



FICHA TEMÁTICA DEL SEMESTRE EUROPEO

EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

1. INTRODUCCIÓN

La evolución del mercado de la vivienda en los años anteriores a la crisis financiera y, en particular, el concomitante aumento del endeudamiento de los hogares en una serie de Estados miembros han contribuido al aumento de los desequilibrios macroeconómicos. En efecto, antes de 2008 el precio de la vivienda se caracterizaba por una prolongada y fuerte expansión sin precedentes en la mayoría de los Estados miembros. Esta expansión estaba acompañada por grandes aumentos en cuanto a volumen de construcción y crédito.

Desde entonces, la corrección experimentada en los Estados miembros de la UE ha sido muy desigual. En algunos Estados miembros, especialmente en Irlanda y Rumanía, los precios reales de la vivienda se redujeron en más del 50 % en los años inmediatamente posteriores a la crisis. En cambio, en Bélgica, Luxemburgo y Suecia, los precios apenas se han ajustado o han seguido aumentando.

Como la recuperación económica está ganando terreno, los factores de la demanda han retomado su dinamismo. Por consiguiente, los precios de la vivienda se han acelerado en la mayoría de los Estados miembros en 2016. Esta evolución exige una mayor atención al papel potencialmente desestabilizador que pueden tener las grandes variaciones en los mercados de la vivienda y al papel potencialmente

acelerador que puede desempeñar el mercado de crédito.

En el resto de la presente ficha informativa se analizan las posibles vulnerabilidades en el mercado de la vivienda y las medidas políticas adoptadas en los Estados miembros para hacerles frente. En primer lugar se examina la evolución de los volúmenes y los precios de la vivienda para evaluar los riesgos potenciales, especialmente los vinculados al crédito. También son objeto de análisis los aspectos sociales. En la segunda sección se tratan las prioridades políticas, centrándose sobre todo en la política macroprudencial, la política fiscal y las medidas para abordar las restricciones de oferta.

La evolución del mercado de crédito es un condicionante importante para la evaluación de vulnerabilidades relacionadas con el mercado de la vivienda. Por tanto, esta ficha debe leerse en conjunción con la ficha sobre el sector bancario. La política fiscal también puede tener un impacto significativo sobre la evolución del sector de la vivienda y debe tenerse en cuenta. Por último, como la política en materia de vivienda tiene implicaciones para la protección y la cohesión social, debe tenerse también en cuenta la ficha sobre ese tema.

2. RETOS

2.1. Dinámica de los precios de la vivienda

En varios Estados miembros se están produciendo elevadas o crecientes vulnerabilidades relacionadas con el mercado de la vivienda. En un contexto en el que los tipos de interés han alcanzado un mínimo histórico y en el que el crecimiento se fortalece en la mayoría de los Estados miembros, crecen las presiones de la demanda sobre los mercados inmobiliarios. Los incrementos en los precios de la vivienda se han acelerado en la mayoría de los Estados miembros (gráfico 1). En Hungría y Suecia, el crecimiento acumulado de los precios de la vivienda en 2015 y 2016 superó el 20 %. En Grecia, Italia y Finlandia, los precios reales de la vivienda continuaron registrando un crecimiento negativo en 2016. Para Grecia e Italia, esto supone el noveno año consecutivo de contracción de los precios de la vivienda. Con objeto de evaluar los riesgos de las correcciones en los precios de la vivienda, pueden utilizarse varias técnicas de valoración para completar el análisis de los indicadores financieros y de vivienda. Estas técnicas se basan en el análisis de la evolución de la relación entre los precios de la vivienda y de los alquileres (relación precio de compra-alquiler) o la renta bruta disponible de los hogares per cápita (relación precio-ingresos). También se utiliza el análisis estadístico para esclarecer cuáles es el

peso de los distintos factores que determinan los precios de la vivienda.

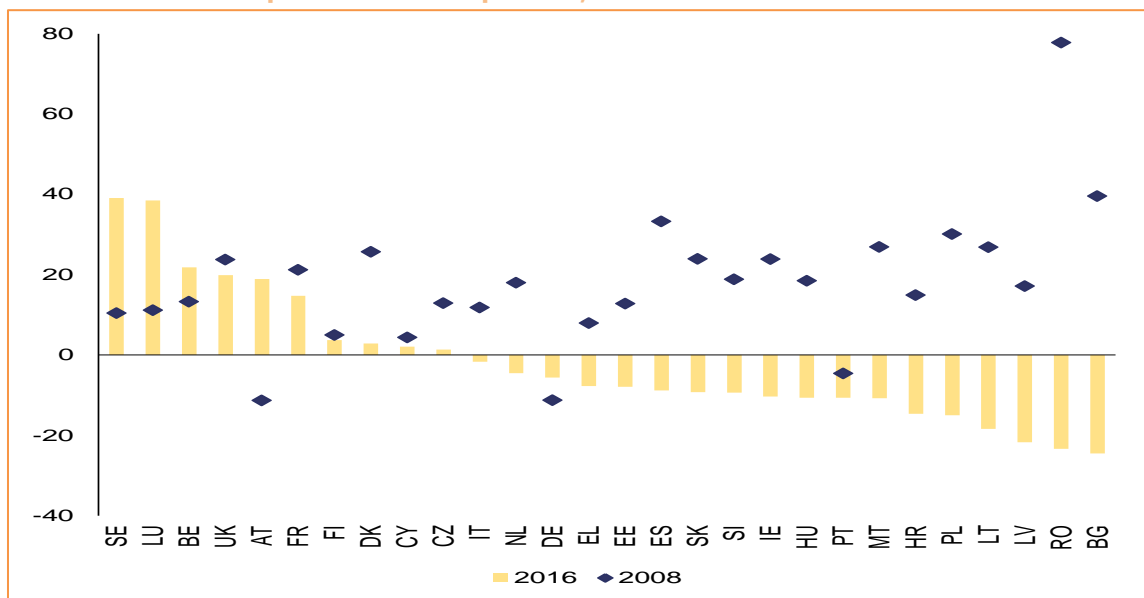
Como las series cronológicas de los precios de la vivienda solo están disponibles de forma indexada, los valores absolutos de las relaciones precio de compra-alquiler y precio-ingresos no son informativos. En concreto, no cabe la comparación entre países. Por consiguiente, el análisis se centra en la desviación de las relaciones precio-ingresos y precio de compra-alquiler con respecto a su media a largo plazo. Esta diferencia proporciona un valor de referencia útil para medir la evolución de los precios de la vivienda. La relación precio-ingresos proporciona una indicación del esfuerzo que debe realizar el hogar medio para adquirir una vivienda. Un nivel que se encuentre muy por encima de la media a largo plazo indica que se ha reducido la asequibilidad. Esto puede afectar a la demanda y reducir los precios de la vivienda hasta un nivel más asequible. De igual forma, en situación de equilibrio y para un coste de capital determinado, los agentes deben ser indiferentes a la hora de optar entre poseer o alquilar una vivienda. Los precios de compra y de alquiler deberían avanzar juntos por tanto. La desviación de estas relaciones con respecto a su valor a largo plazo puede interpretarse como una desviación del equilibrio en el mercado inmobiliario. El resultado sería un cambio en la demanda de viviendas de alquiler y en propiedad, que devolvería la relación precio de compra-alquiler a su nivel a largo plazo.

