



Fundación **MAPFRE**

MERCADOS INMOBILIARIOS
Y SECTOR ASEGURADOR

MAPFRE Σconomics

Mercados inmobiliarios y sector asegurador

Este estudio ha sido elaborado por MAPFRE Economics.
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida
en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Citar como:
MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*,
Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:
MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com
España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid
México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:
2023, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Abril, 2023.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Sofía Gil Sánchez

Mariano Borda Reyna

Fernando Rodríguez Sanz

Belén Sobrino Lacoba

María Camila Jiménez Arango

Rodrigo Clemente Ribeiro Da Silva

Pablo Carmona Priego

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Marco conceptual	17
1.1 Mercado inmobiliario residencial y actividad aseguradora	17
1.2 Principales magnitudes analizadas	22
2. Análisis de mercados de referencia	29
2.1 Estados Unidos	29
2.2 México	49
2.3 Brasil	60
2.4 Reino Unido	74
2.5 España	89
2.6 Alemania	107
2.7 Japón	123
2.8 Corea del Sur	140
3. Mercado hipotecario e instrumentos financieros relacionados	155
3.1 Financiación bancaria: bonos garantizados	155
3.2 Titulizaciones hipotecarias	156
3.3 Otras fuentes alternativas de financiación	160
4. Medición relativa del potencial de los mercados inmobiliarios	165
4.1 Aspectos metodológicos	165
4.2 Ranking del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador	169
Referencias	173
Índice de tablas y gráficas	179

Presentación

El mercado inmobiliario es un sector vital en la economía de cualquier país, ya que tiene un impacto significativo en la vida de las personas y en la actividad económica en general. Además, el mercado inmobiliario constituye una de las actividades económicas de mayor relevancia en la dinámica del sector asegurador, tanto por el lado de la demanda aseguradora, en el que se encuentran los hogares, las empresas y demás instituciones públicas y privadas propietarias de los inmuebles o titulares de algún derecho sobre los mismos, como por el lado de la oferta, en el que se encuentran las promotoras inmobiliarias, constructoras, entidades financieras y profesionales de la ingeniería, arquitectura, agentes inmobiliarios o tasadoras, entre otros muchos. Los seguros, por su parte, tienen un papel fundamental en el mercado inmobiliario, ya que ayudan a proteger el patrimonio de las personas y empresas, y promueven la estabilidad económica de los hogares, lo que contribuye al bienestar de la sociedad en su conjunto.

Este nuevo informe de MAPFRE Economics, titulado *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, muestra la interrelación existente entre ambos sectores y ofrece información de los indicadores más relevantes del sector inmobiliario que influyen en el desarrollo de la actividad aseguradora, como son el parque de viviendas y la nueva construcción, las transacciones inmobiliarias, el saldo hipotecario y las nuevas hipotecas constituidas, la hipoteca inversa, los instrumentos de inversión inmobiliaria en las carteras de inversión de las entidades aseguradoras, los precios de la vivienda y los tipos de interés hipotecarios, la brecha de crédito a los hogares, el alquiler residencial, la asequibilidad y programas de ayuda para la adquisición de vivienda, así como la evolución de los seguros vinculados al hogar, el seguro Vida riesgo, los seguros de ingeniería y otras coberturas asociadas al proceso de construcción residencial. El análisis se ha centrado en el *mercado inmobiliario residencial* para un conjunto de países seleccionados. Asimismo, se presenta el desarrollo de un indicador del potencial de los mercados inmobiliarios para la actividad aseguradora, lo que permite efectuar un ejercicio amplio de comparación internacional.

Una vez más, Fundación MAPFRE se complace en presentar este nuevo estudio de MAPFRE Economics, el cual aborda un tema de interés para la sociedad como es la protección de uno de sus activos más importantes, la vivienda. El análisis comparado de las experiencias de los sectores inmobiliarios y asegurador en varios países, contribuye a entender mejor su funcionamiento y ofrece una herramienta de trabajo para quienes intervienen en su potencial crecimiento, así como para la comunidad investigadora en general.

Fundación MAPFRE

Introducción

La actividad aseguradora, por su orientación hacia la cobertura de los riesgos a los que se encuentran expuestos los individuos, familias y empresas, toca una amplia gama de áreas de la economía y de la sociedad. Entre ellas, la actividad inmobiliaria constituye una de especial interés, en la medida en que, por sus características, se halla vinculada a una gran variedad de riesgos. En ese sentido, este informe analiza las principales características de esta importante actividad económica, como una forma de valorar su impacto sobre el desempeño del sector asegurador.

Para ello, a partir de un marco conceptual que describe las principales interrelaciones entre ambas actividades, el informe analiza un conjunto de países de referencia, tanto desde la perspectiva de la dinámica de sus mercados inmobiliarios residenciales, como desde el punto de vista del desempeño de sus mercados aseguradores. En dicho análisis, se ha buscado incluir una muestra de países que permita capturar las principales características de ambos mercados en función tanto de las particularidades regionales como de los niveles de desarrollo relativo.

Asimismo, para complementar el análisis específico de los países de referencia, el informe propone una medición relativa del grado de potencial para el sector asegurador derivado del dinamismo de los mercados inmobiliarios. Dicha medición relativa, efectuada para un universo de 43 países, se ha basado en la construcción de dos indicadores: el *Indicador de Potencial Inmobiliario* y el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador*. El primero de ellos, se centra en los factores económicos y demográficos que explican el dinamismo de la actividad inmobiliaria, en tanto que el segundo pretende valorar la capacidad relativa del sector asegurador para transformar el impulso del mercado inmobiliario en nueva demanda de aseguramiento, a partir de un análisis del comportamiento de la demanda aseguradora ante variaciones en la renta personal disponible.

