LA JERS (a)

Países Bajos	Medidas de capital (b)	Medidas sobre prestatarios (c)	Otras medidas
Alemania	<ul style="list-style-type: none"> <li>— CCA: en enero de 2022 se anuncia la reactivación al 0,75% (efectivo en febrero de 2023)</li> <li>— CRS: en enero de 2022 se anunció la introducción de un colchón de riesgo sistémico sectorial del 2% para los préstamos garantizados por inmuebles residenciales (efectivo en febrero de 2023)</li> </ul>		Promulgada legislación que permite la recopilación periódica de información sobre las condiciones de los préstamos inmobiliarios. De acuerdo con la Ley General Administrativa, que se aprobó en septiembre de 2021, se espera comenzar a recibir los primeros datos en 2023
Austria		Recomendaciones/guías supervisoras relativas a límites a la LTV (80%), la DSTI (30%-40%) y plazos de los préstamos (35 años), en vigor desde septiembre de 2018	Fijación de estándares mínimos para la gestión del riesgo en préstamos concedidos en moneda extranjera y para los que utilizan «vehículos de repago». Refundición de normativa previa en vigor desde junio de 2017
Bélgica	Recargo en las ponderaciones por riesgo para hipotecas residenciales y comerciales en bancos IRB, de 5 pp. Adicionalmente, se aumentan más las ponderaciones en función del perfil de riesgo de la cartera hipotecaria	Recomendaciones/guías supervisoras en vigor desde enero de 2020 relativas a límites a la LTV (80% para préstamos <i>buy-to-let</i> , 90% para primera vivienda, con excepciones). Esta medida se complementa con límites a la DSTI y a la DTI	
Eslovaquia	CCA: se anunció en enero de 2021 un aumento hasta el 1% (efectivo a partir del 1 de febrero de 2022)	Límites a la LTV, la DSTI y la DTI o en los plazos de los préstamos, entre otros	Medidas dirigidas a diversificar la intermediación en el mercado hipotecario y evitar un deterioro de los estándares de crédito
Finlandia		Medidas que comenzaron en 2010 y que se han ido completando y ampliando desde entonces, incluyen límites a la ratio <i>loan-to-collateral</i> para hipotecas cuyo fin no sea la adquisición de vivienda habitual. Además, recomendación sobre ejercicios de estrés para evaluar la capacidad de los prestatarios para hacer frente al servicio de la deuda	
Francia	CCA: en marzo de 2022 se anuncia la reactivación al 0,5% (efectivo en abril de 2023)	Medidas relativas a la DSTI (35%) y al plazo (25 años) de los nuevos préstamos hipotecarios, en vigor desde 2019 (con modificaciones en 2021, ampliando los límites establecidos inicialmente)	
Luxemburgo	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Se incrementó el CCA al 0,5 % en diciembre de 2019, con efecto a partir de enero de 2021, y no se ha rebajado durante la pandemia</li> <li>— Para entidades IRB, y desde julio de 2013, se debe garantizar la adecuación del capital regulatorio mediante pruebas de resistencia. Para hipotecas sobre vivienda se requieren incrementos mínimos del 50% de las PD y de al menos el 20% de LGD</li> <li>— En vigor desde enero de 2017, límite inferior del 15% para el cálculo de ponderaciones por riesgo para entidades con modelos IRB, aplicado a las hipotecas sobre vivienda en Luxemburgo</li> </ul>	Medidas relativas a límites a la LTV que varían en función del tipo de préstamo (adquisición de primera vivienda u otros propósitos)	
Países Bajos	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Límite inferior para el cálculo de ponderaciones por riesgo aplicable a las carteras hipotecarias de los bancos IRB. Medida en vigor desde enero de 2022</li> </ul>	Medida relativa a límites a la LTV (100%) desde 2018; en paralelo, normativa sobre plazos de amortización que da derecho a deducciones fiscales por los intereses de la deuda hipotecaria (desde 2013)	

FUENTES: JERS y elaboración propia.

a Se seleccionan medidas implementadas por los países y que se encuentran en vigor. Se excluyen del listado las actuaciones que no tienen como propósito la contención de riesgos en el mercado inmobiliario.

b CCA se refiere al colchón de capital anticíclico; CRS, al colchón contra riesgos sistémicos.

c LTV es la ratio *loan to value*; DSTI es la ratio *debt service to income*; DTI es la ratio *debt to income*.