Gráfico 1. Crecimiento del precio de la vivienda

	% cambio en los precios deflactados de la vivienda			% Tasa de crecimiento anual compuesta	
	2016	2015	2014	2000-2008	2008-2016
BE	1,1	1,3	-1,3	5,1	0,6
BG	7,5	1,6	1,5	12,9	-5,6
CZ	6,6	3,9	1,8	6,6	-0,2
DK	4,1	6,3	3,0	5,3	-1,0
DE	5,3	4,1	2,2	-1,7	2,5
EE	3,8	7,0	13,1	n.a.	-1,2
IE	5,5	8,5	15,5	5,9	-4,5
EL	-2,0	-3,5	-5,0	5,1	-7,4
ES	4,7	3,7	0,1	8,1	-5,6
FR	1,0	-1,8	-1,7	7,5	-0,7
HR	2,2	-2,4	-1,1	4,6	-4,3
IT	-0,7	-2,6	-4,6	3,6	-3,5
CY	1,4	0,2	-1,3	n.a.	-4,0
LV	7,5	-2,7	4,2	12,9	-4,7
LT	4,4	4,6	6,3	12,0	-4,8
LU	5,8	5,9	3,9	7,5	3,6
HU	9,8	11,6	3,2	n.a.	-1,9
MT	4,8	5,0	2,5	11,6	0,0
NL	4,4	3,3	0,0	2,4	-2,8
AT	7,2	3,5	1,4	-0,2	4,4
PL	2,4	2,7	1,1	n.a.	-3,1
PT	6,0	2,3	3,9	-1,2	-0,9
RO	6,5	1,9	-3,3	n.a.	-9,7
SI	3,6	1,4	-6,5	n.a.	-4,1
SK	7,0	5,5	1,5	n.a.	-2,4
FI	-0,3	-0,3	-1,7	3,4	0,0
SE	7,5	12,1	8,2	6,5	5,8
UK	5,8	5,6	6,2	7,5	0,6

Fuente: Eurostat

Gráfico 2. Relación precio-renta disponible, 2008-2016



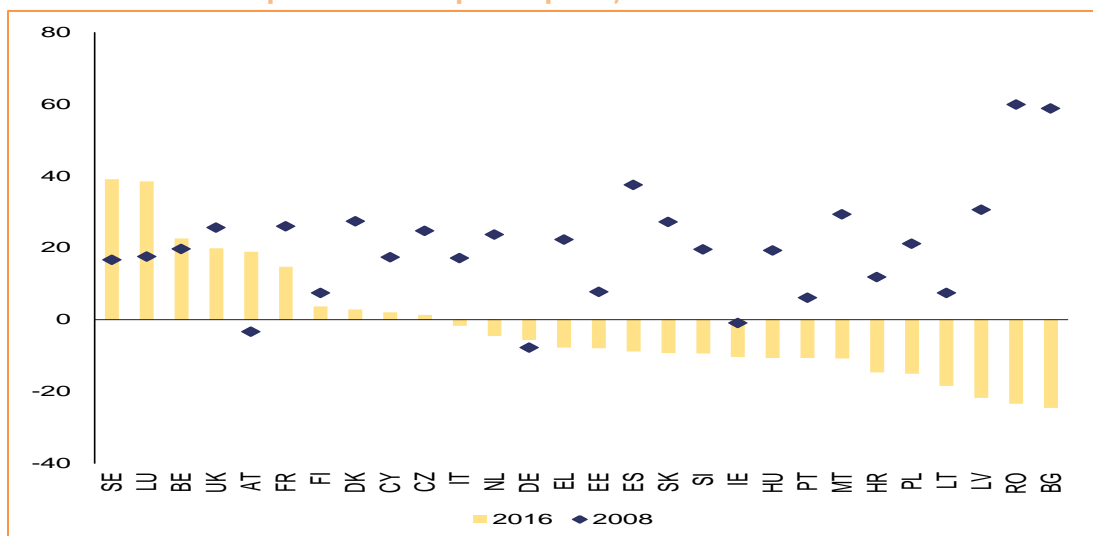
Fuente: Eurostat, Banco Central Europeo (BCE), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Banco de Pagos Internacionales (BPI), cálculos de la Comisión Europea.

Nota: Diferencia con respecto a la media a largo plazo durante el período 1995-2016.

Las relaciones precio-ingresos y precio de compra-alquiler confirman que el ajuste de los precios de la vivienda desde 2008 ha sido muy elevado en la mayoría de los Estados miembros. En la mayoría de ellos, el nivel actual de estas relaciones está muy por debajo del nivel de 2008 y también por debajo de la media a largo plazo (gráficos 2 y 3). Esto sugiere que el potencial de corrección es limitado en estos países y que puede esperarse una mayor revaluación de los precios reales de la vivienda. Entretanto

en varios países se observan relaciones que superan sus medias a largo plazo en más del 10%. Entre estos países se encuentran Bélgica, Francia, Luxemburgo, Austria, Suecia y el Reino Unido. Para estos, los países en los que se ha producido tan solo un pequeño ajuste de los precios de la vivienda desde la crisis financiera, las relaciones de valoración sugieren que pueden esperarse en el futuro ajustes considerables.

Gráfico 3. Relación precio de compra-alquiler, 2008-2015



Fuente: Eurostat, BCE, OCDE, BPI, cálculos de la Comisión Europea.

Nota: Diferencia con respecto a la media a largo plazo durante el período 1995-2016.