Esperamos que este informe aporte al análisis en torno a la importancia de la interrelación entre el sector asegurador y las diferentes áreas de la economía y la sociedad, y que, en esa medida, contribuya a la mejor comprensión y desarrollo de la actividad aseguradora.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

El nivel de desarrollo y madurez del mercado inmobiliario, así como el grado de dinamismo de su mercado hipotecario son factores de gran relevancia en el desempeño de la economía, en general, y sobre el sector de seguros, en particular. Así, el parque inmobiliario de viviendas y la nueva construcción residencial son indicadores fundamentales, directamente vinculados con la cobertura de riesgos relacionados con el hogar, las comunidades de propietarios y los que cubren riesgos asociados al proceso de construcción. Por otra parte, el saldo vivo hipotecario y la concesión de nuevas hipotecas son magnitudes que están directamente vinculadas con los potenciales capitales en riesgo asegurables con seguros de Vida riesgo como cobertura para el caso de muerte y los que cubren otras posibles contingencias como la invalidez, incapacidad temporal, enfermedad o el desempleo de los deudores hipotecarios.

De esta forma, por sus amplias y diversas necesidades de cobertura, el mercado inmobiliario constituye una de las actividades económicas de mayor relevancia en la dinámica del sector asegurador. Ello es así, tanto por el *lado de la demanda* aseguradora, en el que se encuentran los hogares, las empresas y demás instituciones públicas y privadas propietarias de los inmuebles o titulares de algún derecho sobre los mismos, como por el *lado de la oferta*, en el que se encuentran las promotoras inmobiliarias, constructoras, entidades financieras y profesionales de la ingeniería, arquitectura, agentes inmobiliarios o tasadoras, entre otros muchos.

Además de la actividad relacionada con la cobertura de riesgos asegurables, los valores emitidos con garantía hipotecaria y las titulaciones son activos financieros en los que invierten habitualmente las entidades aseguradoras, por adecuarse muchas de estas

emisiones a su perfil de riesgo. Estos activos financieros son de gran importancia para el desarrollo del mercado inmobiliario y su existencia depende en buena medida del nivel de madurez de los mercados de capitales de cada país, facilitando la liquidez de créditos hipotecarios como vías complementarias al canal bancario. Asimismo, si bien no son mayoritarias, tienen un peso relevante en las carteras de inversiones de las aseguradoras, el cual varía según los mercados. En este sentido, debe destacarse el papel que juegan las entidades aseguradoras, las cuales vienen a facilitar con sus inversiones la canalización de un ahorro a medio y largo plazo hacia la inversión residencial al invertir en este tipo de instrumentos del mercado hipotecario. Por otro lado, la actividad aseguradora, además de constituir una garantía de protección a los hogares, protegen al acreedor hipotecario, lo que permite reducir el riesgo al que se encuentran expuestos y facilita la obtención de liquidez por parte de las entidades financieras originadoras a través de las titulaciones hipotecarias.

Mercado inmobiliario residencial y actividad aseguradora

La actividad aseguradora relacionada con la cobertura de riesgos del hogar es uno de los principales pilares del segmento asegurador de No Vida, junto con los seguros de autos y salud, especialmente en las economías más desarrolladas. Existen, asimismo, numerosas coberturas ofrecidas por las entidades aseguradoras asociadas al proceso de construcción residencial, de los riesgos relacionados con los préstamos hipotecarios y otro tipo de coberturas como el seguro de impago de alquileres o la hipoteca inversa. La casuística en la forma de contratación de los seguros de Vida riesgo con coberturas de muerte e invalidez es amplia, desde pólizas temporales

anuales renovables, en las que puede designarse o no al acreedor hipotecario como beneficiario del contrato de seguro, hasta modalidades de seguro de prima única, en ocasiones financiadas mediante el mismo crédito inmobiliario.

Por otro lado, el comportamiento del mercado inmobiliario está cada vez más marcado por las pérdidas sufridas por las catástrofes naturales, que ha venido a incrementar en los últimos años la siniestralidad de las entidades aseguradoras. Esto viene a generar brechas de protección por los riesgos que las entidades aseguradoras y reaseguradoras no tienen capacidad de cubrir. Existen mecanismos para compensar la indisponibilidad de cobertura en las zonas de mayor riesgo presentes en múltiples mercados, pero son de naturaleza muy heterogénea. Entre los países analizados, en los Estados Unidos se aplican los planes FAIR (*Fair Access to Insurance Requirements*), y en Corea del Sur existe un seguro subvencionado por los gobiernos central y locales contra tormentas e inundaciones que cubre daños sufridos por casas, invernaderos, tiendas de pequeñas empresas y fábricas debido a tifones, inundaciones, fuertes lluvias, fuertes vientos, tormentas, maremotos, fuertes nevadas y terremotos. Por su parte, el sistema asegurador español de riesgos extraordinarios es tomado como referencia de buena gestión a nivel internacional con un organismo de especial relevancia, el Consorcio de Compensación de Seguros, que da estabilidad técnica al segmento de los seguros multirisgo.

Como muchas otras regiones del mundo, la Unión Europea es vulnerable a casi todos los tipos de catástrofes naturales. Las oleadas de tormentas, las inundaciones repentinas o las riadas figuran entre los principales riesgos de catástrofe natural a los que se enfrenta Europa, antes considerados como “secundarios”, pero que cada vez cobran más importancia causando daños tan severos como los que antaño solo se esperaban por terremotos o huracanes. La Unión Europea reconoce que los seguros contra el riesgo de catástrofes son un elemento importante para la adaptación al clima, ya que no sólo apoyan el reparto de riesgos, sino que actúan a lo largo de todo el ciclo de gestión de estos riesgos y de las catástrofes que se producen cuando se materializan. Cada uno de los países de la Unión Europea gestiona los riesgos de naturaleza catastrófica de una manera distinta,

con un sistema asegurador privado o una combinación del sector privado y público, en algunos casos de carácter obligatorio.