**MERCADOS DE LA VIVIENDA EN EL ÁREA DEL EURO. PRINCIPALES INDICADORES, FACTORES COMUNES Y MEDIDAS MACROPRUDENCIALES ADOPTADAS PARA LA CORRECCIÓN DE DESEQUILIBRIOS SISTÉMICOS (cont.)**

dada su heterogeneidad entre países. En cambio, existe mayor sincronía en la posición cíclica y, sobre todo, en las condiciones de financiación laxas en un entorno de tipos de interés reducidos.

El análisis de componentes principales muestra que el primer componente común explica entre un 50 % y un 60 % de las variaciones de precios de la vivienda. Este primer factor común tiene mayor importancia a la hora de explicar los desarrollos en los precios de la vivienda en los países con alertas. No obstante, este primer componente también explica un porcentaje muy elevado de la variabilidad de los precios de la vivienda en España (en torno al 60 %, una proporción superior a la del resto de los países del área del euro con menores vulnerabilidades). Por tanto, la presencia de un ciclo común es más acusada en las economías con mayores desequilibrios, pero está también presente en el resto y, de manera particular, en España. Por su parte, el segundo componente explica entre un 15 % y un 30 % de las variaciones, y es más relevante para España y el resto de los países del área del euro sin alertas, que en aquellos países en lo que la JERS ha detectado vulnerabilidades inmobiliarias (véase gráfico 4). Este componente genera una dinámica común diferenciada para los países sin alertas. Los componentes de orden superior no explican una fracción material de las variaciones totales.

Los desarrollos recientes del mercado inmobiliario español no reflejan por el momento señales de desequilibrios pronunciados (véase también la sección inmobiliaria del capítulo 1); sin embargo, el todavía importante peso relativo de las exposiciones vinculadas al sector inmobiliario en los bancos de nuestro país, y la existencia de factores compartidos que explican la evolución de los precios de la vivienda en el área del euro alertan de la necesidad de monitorizar con atención este mercado en España. Como se indica en el capítulo 1 de este IEF, no hay señales de la aplicación de criterios de concesión laxos, pero la posibilidad de una cierta transmisión de los efectos de los desequilibrios

inmobiliarios dentro del área del euro supone una fuente de riesgo relevante para el sector bancario español, y es necesario evaluar cuidadosamente la disposición de los recursos de absorción de pérdidas suficientes.

Los países afectados por señales de riesgo han adoptado una serie de medidas para reducir los desequilibrios inmobiliarios (véase el cuadro 1). Por un lado, algunos países han adoptado medidas sectoriales de capital para fortalecer la solvencia de las entidades bancarias en función de sus exposiciones al mercado inmobiliario. En algunos casos (Alemania y Eslovaquia) han decidido activar el colchón de capital anticíclico, que supone un requerimiento de capital adicional sobre todas las exposiciones crediticias, al identificar que los desequilibrios en el ciclo de crédito no están limitados a las exposiciones inmobiliarias. Por otro lado, diversos países han establecido también límites sobre los criterios de concesión de préstamos para limitar el riesgo de crédito del flujo de crédito hipotecario nuevo.

A pesar de estas actuaciones, los desequilibrios inmobiliarios han seguido incrementándose en algunas de estas economías. Esto podría deberse a varias razones. En primer lugar, las medidas elegidas por los países podrían ser adecuadas para corregir los riesgos, pero insuficientes desde el punto de vista de su intensidad (determinada por su calibración). Por otro lado, ciertos países han implementado guías supervisoras o recomendaciones sobre límites a la *ratio loan to value* (LTV), en vez de medidas vinculantes, debido, entre otras razones, a limitaciones de su marco legal nacional. No obstante, debe tenerse en cuenta que los efectos de las medidas de política macroprudencial tienden a no ser inmediatos, y a producir los efectos deseados de manera diferida en el tiempo, especialmente en el caso de los colchones de capital. Ello no debería ser óbice, en cualquier caso, para endurecer las medidas existentes, o para poner en marcha medidas nuevas, ante un aumento de las vulnerabilidades.