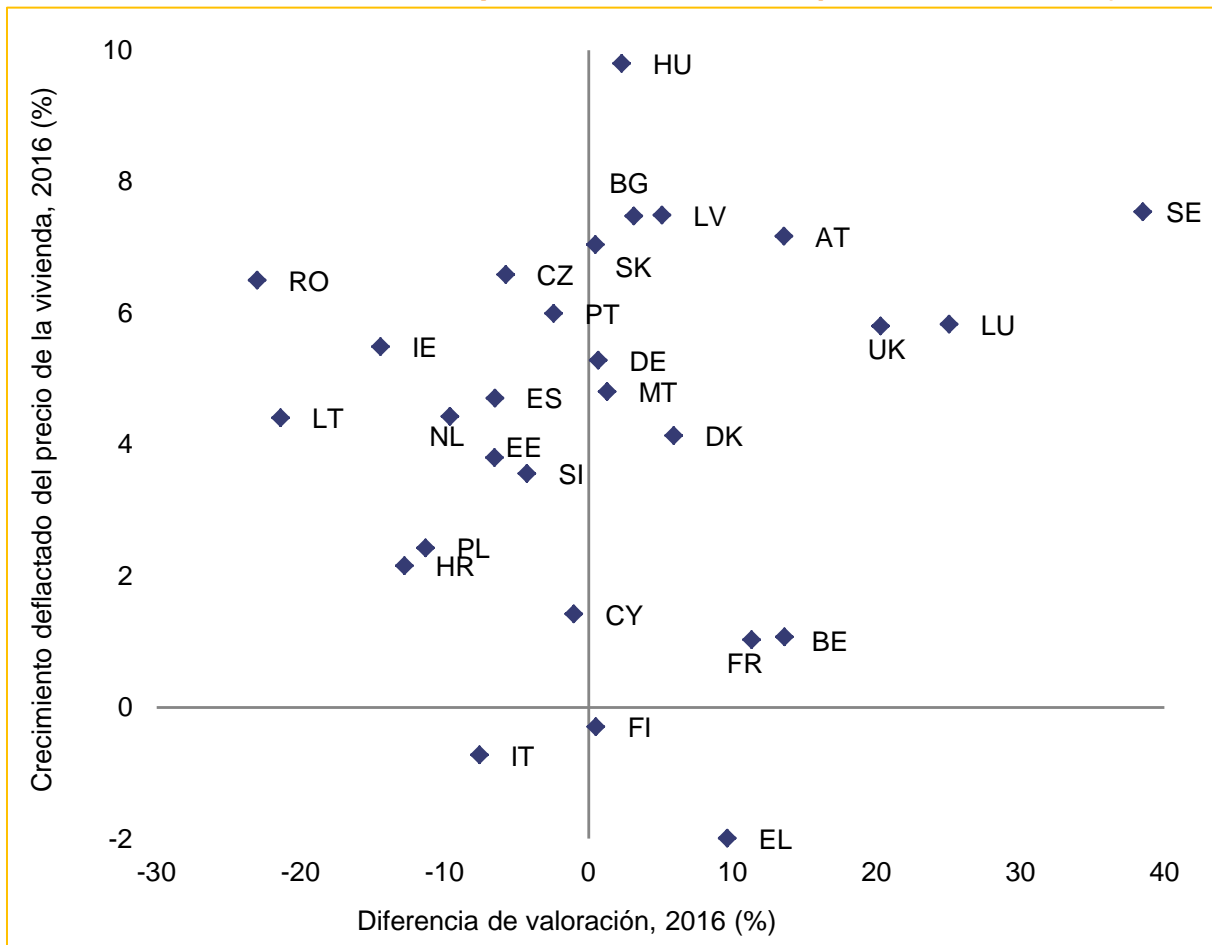
Para completar el análisis con las relaciones de valoración, puede realizarse un análisis estadístico para comprobar si la evolución de los precios reales de la vivienda coinciden con lo que sugerirían los factores macroeconómicos¹. De hecho, en algunos casos, el fuerte aumento de los precios de la vivienda puede estar vinculado a factores demográficos y de oferta, a un aumento de los ingresos o a los tipos de interés especialmente bajos. En otros casos, estos factores generalmente fundamentales no bastan para explicar el aumento de los precios reales de la vivienda. Esto indica que el precio de la vivienda podría estar sobrevalorado. Gracias a la combinación de información de este análisis fundamental con el análisis mediante relaciones, se estima una diferencia de valoración, que a su vez permite clasificar los países en función del riesgo de corrección del precio real de la vivienda y de la evolución reciente (gráfico 4).

La clasificación muestra que en la mayoría de los Estados miembros, los precios reales de la vivienda se encuentran en un intervalo del 10 % con respecto al nivel que sugieren las distintas medidas de valoración. Examinando los países donde los precios han aumentado rápidamente de forma reciente, pueden definirse dos grupos. En el primer grupo, que incluye a Luxemburgo, Austria, Suecia y el Reino Unido, los precios están aumentando a un ritmo rápido aunque las diferencias de valoración son considerables. Estos países son, pues, aquellos en que la dinámica de los precios debe ser objeto de un control más estrecho pues acumulan riesgos de sobrevaloración y evolución dinámica de los precios. En un segundo grupo, en el que se encuentran en particular Bulgaria, la República Checa, Letonia, Hungría y Eslovaquia, el precio de la vivienda ha aumentado recientemente y crece con rapidez. Aun así, los precios reales de la vivienda en dichos Estados miembros siguen siendo

inferiores a los valores máximos registrados en 2008 y las medidas de valoración no evidencian una sobrevaloración importante. En estos casos, el aumento de los precios podría dar lugar a burbujas especulativas que pueden ser difíciles de desinflar. Entre los países con grandes diferencias de valoración destacan Bélgica y Francia. En ambos países, la corrección de los precios y las medidas de valoración tras la crisis de 2008 fueron relativamente limitada. Sin embargo, la evolución de los precios de la vivienda desde entonces se ha mantenido moderada. Por consiguiente, aunque el riesgo no se ha rebajado significativamente desde el inicio de la crisis, el lento crecimiento de los precios de la vivienda, de mantenerse durante la recuperación económica, podría traducirse en una lenta recuperación de los valores fundamentales.

¹ Para obtener más información sobre la metodología, véase Philipponnet N. y A. Turrini: «Assessing house price developments in the EU» (Evaluación de la evolución del precio de la vivienda en la UE), Documento de reflexión, *European Economy*, 2017.

Gráfico 4. Diferencia de valoración y crecimiento real en los precios de la vivienda, 2016



Fuente: Comisión Europea, BCE, OCDE, BIP, análisis de la Comisión Europea.

Nota: La diferencia de valoración se calculó sobre la base de la relación precio de compra-alquiler, la relación precio-ingresos y un modelo estadístico para los factores fundamentales de los precios de la vivienda.

2.2. Evolución del volumen

Los indicadores de volumen para los mercados inmobiliarios son útiles para cuantificar la evolución de la actividad de la construcción y deben considerarse un complemento de la evolución de los precios de la vivienda. En concreto, la evolución del mercado inmobiliario se ve afectada por cómo la oferta de vivienda reacciona a las presiones de los precios y la demanda. Las limitaciones en la oferta, que inducen una lenta respuesta de los volúmenes a los precios, pueden dar lugar a episodios más prolongados de auges y crisis, con una mayor volatilidad de los precios. Por otra parte, una oferta de vivienda con mejor capacidad de respuesta significa que las subidas de los precios de la vivienda se traducen en niveles más elevados de actividad en el sector de la construcción. Aunque el aumento de la oferta tiene un efecto mitigador sobre la evolución de los precios, también significa que el impacto macroeconómico de una corrección de los precios de la vivienda acompañada de un descenso en el volumen será mucho más grave.