Para las organizaciones internacionales que trabajan en el desarrollo sostenible, el seguro juega un papel fundamental en la mejora de la resiliencia financiera de la sociedad y la recuperación tras los desastres climáticos, mediante la transferencia y la gestión de riesgos. Entre otras iniciativas, numerosas aseguradoras y reaseguradoras se han unido a los *Principios de Aseguramiento Sostenible* promovidos por la Organización de Naciones Unidas (ONU) para el Medio Ambiente (UNEPFI). Los *Principios* sirven como un marco global para que la industria de seguros aborde los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza. Se trata de la iniciativa de colaboración más grande entre la ONU y la industria de seguros. Sin embargo, a pesar de todos estos mecanismos, siguen existiendo brechas importantes en la cobertura de estos riesgos extraordinarios, que tienden a ser mayores cuando las catástrofes golpean a los mercados emergentes.

Análisis de los mercados inmobiliarios seleccionados

Bajo este marco conceptual, el objeto de análisis realizado en el presente estudio se ha centrado en el *mercado inmobiliario residencial*, y contiene una revisión específica para una serie de mercados de referencia, incluyendo el de los Estados Unidos, México, Brasil, Reino Unido, España, Alemania, Japón y Corea del Sur. Los indicadores seleccionados para el análisis de estos mercados inmobiliarios se han clasificado en función de su relevancia para el sector asegurador, incluyendo, entre los de mayor importancia, el parque de viviendas y el saldo hipotecario, además de las proyecciones poblacionales, formación bruta de capital de viviendas privadas, renta personal disponible, transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda, tipos de interés hipotecarios y la brecha de crédito a los hogares, entre otros. En aquellos mercados en los que se ha dispuesto de información y se ha considerado relevante, se ha incluido una breve referencia a cuestiones relacionadas con la asequibilidad y algunos de los programas implementados como ayuda a los hogares más desfavorecidos para la adquisición de la vivienda.

Los tipos de interés hipotecarios y el crédito son dos indicadores relevantes que tienen su influencia sobre el número de viviendas nuevas iniciadas y lanzadas al mercado, el número de transacciones y el precio de la vivienda. Por ejemplo, de acuerdo con estimaciones del Banco Central Europeo para la zona euro, un aumento del 1% en los tipos de interés hipotecarios puede derivar en una caída del precio medio de los inmuebles en torno al 5% en un período de alrededor de dos años. En el caso de la inversión en vivienda, ese aumento del 1% en los tipos de interés hipotecarios puede derivar en una caída de alrededor del 8% en la inversión, en un período en torno a dos años. En relación con el crédito hipotecario, se ha incluido en el análisis una serie histórica de la brecha de crédito a los hogares (*credit to households to GDP gap*), calculada siguiendo la metodología del Banco de Pagos Internacionales para las exigencias del colchón anticíclico a las entidades de crédito.

Medición relativa del potencial inmobiliario para el sector asegurador

Tras el análisis específico de los ocho mercados inmobiliarios incluidos en el informe, se ha ampliado la muestra hasta un total de 43 países para los cuales se ha podido disponer de la información necesaria para llevar a cabo una medición relativa del grado de potencial para el sector asegurador de sus mercados inmobiliarios. Dicha medición relativa se ha basado en la construcción de dos indicadores. El primero de ellos es el *Indicador de Potencial Inmobiliario* (IPI), un indicador intermedio centrado en los *factores económicos y demográficos* que explican

el dinamismo de la actividad inmobiliaria, y el segundo, el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA), el cual pretende valorar la capacidad relativa del sector asegurador para transformar el impulso del mercado inmobiliario en nueva demanda de aseguramiento, a partir de un análisis del comportamiento de la demanda aseguradora ante variaciones en la renta personal disponible.

El mayor nivel de potencial medido con el IPIA corresponde a la India, seguida de Filipinas y de China. Destacan también, por encima del percentil 75 de la distribución del indicador los casos de Canadá y Turquía, cuya elasticidad positiva del negocio asegurador ante variaciones en la renta personal disponible les hace mejorar su calificación hasta ocupar el cuarto y quinto lugares, respectivamente. Completan la lista de mercados por encima del percentil 75 de la distribución del IPIA los casos de Bélgica, Bulgaria, Indonesia, República Checa, Taiwán y Singapur. En la parte inferior de la clasificación, por debajo del percentil 25, destaca el caso de Japón, que presenta indicadores propios de un mercado muy maduro y con una población menguante, obteniendo así puntuaciones débiles en todos los subíndices que influyen en el indicador. Completan dicho percentil de la distribución Rumanía, Grecia, Italia, Finlandia, Sudáfrica, Eslovaquia, Malasia, España, los Países Bajos y Suiza.

1. Marco conceptual

1.1 Mercado inmobiliario residencial y actividad aseguradora

El nivel de desarrollo y madurez del mercado inmobiliario residencial, así como el grado de dinamismo de su mercado hipotecario son factores de gran relevancia en el desempeño de la actividad aseguradora. Así, el *parque inmobiliario de viviendas y la nueva construcción residencial* son dos indicadores fundamentales, directamente vinculados con la cobertura de riesgos relacionados con el hogar, las comunidades de propietarios y los que cubren riesgos asociados al proceso de construcción. De igual forma, el *saldo vivo hipotecario y la concesión de nuevas hipotecas* son dos indicadores que están directamente vinculados con los potenciales capitales en riesgo asegurables a través de seguros de Vida riesgo mediante la cobertura para el caso de muerte y a través de los que cubren otras posibles contingencias como la invalidez, incapacidad temporal, enfermedad o el desempleo de los deudores hipotecarios. Estos seguros, además de constituir una garantía de protección a los hogares para evitar que vean mermada su capacidad adquisitiva por la ocurrencia de algunos de los referidos eventos, protegen al acreedor hipotecario, lo que permite reducir el riesgo al que se encuentran expuestos y facilita la obtención de liquidez por parte de las entidades financieras originadoras a través de las titulaciones hipotecarias.

Por otro lado, desde el punto de vista del activo en el balance de las entidades aseguradoras, en el mercado inmobiliario residencial se generan instrumentos financieros en los que estas pueden invertir una parte de sus carteras, atendiendo a las características de sus pasivos. Asimismo, a partir de los mercados inmobiliarios residenciales se generan otro tipo de operaciones en las que puede intervenir una entidad aseguradora, como la denominada *hipoteca inversa*.

Esta estrecha vinculación entre la operación de los mercados inmobiliarios residenciales y el

sector asegurador se traduce en la existencia de una serie de productos que ofrecen diversos tipos de coberturas de riesgo. A continuación, se sintetizan las principales características de las coberturas que se han identificado en el análisis de los mercados considerados en este informe.

Coberturas de riesgos que afectan a las viviendas

Los seguros con coberturas relacionadas con el hogar constituyen uno de los principales pilares de la actividad aseguradora en el segmento de los seguros de No Vida, junto con los seguros de autos y salud, especialmente en las economías más desarrolladas. Existen limitaciones en cuanto al desglose de datos disponibles, pero en mercados como el de los Estados Unidos se calcula que el índice de penetración de los seguros del hogar en la economía, representado por el peso que las primas de seguros de hogar tienen sobre el producto interior bruto (PIB), ha pasado del 0,34% en el año 2000 al 0,52% en 2021. En los mercados emergentes, sin embargo, este porcentaje tiende a ser inferior, aunque, por ese mismo hecho, su potencial de crecimiento es mayor.

Las coberturas aseguradas de los riesgos a los que se encuentran expuestos los inmuebles residenciales han venido evolucionando en función del grado de desarrollo de los mercados, desde coberturas básicas, principalmente el seguro de incendio, hacia otras modalidades más complejas que incluyen la responsabilidad civil por daños a terceros, eventos de la naturaleza, daños eléctricos, explosiones, robo, daños en el contenido, responsabilidad civil familiar y otra gran variedad de coberturas. De igual modo, el tipo de prestaciones que ofrecen las entidades aseguradoras ha evolucionado, incluyendo no solo prestaciones de tipo indemnizatorio sino también la prestación de servicios, en las que la propia entidad aseguradora se hace cargo de la selección y contratación de los proveedores de servicios que llevan a cabo las reparaciones necesarias

después de la materialización de alguno de los riesgos cubiertos. El seguro multirriesgo de comunidades de propietarios, por su parte, además de garantizar la cobertura de la edificación, también cubre las partes comunes del condominio con unas coberturas similares a los seguros del hogar en las que la responsabilidad o el daño se refiere a los elementos comunes.

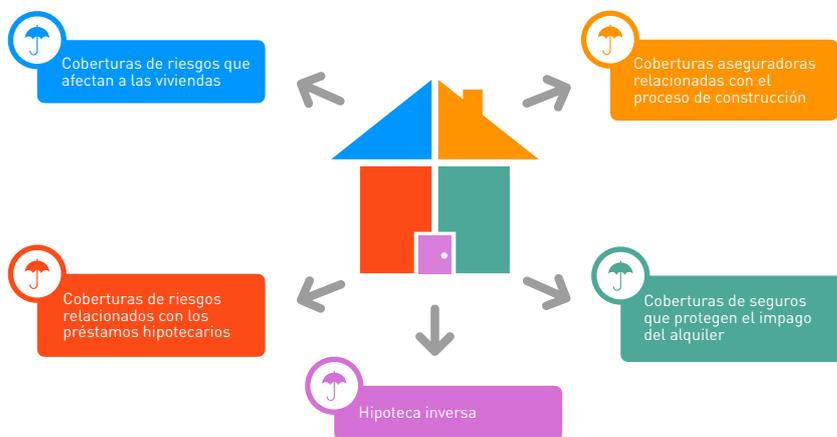
En algunos mercados, como el de los Estados Unidos, la complejidad de los contratos de seguros ante el amplio abanico de coberturas que ofrecen las entidades aseguradoras ha llevado a la elaboración de una serie de pólizas estandarizadas que facilitan su conocimiento por parte de los tomadores del seguro, al estar identificadas por un código asociado a unas coberturas predefinidas. Debe señalarse, sin embargo, que en la práctica no todas las entidades lo siguen y algunas utilizan sus formularios propios, pero son un instrumento que es ampliamente utilizado y que facilita el conocimiento respecto a la operación de los productos, así como la comparativa para su comercialización en masa. En ese mercado en particular, muchos de los factores que afectan al coste del seguro del hogar vienen a generar grandes diferencias en las primas promedio. Por ejemplo, en general, los valores inmobiliarios y los costes de construcción tienden a ser más altos en áreas de mayor densidad de población.

El comportamiento del mercado inmobiliario estadounidense está igualmente marcado por

los daños generados por las catástrofes naturales (vientos, inundaciones, incendios forestales y terremotos, entre otros), lo que ha venido a incrementar en los últimos años la siniestralidad. Ante ello, las entidades aseguradoras han comenzado a aumentar las primas por la exposición ante este tipo de riesgos. Por ejemplo, la exposición a huracanes es mayor en áreas cercanas al Golfo de México y al Océano Atlántico, en tanto que la exposición al daño de los tornados es mayor en el centro y suroeste de los Estados Unidos, y la de terremotos en la costa oeste de ese país.