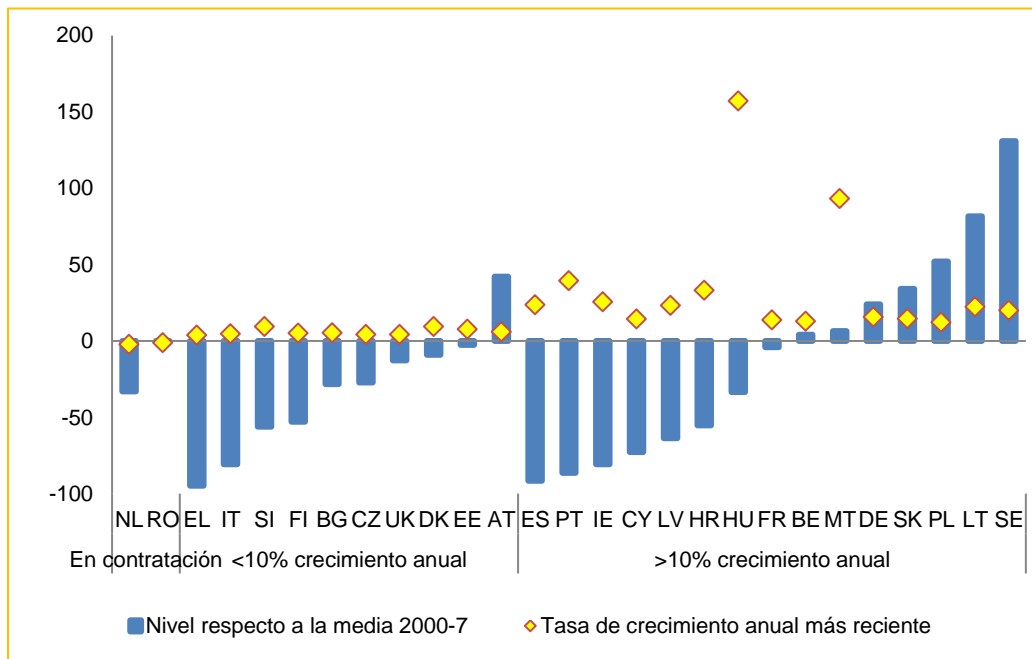
La construcción de viviendas es un indicador que mide el volumen de inversión en edificios residenciales en un período determinado. Por término medio en la UE, la inversión en vivienda representó el 4,7 % del PIB en 2016², notablemente inferior al máximo del 6,0 % alcanzado en 2007 pero también por debajo de los niveles anteriores al periodo de expansión. La inversión en vivienda aumentó en 2016 en los Estados miembros, con muy pocas excepciones. Esto refleja la mejora de las condiciones macroeconómicas generales y muestra que, en proporción del PIB, la inversión en vivienda se mantuvo próxima a su nivel de 2015.

En algunos Estados miembros (p. ej., España), el descenso de la inversión en vivienda se explica por el exceso de inversión de los años anteriores; en otros casos, guarda relación con problemas de oferta y demanda de crédito, y con obstáculos normativos. Alemania, Austria, Suecia y el Reino Unido son los únicos Estados miembros donde la inversión en vivienda como porcentaje del PIB fue más alta en 2016 que antes de la crisis.

Más allá de la inversión real, el número de licencias de construcción concedidas en un año es un indicador temprano de la inversión en vivienda. Esta cifra da una indicación del número de proyectos de urbanización en curso. El número de licencias de construcción ha aumentado en 2016, con un fuerte crecimiento registrado en algunos países, sobre todo en aquellos en los que el sector de la construcción sufrió más tras la crisis (gráfico 5). Los Países Bajos y Rumanía son los únicos Estados miembros en los que la emisión de nuevas licencias de construcción sigue disminuyendo. En el otro extremo, el número de licencias de construcción está creciendo con rapidez en algunos Estados miembros, en particular en Hungría y Malta. A pesar del reciente aumento, la actividad de la construcción en 2016 se encontraba, por lo general, bastante por debajo de su nivel anterior a la crisis. Alemania, Lituania, Polonia, Eslovaquia y Suecia son excepciones notables. En estos Estados miembros, el número de licencias de construcción está por encima de la media registrada en el período 2000-2007 y sigue aumentando a un ritmo anual superior al 10 %.

² Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 5. Número de licencias de construcción, en % de variación, 2016



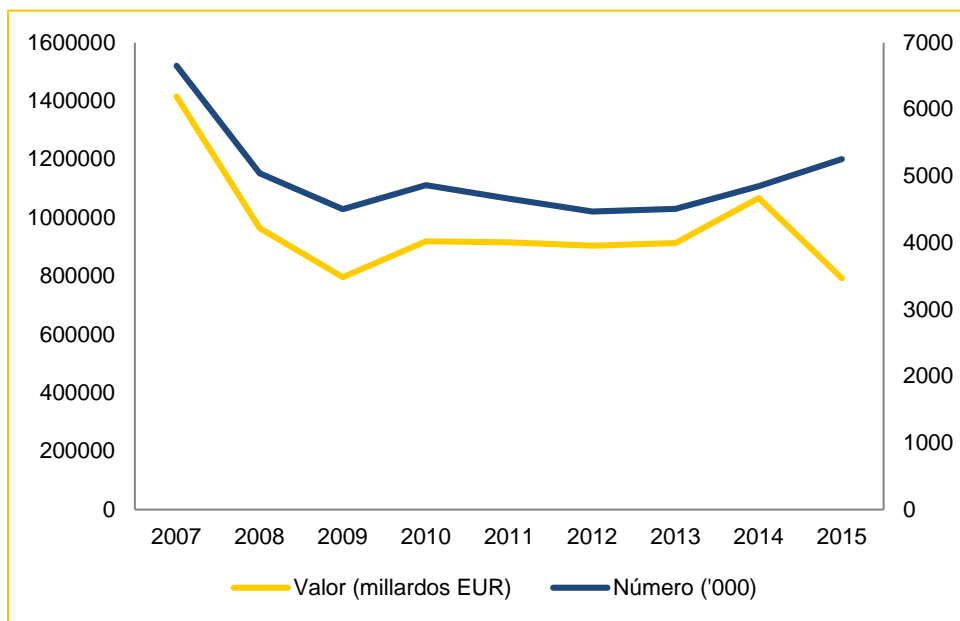
Fuente: Comisión Europea.

Nota: No se incluyen los datos correspondientes a Luxemburgo.

Si bien las licencias de construcción se centran en la obra nueva, el número de operaciones de bienes inmuebles residenciales se refiere tanto a los edificios nuevos como los ya existentes. Como en el caso de las licencias de construcción, el número global de operaciones ha disminuido de manera

drástica tras la crisis y ahora parece estar aumentando de nuevo. Aún así, este proceso sigue siendo muy lento y tanto el número como el valor total de las operaciones sigue estando muy por debajo de los niveles anteriores a la crisis (gráfico 6).