Esta característica del mercado estadounidense viene a generar brechas de protección por los riesgos que las entidades aseguradoras no tienen capacidad de cubrir. Para compensar la indisponibilidad de cobertura en las zonas de riesgo, en ese país se aplican los denominados planes FAIR (*Fair Access to Insurance Requirements*), diseñados para facilitar el acceso al seguro a quienes tienen dificultades para obtenerlos de aseguradoras privadas por tener una propiedad en una zona considerada de alto riesgo. En este sentido, Fannie Mae y Freddie Mac exigen, como requisito previo a la adquisición de créditos hipotecarios para su titulación, que cada propiedad esté cubierta por un seguro sobre la propiedad y responsabilidad civil durante la vigencia del préstamo hipotecario. Dichas pólizas de seguro deben incluir cobertura contra incendios, viento, huracanes, granizo, inundaciones y riesgos localizados, cuando pro-

Gráfica 1.1
Vinculación entre el mercado inmobiliario residencial y la actividad aseguradora



Fuente: MAPFRE Economics

ceda, y prever que las reclamaciones se liquiden sobre la base del coste de reposición.

Los diferentes estudios que analizan el impacto de las catástrofes en el sector asegurador observan que el aumento generalizado de los valores expuestos y del grado de aseguramiento hacen que peligros, antes considerados como "secundarios" (tornados, incendios forestales, tormentas de invierno, etc.), causen daños tan severos como los que antaño solo se esperaban por terremotos o huracanes. Así, dada la complejidad técnica que implica para la industria aseguradora la cobertura de ese tipo de riesgos de naturaleza catastrófica, mecanismos para aumentar la cobertura en caso de catástrofes naturales, como el antes ilustrado, están presentes en múltiples mercados, aunque son de naturaleza muy heterogénea. Entre los países analizados, en Corea del Sur existe un seguro contra tormentas e inundaciones que cubre daños sufridos por casas, invernaderos, tiendas de pequeñas empresas y fábricas debido a tifones, inundaciones, fuertes lluvias, fuertes vientos, tormentas, maremotos, fuertes nevadas y terremotos. Se comercializa únicamente por las compañías de seguros designadas por el gobierno de ese país para proteger los bienes de las personas ante desastres naturales inesperados. Cabe señalar que más del 70% de las primas de seguros que deben pagar los suscriptores están subvencionadas por los gobiernos central y local.

Como muchas otras regiones del mundo, la Unión Europea es también vulnerable a casi todos los tipos de catástrofes naturales. Las oleadas de tormentas, inundaciones repentinas o riadas figuran entre los principales riesgos de catástrofe natural a los que se enfrenta Europa. La Unión Europea reconoce que los seguros contra el riesgo de catástrofes son un elemento importante para la adaptación al clima, ya que no sólo apoyan el reparto de riesgos, sino que actúan a lo largo de todo el ciclo de gestión de riesgos (identificar, analizar, planificar, aplicar y evaluar) y de gestión de catástrofes (prevenir y proteger, preparar, responder y recuperar)¹.

Cada uno de los países de la Unión Europea gestiona los riesgos de naturaleza catastrófica de una manera distinta, con un sistema asegurador privado o una combinación del sector privado y público. En un estudio llevado a cabo por la Comisión Europea, publicado en 2017,

se realizó un inventario de los mecanismos de seguros que cubren los riesgos de desastres relacionados con el clima aplicados en la Unión Europea y otros países. De los 12 países seleccionados para el estudio, se concluye que, en general, los mercados de seguros se pueden dividir en tres grandes grupos: *seguro voluntario* (Alemania, Austria, Italia y Bulgaria), *seguro semi-voluntario* (Dinamarca, Suecia, Polonia, Hungría y Reino Unido) y *compra obligatoria* (Francia, España y Rumanía). En el *seguro semi-voluntario*, la libertad puede verse restringida en el sentido de que existe una obligación no oficial para que, por ejemplo, los proveedores de hipotecas o los participantes en un contrato implícito entre partes interesadas participen en el mercado de seguros².

Por otra parte, el sistema asegurador español de riesgos extraordinarios es tomado como referencia de buena gestión a nivel internacional. El Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) es un organismo de especial relevancia en el mercado asegurador español, el cual provee de estabilidad técnica al segmento de los seguros multirriesgo. Una de sus actividades principales es la cobertura de los Riesgos Extraordinarios. Se trata de una cobertura que es la principal fuente de ingresos del CCS y en la que, para hacer frente a sus obligaciones, se emplean los recargos pagados por los asegurados y que son ingresados en el CCS por las entidades aseguradoras. Esta cobertura está vinculada a la contratación de una póliza de seguros de determinados ramos en los que la legislación establece la obligación de incluir la garantía de estos riesgos. El CCS, a cambio de dar esta cobertura, cobra un recargo que las compañías incluyen en la prima correspondiente y que se calcula aplicando la tarifa establecida sobre los capitales asegurados. Los recargos recaudados son utilizados para cubrir la siniestralidad de eventos extraordinarios y el propio funcionamiento del CCS, y la parte de los excedentes del ejercicio se acumulan en la reserva de estabilización que permite afrontar desviaciones de siniestralidad.