Gráfico 6. Operaciones con viviendas, 2007-2016.



Fuente: BCE

Nota: Datos para la EU-28 según disponibilidad. Cuando no hay información para un país específico, se incrementan los valores hasta la media de la EU-28 para evitar que el valor total se vea afectado por la composición de los países.

2.3. Impacto de la evolución del crédito

Además de la diferencia potencial de valoración, los riesgos potenciales derivados de la evolución de los precios de la vivienda guardan especial relación con el nivel de exposición de los bancos a las hipotecas y el endeudamiento de los hogares. La evolución del mercado de la vivienda puede contribuir significativamente a las vulnerabilidades del sector financiero. Esto incluye la creciente dependencia de los bancos con respecto a las hipotecas, la persistencia de un elevado grado de apalancamiento y la debilidad del nivel de calidad de los préstamos (p. ej., elevados ratios préstamo-valor, vencimientos largos de amortización de los préstamos, bajas ponderaciones de riesgo en los balances de los bancos para la exposición al sector inmobiliario, etc.). En los países en los que el endeudamiento de los hogares es elevado (p. ej., Dinamarca, los Países Bajos y el Reino Unido), los retos vinculados a la capacidad financiera de los hogares pueden entrañar un riesgo adicional para los bancos³.

Mientras que los precios de la vivienda y la construcción parecen estar subiendo en la mayoría de los Estados miembros, la evolución de las hipotecas es más moderada. En una serie de Estados miembros, los hogares siguen haciendo frente a importantes necesidades de desapalancamiento. El endeudamiento de los hogares supera la renta bruta disponible en casi la mitad de los Estados miembros. El flujo de créditos hipotecarios sigue siendo negativo en Irlanda, España, Portugal y el Reino Unido. En algunos casos, sobre todo en Hungría y Croacia, la persistencia de vulnerabilidades en el sector bancario pesa sobre las hipotecas.

En cambio, ciertos Estados miembros experimentan un crecimiento muy fuerte en el mercado hipotecario, lo que sugiere la presencia de riesgos de auge del sector inmobiliario inducido

³ Fuente: Comisión Europea.

por el crédito en algunos de ellos. En 2016, el crecimiento anual de las hipotecas superó el 10 % en Rumanía y Eslovaquia fue superior al 5 % en Bélgica, la República Checa, Estonia, Lituania, Luxemburgo y Malta⁴.

2.4. Impacto social de la evolución de la vivienda

La evolución de los precios de la vivienda tiene un gran impacto en la asequibilidad de la vivienda, con considerables consecuencias sociales, en particular en las zonas urbanas en las que la demanda supera a la oferta. Esto se demuestra por los niveles elevados de situaciones de carencia de hogar, sobrecoste de la vivienda, largas listas de espera para una vivienda social y la dificultad de acceso de los adultos para acceder al mercado inmobiliario. Mientras que la crisis ya ha tenido un impacto negativo sobre las nuevas construcciones y las prestaciones en materia de bienestar, el aumento de la pobreza y la migración ejercen aún más presión sobre demanda.

Una vivienda asequible y de buena calidad es fundamental para el bienestar de la persona y su participación en la sociedad. El acceso a una vivienda asequible es cada vez más difícil en la UE. La crisis detuvo la construcción de nuevas viviendas sociales en muchos Estados miembros e incluso llevó a los propietarios a vender las viviendas existentes⁵. En muchos países existe una grave falta de viviendas de alquiler privado y viviendas sociales adecuadas y asequibles. El acceso a la vivienda para personas sin hogar está limitado pues los mecanismos de asignación de viviendas sociales raramente dan prioridad a las personas sin hogar.

⁴ Fuente: Banco Central Europeo.

⁵ <http://www.housingeurope.eu/resource-468/the-state-of-housing-in-the-eu-2015>

Housing Europe es la Federación Europea para la Vivienda pública, Cooperativa y Social. Existe desde 1988 y es una red de 45 federaciones nacionales y regionales que reúnen a 43 000 proveedores de viviendas en 24 países. En conjunto gestionan más de 26 millones de viviendas, aproximadamente un 11 % de las viviendas existentes en Europa.

El aumento de los precios de la vivienda constituye un obstáculo cada vez mayor para el acceso a la vivienda⁶. Por término medio aproximadamente dos de cada tres europeos (65 %) consideran que la vivienda es demasiado cara. Menos de un tercio (30 %) de las personas encuestadas afirman que es fácil encontrar una vivienda decente a un precio razonable en su zona. La tasa de sobrecoste⁷ recoge los costes de funcionamiento asociados con el uso de la vivienda, y no solo su precio. Por ello supone una evaluación más completa de las condiciones del mercado inmobiliario y sus potenciales vulnerabilidades relacionadas con el empobrecimiento y la exclusión en materia de vivienda. En 2015 la mayor tasa de sobrecoste de la vivienda se registró en Grecia, con el 40,9 % de la población. Esta fue considerablemente superior a la que cualquier otro Estado miembro. Bulgaria, Dinamarca, Alemania y Rumanía ocupaban los siguientes lugares en el índice, todos en torno al 15 %. En cambio, menos del 5 % de la población de Irlanda (4,6 %), Chipre (3,9 %), Malta (1,1 %) y Finlandia (4,9 %) vivían en un hogar que se enfrentaba a sobrecoste de la vivienda. Por término medio, el 11,3 % de la población de la UE se enfrentaba a sobrecoste en el precio de la vivienda, pero para las personas en riesgo de caer en la pobreza, la cifra ascendía al 39,3 % y para la población en general se situó en el 5,4 %. En la mayoría de los países, el sobrecoste de la vivienda era

considerablemente más elevado en el caso de los arrendatarios que pagan un alquiler de mercado (27 % por término medio en la UE) que para los propietarios con una hipoteca o crédito (6,7 % por término medio en la UE).

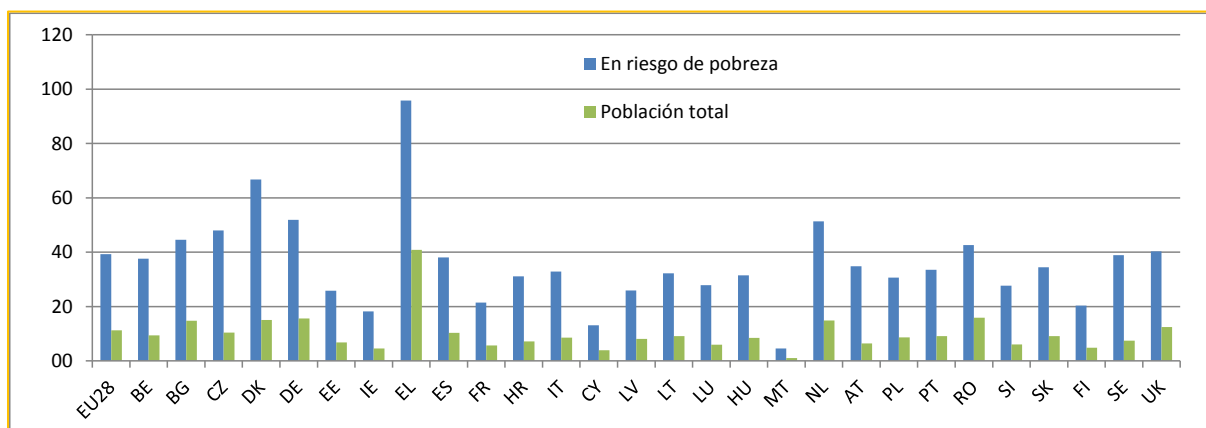
Los hogares con problemas de atrasos en el pago de la hipoteca o el alquiler, elevadas facturas por servicios públicos y endeudamiento excesivo que no reciben ninguna ayuda pueden tener que hacer frente, en último término al embargo del bien y el desahucio. Para el periodo 2010-2013, en Bulgaria, Irlanda, España, Chipre, Letonia, los Países Bajos y el Reino Unido se registró un brusco incremento de los desahucios⁸.

⁶ [/publicopinion/archives/ebs/ebs_355_en.pdf](#)
[/publicopinion/archives/ebs/ebs_355_en.pdf](#)

⁷ La proporción de hogares para los que los gastos totales de vivienda representan más del 40 % de la renta disponible del hogar, excluidos los subsidios de vivienda. Los gastos totales de vivienda consisten en el pago de los intereses de la hipoteca (para propietarios) o el pago del alquiler (para arrendatarios) así como otros gastos relacionados con la utilización efectiva del alojamiento, entre ellos los costes de los servicios públicos (agua, electricidad, gas y calefacción), los seguros, las reparaciones y el mantenimiento, los impuestos, los servicios y las tasas. Eurostat: EU-SILC (survey ilc_lvho07a).

⁸ FEANTA es la Federación Europea de Organizaciones Nacionales que trabajan con Personas sin Hogar
<http://www.feantsa.org/en/report/2017/03/21/the-second-overview-of-housing-exclusion-in-europe-2017>.

Gráfico 7. Tasa de sobrecoste de la vivienda por situación de pobreza, 2015



Fuente: Eurostat

3. RESPUESTAS POLÍTICAS EN LOS ESTADOS MIEMBROS

Las políticas públicas pueden alimentar o mitigar la creación de vulnerabilidades en el sector inmobiliario. En algunos Estados miembros, las medidas fiscales (p. ej., la posibilidad de deducir los pagos de los intereses de la hipoteca) reducen el coste marginal de la adquisición de la vivienda, que, junto con los bajos tipos de interés y las expectativas de futuros incrementos del precio de la vivienda, pueden aumentar el potencial para las inversiones inmobiliarias especulativas de los hogares y los aumentos en el apalancamiento de los hogares. Por otra parte, las medidas basadas en la oferta (p. ej., incentivar la construcción de nuevos bienes inmuebles en un contexto de gran demanda y precios de la propiedad inmobiliaria al alza) pueden contribuir a mejorar la capacidad de respuesta de la oferta de viviendas ante potenciales aumentos de precio, limitando el riesgo de una espiral de precios. Dada la fuerte vinculación entre la vivienda y el crédito, las políticas macroprudenciales, que pretenden garantizar la estabilidad financiera, pueden tener un fuerte impacto sobre la evolución del mercado de la vivienda.

3.1. Políticas macroprudenciales

Varios Estados miembros han aplicado activamente medidas de política macroprudencial para abordar las vulnerabilidades que se derivan del

sector inmobiliario. Su principal objetivo es atenuar la dinámica procíclica inherente a los precios de los mercados inmobiliario e hipotecario pero también reforzar la resiliencia del sector bancario y de las economías domésticas ante las perturbaciones financieras. Las medidas de política macroprudencial pueden adoptar la forma de medidas basadas en los bancos o basadas en los prestatarios.

Las medidas dirigidas a los bancos suelen estar encaminadas a garantizar los requisitos de capital adecuados e imponer colchones de capital. Dichos colchones pueden estar orientados a un riesgo sistémico en toda la economía, pero también pueden guardar relación directamente con las exposiciones al sector inmobiliario. Otras medidas de política macroprudencial pueden, por ejemplo, estar orientadas a la ponderación de riesgo para partidas específicas en los balances de los bancos, como los préstamos hipotecarios, a perfiles de riesgo. En varios Estados miembros se han introducido requisitos específicos de capital para los préstamos hipotecarios (p. ej., Bélgica, Estonia, Austria, Eslovaquia y Suecia) con el objeto de aumentar la resiliencia del sector bancario en un contexto de grandes vulnerabilidades relacionadas con el sector inmobiliario. Finlandia introducirá un suelo de ponderación de riesgo específico según la institución para las hipotecas sobre viviendas en su territorio a partir de enero de 2018. En marzo de 2017, el Consejo de Riesgo Sistémico de

Dinamarca recomendó que se limitaran los préstamos a la vivienda de tipo variable en las regiones de Copenhague y Aarhus o que aplicaran una amortización aplazada si la deuda total del prestatario supera el 400 por ciento de los ingresos antes de impuestos. Los datos actualmente disponibles sugieren que mientras que las medidas basadas en los bancos han reforzado la resiliencia del sector financiero en una serie de Estados miembros, los requisitos de un mayor capital no han sido suficientes para contener los precios al alza de la vivienda en algunos países (p. ej., Dinamarca, Luxemburgo y Suecia)⁹.

Además de los instrumentos basados en los bancos, las autoridades nacionales han aplicado restricciones a los préstamos dirigidas a los prestatarios. Entre estas, las que se usan con mayor frecuencia son los límites en la ratios préstamo-valor, préstamo-ingresos o deuda-ingresos, así como servicio de la deuda-renta¹⁰ (gráfico 7). Otros instrumentos incluyen las restricciones de vencimiento del préstamo y los requisitos de amortización. Los instrumentos basados en el prestatario se dirigen directamente a las normas de crédito en origen. En especial si se introducen en un paquete de medidas bien concebidas que se potencian mutuamente, han demostrado empíricamente ser eficaces a la hora de restringir las prácticas de préstamo arriesgadas en un amplio número de jurisdicciones. Además de reducir la vulnerabilidad de los hogares ante las presiones relacionadas con el precio de las propiedades inmobiliarias, pueden incrementar también la resiliencia de los bancos. Su diseño es flexible y permite ajustar los parámetros para influir en las condiciones de los mercados inmobiliario y crediticio. La complementariedad de

los instrumentos basados en el banco y en el prestatario es particularmente pertinente durante la fase ascendente de los ciclos del crédito. En épocas de fase ascendente, las herramientas basadas en el banco podrían ser menos efectivas pues las ratios de capital aumentan gracias a la elevada rentabilidad bancaria y al auge de los precios de los activos. En dichas circunstancias, las medidas cuyo objetivo directo son las normas de préstamo en origen pueden reducir los incentivos de los bancos para recurrir a préstamos más arriesgados (préstamo elevado en relación al precio / préstamos elevado en relación a los ingresos).