A pesar de la existencia de este tipo de mecanismos, sin embargo, siguen existiendo brechas importantes en la cobertura de estos riesgos extraordinarios producidos por la naturaleza. En este sentido, se estima que, en 2022, los desastres naturales provocaron pérdidas económicas mundiales de 275.000

millones de dólares, de los cuales 125.000 millones de dólares fueron cubiertos por seguros, lo que representa alrededor del 45% del total³. Este resultado continuó con una racha de elevadas pérdidas aseguradas globales desde 2017, después de un período benigno de 2012 a 2016, reafirmando una tasa de crecimiento anual promedio del 5% al 7% en las pérdidas vigentes desde 1992. Se prevé que esta tendencia continúe, impulsada por el crecimiento de la severidad de las pérdidas debido al aumento de las exposiciones de propiedades y valores en riesgo, la continua expansión urbana, el crecimiento económico y un contexto de intensificación de amenazas debido a los efectos del cambio climático.

Por otra parte, se prevé que las primas globales de *Property & Casualty* se duplicarán hasta alcanzar los 4,3 billones de dólares en 2040 (desde los 1,8 billones de dólares en 2020). Lo anterior, en virtud de que se anticipa que, en la composición de la cartera de *Property & Casualty*, los seguros de automotor (de menor riesgo) reduzcan su peso relativo frente a los ramos de daños y responsabilidad civil, que acarrearán un mayor riesgo. En este contexto, los riesgos relacionados con el clima inducirían un incremento del 22% de las primas globales de daños, hasta los 183 mil millones de dólares a lo largo de los próximos 20 años, pues es muy probable que las catástrofes relacionadas con fenómenos meteorológicos se vuelvan tanto más intensas como más frecuentes⁴.

Finalmente, cabe destacar que para las organizaciones internacionales que trabajan en el desarrollo sostenible, el seguro juega un papel fundamental en la mejora de la resiliencia financiera de la sociedad y la recuperación tras los desastres climáticos, mediante la transferencia y la gestión de riesgos. Entre otras iniciativas, numerosas aseguradoras se han unido a los *Principios de Aseguramiento Sostenible* promovidos por la Organización de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEPFI), que se presentaron durante la Cumbre de Desarrollo Sostenible Río +20. Estos *Principios* sirven como un marco global para que la industria de seguros aborde los riesgos y oportunidades ambientales, sociales y de gobernanza. Se trata de la iniciativa de colaboración más grande entre las Naciones Unidas y la industria de seguros.

Coberturas aseguradoras relacionadas con el proceso de construcción

Existen numerosas coberturas ofrecidas por las entidades aseguradoras asociadas al proceso de construcción residencial, las cuales incluyen todas aquellas que cubren los riesgos derivados de accidentes que puedan dañar las construcciones, montajes y máquinas en funcionamiento o robo de materiales, así como la responsabilidad civil contractual y/o extracontractual por daños a terceros, seguros de responsabilidad por lesiones personales o enfermedades profesionales de los trabajadores, seguros de responsabilidad civil profesional o seguros de garantía de calidad, entre otras. Estos seguros cubren normalmente a los contratistas, subcontratistas, propietarios de edificios o profesionales como ingenieros o arquitectos contra responsabilidades legales, daños a la propiedad y otras indemnizaciones relacionadas con la construcción.

Aunque en algunos mercados existen entidades aseguradoras que se especializan en este tipo de seguros para la construcción (las denominadas “*monoliners*”), no suelen tener grandes cuotas del mercado, ya que dichas coberturas son ofrecidas igualmente por las entidades aseguradoras que operan en seguros generales y, en particular, por los grandes grupos aseguradores internacionales. En la mayor parte de las jurisdicciones estas coberturas aseguradoras suelen ser un requisito legal, al menos para determinadas coberturas. Asimismo, en otros casos el seguro puede actuar como una alternativa a la aportación de fianzas o cauciones, protegiendo a las personas perjudicadas contra actos u omisiones accidentales.

Coberturas de riesgos relacionadas con los préstamos hipotecarios

Es habitual que las entidades financieras que conceden los préstamos hipotecarios (como parte de su esquema de originación o bien por el cumplimiento de normas regulatorias) exijan la contratación de un seguro de daños en el inmueble, pudiendo solicitar, además, la contratación de un seguro de Vida para el caso del fallecimiento de los deudores hipotecarios (en caso de ser obligatorios se suelen denominar *ventas de seguros vinculadas*). No obstante, en la mayoría de los casos el único seguro que se vincula de forma obligatoria al préstamo hipotecario es el de daños, teniendo el deudor

la libertad para contratarlo con la aseguradora que seleccione, cuyo producto debe reunir unas características mínimas (condiciones y nivel de prestaciones equivalentes tanto en la suscripción inicial como en cada una de las renovaciones).

En muchos casos, y aun sin ser obligatorios, las entidades originadoras o comercializadoras de las hipotecas ofrecen la posibilidad de contratar una serie de productos aseguradores o servicios combinados, los cuales aplican diversas bonificaciones que reducen el tipo de interés a aplicar en el préstamo hipotecario. Entre los productos que se ofrecen están los seguros de Vida riesgo, hogar, protección de pagos, salud e incluso el de autos, los cuales deben ser contratados debiendo mantenerse dicho contrato de seguro vigente y al corriente de pago (estos seguros que no resultan obligatorios para la concesión del préstamo se suelen denominar *ventas de seguros combinadas*).

La casuística en la forma de contratación de los seguros de Vida riesgo con coberturas de muerte e invalidez es amplia, desde pólizas temporales anuales renovables, en las que puede designarse o no al acreedor hipotecario como beneficiario del contrato de seguro, hasta modalidades de seguro de prima única, en ocasiones financiadas mediante el mismo crédito inmobiliario. El seguro de protección de pagos suele ser otra de las coberturas adicionales ofrecidas en caso de desempleo o incapacidad temporal, con el fin de garantizar el pago de las cuotas hipotecarias mientras dura esta situación. En ocasiones, su coste queda integrado en la cuota mensual del crédito cubierto por estas pólizas, pudiendo establecerse en la póliza franquicias y/o un plazo de carencia.

Por último, cabe señalar que es habitual que en las distintas jurisdicciones se limite la posibilidad de condicionar la concesión del préstamo hipotecario a la obligación de contratar estos seguros con entidades vinculadas a la entidad originadora. Ello busca estimular la competencia y tratar de evitar riesgos relacionados con la conducta de mercado⁵, debiendo las entidades originadoras admitir pólizas alternativas de otros proveedores con condiciones y nivel de prestaciones equivalentes tanto en la suscripción inicial como en cada una de las renovaciones⁶.

Coberturas de seguros que protegen el impago de alquiler

Los *seguros de impago de alquiler* protegen a los propietarios de inmuebles de la pérdida de ingresos por alquiler en caso de impago del inquilino, ofreciendo en la mayoría de los casos una cobertura de defensa jurídica para el arrendador. En ocasiones, la cobertura de impago de alquiler está incluida dentro de un seguro de hogar junto con otras garantías cubiertas. Típicamente, es un producto que va dirigido tanto a viviendas residenciales como a locales comerciales, y que suelen contratar particulares o empresas inmobiliarias. Aunque habitualmente se trata de un producto que contratan los propietarios, pueden hacerlo también los arrendatarios. En términos generales, en caso de que se produzca el impago del alquiler, el seguro asume el pago de las mensualidades pendientes en función de la póliza contratada, que suele fijar un límite de entre 6 a 12 meses, aplicando también importes máximos de indemnización.

Además de la cobertura de impago de alquileres, las aseguradoras ofrecen a los propietarios de inmuebles productos con coberturas más amplias, como son: la defensa jurídica del arrendador frente a conflictos derivados del contrato, como el juicio de desahucio por falta de pago de las rentas, la reclamación de daños y perjuicios, la defensa penal del arrendador y actuaciones y honorarios profesionales; adelantos por el total de las rentas impagadas una vez interpuesta demanda de desahucio, que se regularizarán una vez haya concluido el procedimiento judicial; indemnización por daños materiales ocasionados por actos vandálicos del inquilino; servicio telefónico de orientación jurídica; cerrajería y servicios técnicos adicionales, entre otros.

Para formalizar un seguro de impago de alquiler, lo habitual es que la aseguradora lleve a cabo previamente un estudio de viabilidad económica del inquilino. El precio del seguro dependerá del precio del alquiler, de las características de la vivienda y de las garantías adicionales que se quieran contratar. Otros factores que influyen en el coste del seguro es la franquicia y los límites establecidos en las indemnizaciones.

Los inquilinos morosos y los que causan daños a la propiedad son una preocupación para los

propietarios e inversores inmobiliarios a nivel global, incluso en aquellos países donde la tasa de morosidad es muy baja. En prácticamente todos los mercados analizados en este informe hay una cobertura específica para el impago de alquileres, ya sea a través de un seguro, una fianza o caución, o bien mediante alguna otra garantía de alquiler. En Alemania, por ejemplo, el seguro de alquiler nómada (*Mietnomadenversicherung*) tiene amplias coberturas para los daños causados a la propiedad. Los llamados “*nómadas de alquiler*” son inquilinos que a menudo no pagan el alquiler y que cuando se marchan dejan la vivienda devastada. En Japón, por su parte, son los inquilinos los que deben proporcionar garantías de alquiler, presentando un fiador solidario o una empresa garante en el momento de la celebración del contrato de arrendamiento. En Brasil, el seguro denominado *Fiança Locatícia* reemplaza el papel del avalista o fiador, y cubre los riesgos vinculados al arrendamiento. En España⁷, Estados Unidos, México y Reino Unido, el seguro más completo del hogar puede incluir coberturas de impago de alquiler, o bien pueden comercializarse productos específicos que cubren este riesgo (por ejemplo, fianzas o cauciones) junto con otros relacionados con el alquiler.

Finalmente, hay que hacer alusión al proceso de transformación digital que se está produciendo en todos los sectores de la economía y que, en el mercado inmobiliario, ha dado lugar en los últimos años al nacimiento de las denominadas “*proptech*”, empresas que aplican las innovaciones tecnológicas digitales en este sector. Su conocimiento de los clientes inmobiliarios les permite ofrecer nuevos servicios financieros relacionados con el mercado del alquiler, como los seguros, que gestionan a través de acuerdos con entidades aseguradoras.

Hipoteca inversa

Finalmente, como antes se ha indicado, hay otra actividad vinculada al sector asegurador asociada al funcionamiento del mercado inmobiliario residencial. Se trata de la denominada *hipoteca inversa*; un préstamo hipotecario otorgado por un intermediario financiero o una entidad aseguradora, a través del cual el propietario ofrece su vivienda como garantía del préstamo, recibiendo a cambio rentas mensuales, un pago único o una combinación de ambos. Este producto está

dirigido fundamentalmente a personas mayores con necesidad de financiación para diversificar sus ingresos como complemento a la pensión de jubilación.

Del análisis que se efectúa en el segundo capítulo de este informe, se desprende que, de momento, si bien la hipoteca inversa va ganando importancia, tiene todavía escasa implantación al ser un producto complejo que no admite una comercialización masiva. La cantidad del préstamo es un cálculo individual del porcentaje del valor de la vivienda, determinado por elementos como la edad del propietario, la esperanza de vida o las tasas de interés del país. El mayor grado de desarrollo de este mercado se encuentra actualmente en los Estados Unidos, en donde, hasta noviembre 2022, han comercializado aproximadamente 1.296.065 hipotecas inversas⁸. En ese mercado, el producto más habitual es el denominado “*Home Equity Conversion Mortgage*” (HECM), que es una hipoteca inversa asegurada por el gobierno federal, al estar respaldada por el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD), y disponible solo a través de prestamistas que han sido aprobados por la Administración Federal de Vivienda (FHA). Se trata de un producto normalmente sujeto a una regulación específica.