Es difícil evaluar en detalle la efectividad de estas medidas en la UE debido a las considerables lagunas de datos así como la aún bastante limitada experiencia en la aplicación de instrumentos macroprudenciales. Resulta alentador que los estudios de algunos Estados miembros que aplican medidas de política macroprudencial a raíz de la reciente crisis financiera confirmen su eficacia a la hora de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera relacionados con las propiedades inmobiliarias¹¹.

Sin embargo, en varios Estados miembros con riesgos inmobiliarios, las autoridades se han enfrentado a dificultades en la aplicación de instrumentos macroprudenciales de forma oportuna. Los motivos son bien restricciones en sus propios marcos legales nacionales o acuerdos institucionales y de gobernanza de la política macroprudencial. Por ejemplo, en noviembre de 2014, la autoridad de supervisión sueca (FSA) anunció un proyecto de reglamento sobre amortización para nuevos préstamos. El Tribunal Administrativo de Apelación de Jönköping emitió un dictamen conforme al cual la FSA no tiene base jurídica para

⁹ Junta Europea de Riesgo Sistémico: *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector* (Vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial en la UE), noviembre de 2016.

¹⁰ La relación entre el servicio de la deuda y la renta mide la carga financiera que soportan los hogares para pagar los intereses y el principal del préstamo.

¹¹ Véase el documento de trabajo de los servicios de la Comisión SWD(2016) 377 sobre el impacto de los requisitos de capital y liquidez; <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10/102/2016/EN/SWD-2016-377-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.

imponer la obligación de amortización. La iniciativa legislativa se trasladó entonces a las administraciones públicas y tuvo que pasar otros exámenes judiciales adicionales antes de que se considerase constitucional, allanando el camino para su aplicación durante 2016. En Bélgica, el Banco Nacional de Bélgica (BNB) es la autoridad macroprudencial nacional y competente pero solo el Gobierno federal puede activar los límites al importe prestado en función del valor de la garantía, al importe prestado en función de los ingresos del prestatario o al servicio de la deuda en función de los ingresos. En la primavera de 2017, el BNB propuso un colchón para cubrir las ponderaciones de riesgo de sus préstamos hipotecarios garantizados con bienes inmuebles residenciales a modo de seguimiento de una anterior medida análoga que ya había expirado. Sin embargo, hasta la fecha, el Gobierno no ha asumido esta propuesta.

Los riesgos relacionados con el mercado inmobiliario son objeto de seguimiento, no solo a nivel nacional, sino también a escala de la UE, habida cuenta de su naturaleza potencialmente sistémica. La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) es el órgano de la UE responsable de supervisar los riesgos macrofinancieros. Tiene el mandato de emitir alertas cuando detecte riesgos sistémicos significativos y cuando sea necesario señalarlos. La JERS ha emprendido el trabajo sistemático de análisis de las vulnerabilidades en el sector inmobiliario residencial en la UE. En noviembre de 2016, este trabajo de la JERS culminó con la emisión de alertas a ocho Estados miembros de la UE: Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo, los Países Bajos, Austria, Finlandia, Suecia y el Reino Unido¹². Las principales vulnerabilidades señaladas en la evaluación de la JERS son a medio plazo. Se refieren, en particular, a: el elevado o creciente nivel de endeudamiento de los

hogares, especialmente en Bélgica, Dinamarca, los Países Bajos, Finlandia, Suecia y el Reino Unido; la sobrevaloración o fuerte dinámica de precios de bienes inmuebles residenciales, p. ej., en Bélgica, Dinamarca, Luxemburgo, Austria, Suecia y el Reino Unido; la relajación de las condiciones de los préstamos o el ritmo de concesión de préstamos bancarios, p. ej., en Austria, Bélgica y Luxemburgo; o potenciales efectos de desbordamiento en otros países, en especial en la región nórdico-báltica en caso de materializarse los riesgos, por ejemplo, en Dinamarca, Finlandia y Suecia. Por lo que se refiere a los otros Estados miembros, la JERS bien no detectó la acumulación de vulnerabilidades importantes relacionadas con el sector inmobiliario residencial, o sí las detectó pero consideró que la dirección política era suficiente para hacerles frente. Este fue el caso de Estonia y Eslovaquia.

Tras la emisión de las alertas de la JERS, el seguimiento por país en el marco del Semestre Europeo seguirá la evolución del mercado inmobiliario en aquellos países en los que los riesgos de estabilidad relacionados con este mercado son motivo de preocupación. El análisis de los mercados inmobiliarios en la UE se ve obstaculizado por importantes lagunas en los datos, sin embargo. En este contexto, la JERS ha emitido una recomendación específica sobre la eliminación de las lagunas de datos sobre bienes inmuebles¹³.

¹² Comunicado de prensa de la JERS del 28 de noviembre de 2016: <http://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2016/html/pr161128.en.html>.

¹³ Véase: http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2016/ESRB_2016_14.es.pdf.

Gráfico 7. Medidas macroprudenciales dirigidas a riesgos inmobiliarios en los balances de los bancos

Medida	Estado miembro o Estados miembros de la UE que utilizan la medida
Ponderaciones de riesgo ajustadas	BE, HR, IE, LU, MT, RO, SI, FI, SE, UK
Límites LTV	CZ, DK, EE, IE, CY, LV, LT, LU, HU, MT, NL, PL, RO, SK, FI, SE
Límites LTI/DTI	IE, PL, UK
Límites DSTI/PTI	EE, CY, LT, HU, PL, RO, SK
Prueba de estrés/prueba de sensibilidad/otros requisitos de normas de préstamo prudentes	BE, CZ, DK, IE, CY, LU, RO, SK, UK
Vencimiento de los préstamos	EE, LT, NL, PL, RO, SK
Requisitos de amortización de préstamos	DK, NL, SK, SE

Fuente: JERS

Nota: LTV - ratio préstamo-valor; LTI - ratio préstamo-ingresos; DTI - ratio deuda-ingresos; DSTI - ratio servicio de la deuda-renta; PTI - ratio precio-ingresos.

3.2. Política fiscal

La política fiscal en materia de vivienda puede configurar los incentivos para el mercado de la vivienda. En particular, las medidas fiscales afectan a la preferencia entre alquiler y compra. A este respecto hay dos tipos específicos de medidas con importancia. En primer lugar, el régimen fiscal puede inducir el endeudamiento, favoreciendo así la propiedad de la vivienda. De hecho, más de un tercio de los Estados miembros tienen un régimen fiscal que subvenciona la financiación de la deuda hipotecaria, en particular a través de la deducibilidad de los intereses hipotecarios. En los últimos años se ha trabajado para reducir este tipo de medidas, pues suelen fomentar las subidas de precios de la vivienda y favorecer a los hogares de renta alta. En particular, los países en los que la deducibilidad de los intereses hipotecarios sigue siendo importante, es decir, Bélgica, Dinamarca, los Países Bajos y Suecia, se caracterizan por un elevado endeudamiento de los hogares y han observado un aumento significativo de los precios de la vivienda. En 2017, el

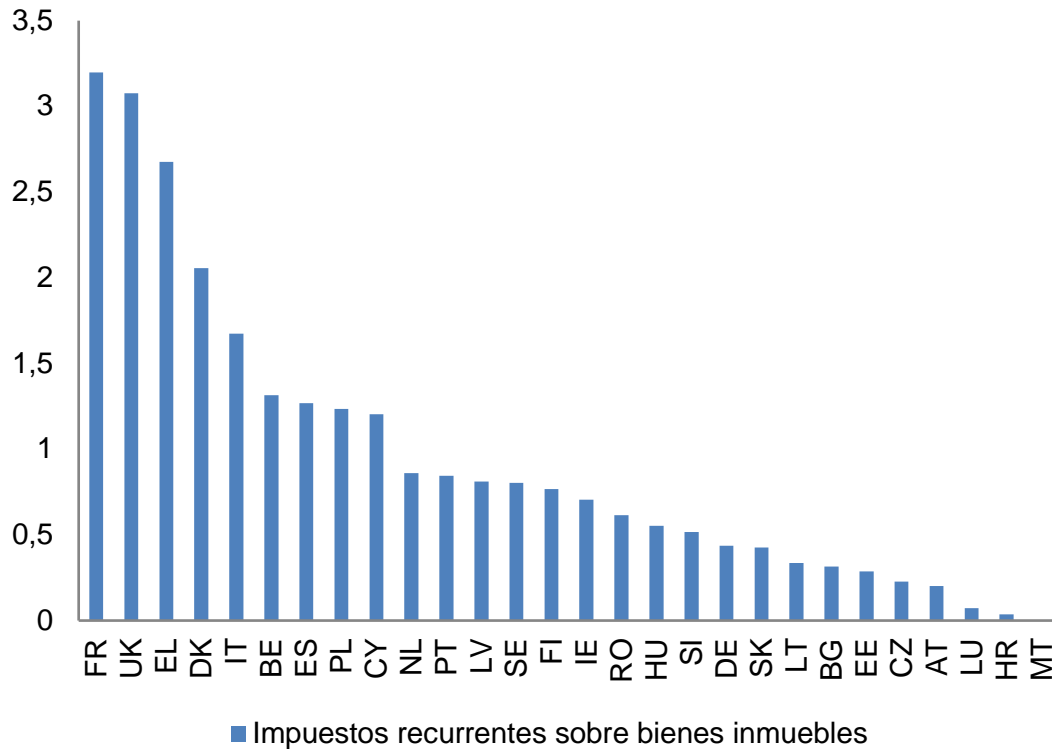
Consejo emitió recomendaciones específicas por país a los Países Bajos y Suecia para que redujeran la deducibilidad fiscal de las hipotecas con el fin de reducir las distorsiones en el mercado inmobiliario.

Los bajos impuestos sobre el patrimonio son asimismo un subsidio implícito a la propiedad de la vivienda que puede dar lugar a una asignación de recursos inferior al nivel óptimo. La renta implícita que los propietarios obtienen de su inversión suele estar libre de impuestos, excepto en unos pocos Estados miembros (en especial los Países Bajos, Luxemburgo y Eslovenia). De esta forma, la inversión en vivienda recibe un trato fiscal relativamente favorable. Los impuestos recurrentes sobre la vivienda son, en cierto modo, comparables a un impuesto sobre la renta implícita. Sin embargo, los importes recaudados suelen ser bajos (gráfico 8), representando menos de un 1 % del PIB de promedio y contribuyendo como máximo un 8 % del total de ingresos públicos en el Reino Unido. Además, el valor de la propiedad identificada a efectos fiscales no suele guardar una

relación estrecha con el valor de mercado, lo que da lugar a distorsiones. Los impuestos sobre las operaciones están más íntimamente relacionados con el valor de mercado del bien inmueble. Dichos impuestos favorecen la propiedad de viviendas a largo plazo, por lo que

contribuyen a la reducción de las burbujas especulativas. Sin embargo, también pueden disuadir a los potenciales compradores y vendedores y, por tanto, reducir la movilidad.

Gráfico 8. Impuestos recurrentes sobre bienes inmuebles, en % del PIB, 2015



Fuente: COMISIÓN EUROPEA

3.3. Solución de las restricciones de oferta

3.3.1. Restricciones de subdivisión en zonas

Las restricciones en la oferta de viviendas, como la regulación en materia de subdivisión en zonas o de construcción, dan lugar a una mayor elasticidad de los precios en función de la demanda. En los países con una importante presión demográfica, esto contribuyó a un aumento de los precios, con diferentes repercusiones según las regiones. La relajación de la regulación en materia de subdivisión de zonas en un contexto caracterizado por la aceleración de los precios puede traducirse en el desvío de recursos hacia el sector de la construcción. En 2017, el

Consejo envió recomendaciones específicas por país a Suecia y el Reino Unido recomendándoles que apoyen la inversión y la construcción, en particular mediante una revisión de las normas de ordenación urbanística.

3.3.2. Regulación del mercado del alquiler

La forma en que funciona el mercado de alquiler puede tener importantes implicaciones en la dinámica del mercado inmobiliario. Al ser una fuente esencial de vivienda asequible, los mercados de alquiler están generalmente sujetos a una fuerte intervención pública, por lo que, por término medio, un tercio de los inquilinos en la UE paga un alquiler reducido o nulo. Más allá de estas medidas sociales, los propios alquileres

pueden controlarse, en especial mediante la fijación de límites máximos anuales de subida de los alquileres. El grado de control de los alquileres es especialmente elevado en Dinamarca, Austria, Suecia y Alemania¹⁴. Por una parte, un elevado grado de control de los alquileres protege a los inquilinos frente a auges o depresiones del mercado de la vivienda. Por otra parte, puede dar lugar a la disociación de los alquileres de los precios de la vivienda, bajando la rentabilidad del alquiler cuando aumentan los precios de la vivienda y disuadiendo la oferta de viviendas de alquiler, lo que contribuye a favorecer la propiedad.

Fecha: 22.11.2017

¹⁴ Bricongne J.C. y A. Mordonu (de próxima publicación): «Rental Market in a macroeconomic context» (El mercado del alquiler en un contexto macroeconómico), *European Economy* basado en una metodología descrita en Cuerpo C., P. Pontuch y S. Kalantaryan: «Rental market regulation in the European Union» (Regulación del mercado de alquiler en la Unión Europea), *European Economy*, 2014.