Así, la hipoteca inversa es un producto en proceso de desarrollo en buena parte de los mercados financieros, aunque aún con muy diferentes niveles de avance. La Tabla 1.1 presenta una síntesis de las principales características de las regulaciones sobre la hipoteca inversa identificadas en los mercados analizados en este informe.

1.2 Principales magnitudes analizadas

Como ha quedado establecido, por sus amplias y diversas necesidades de cobertura, el mercado inmobiliario constituye una de las actividades económicas de mayor relevancia en la dinámica del sector asegurador. Ello es así, tanto por el *lado de la demanda* aseguradora, en el que se encuentran los hogares, las empresas y demás instituciones públicas y privadas propietarias de los inmuebles o titulares de algún derecho sobre los mismos, como por el *lado de la oferta*, en el que se encuentran las promotoras inmobiliarias, constructoras, entidades financieras y profesionales de la inge-

Tabla 1.1
Países seleccionados: principales características de la hipoteca inversa

	Estados Unidos ¹	España ²	Reino Unido	Alemania ³	México	Japón ⁴	Corea del Sur
Requisitos							
Edad mínima	62 (55)	65 (70)	55	65	60 (65)	60 (50)	55
Vivienda							
Obligatorio residencia habitual	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	-
Obligatorio libre de cargas	No; poseer 50% del capital	Sí	Sí	Sí	Sí	-	-
Venta permitida	No	No	No	No	No	No	-
Alquiler permitido	No	Sí	No	Sí	Sí	No	-
Importe mínimo del valor de la vivienda	140.539,3 USD (150.000 €)	-	84.645,4 USD (70.000-100.000 €)	-	108.520 USD (200.000.000 MXN)	453.940 USD (¥60.000.000 JPY)	480.256,68 USD (900.000.000 KRW) máximo
Apartamentos permitidos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Excluidos	80% apartamentos de lujo
Cuantía del préstamo							
Cuantía máxima	1.100.000 USD	En función de la esperanza de vida y del valor del inmueble	120.922 USD (10.000-45.000 €)	-	En función de la edad y las tasas de interés del momento	118.653,12 USD (¥16.220.000 JPY)	-
Porcentaje	51-77	80 (máximo)	25-60	60-80	70 (mínimo)	50 (30)	-
Fiscalidad							
Renta	Renta exenta	Renta exenta	Renta exenta	Renta exenta	Renta exenta	-	Renta exenta
Tipos de interés pagados	Deducible cuando se cancele el préstamo	No deducible	-	-	-	-	-
Características							
Año del primer registro histórico	1961	2005	1965	-	2009	1982	2007
Año de la regulación	1980	2007	1991	-	2013	2007	2009
Esperanza de vida (último año disponible)	77,28	83,3	80,9	80,9	75,13	84,62	83,5
Población con más de 65 años con propiedad (%)	80,7	77,8	69	75,6	80,9	80,7	79,1
Edad solicitante promedio	73	67-74	68-70	-	-	69	-

Tabla 1.1 (continuación)
Países seleccionados: principales características de la hipoteca inversa

	Estados Unidos ¹	España ²	Reino Unido	Alemania ³	México	Japón ⁴	Corea del Sur
Legislación							
Organismo regulador	FHA (Federal Housing Administration)	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	FCA (Financial Conduct Authority)	BaFin (Autoridad Federal de Supervisión de Finanzas)	CNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores)	JHF (Japan Housing Finance Agency)	FSC (Financial Services Commission)
Ley reguladora vigente	Ley de Seguro Federal de Vivienda de 1987, Ley de Estabilización de Hipotecas Inversas de 2013	Ley 41/2007, 7 de diciembre BOE	Ley de Servicios y Mercados Financieros (Financial Services and Markets Act) de 2000	Ley de Supervisión de Seguros "VAG"	Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros	Ley de Protección de Consumidores Financieros y el Ministerio de Finanzas	Ley de Servicios Financieros y la Comisión de Servicios Financieros
Herencia	Distingue expedición antes o después del 04/08/2014	Tras el fallecimiento del propietario y último beneficiario, pagar deuda	Pagar la deuda para la titularidad	Entrar en el contrato de préstamo y devolver el financiamiento	Pagar la deuda para la titularidad (6 meses para decidir)	Pagar la deuda para la titularidad	Cónyuge y luego herederos
Titularidad							
Existe transmisión	No	Vivienda inversa	Lifetime mortgages	Solo en anualidades inmobiliarias	No	-	-
No existe transmisión	Sí	Hipoteca inversa	Home reversion plans	Sí	Sí	-	-
Características comerciales							
Producto principal	HECM 90%	Vitalicia	Lifetime mortgages	Umkehrhypothek	Pensión hipotecaria	Reverse 60	JooTaekYeonKeum
Modalidades	Pago global o mensual	Vitalicia, temporal o pago único	Lump sum or drawdown	Pago único (15-35% valor), pago mensual	-	Directo (gobierno), indirecto (entidad financiera)	Por tipo de propiedad, tipo propiedad modificada o a plazo
Tipos de interés	Fijo (pago global) y variable (pago mensual)	Fijo	Variable y altas	Variable	Fijo	Variable mensualmente	-
Destino de los fondos	Diversificar ingresos	Complemento de la pensión	Diversificar ingresos	Complemento de la pensión	Necesidad de liquidez en la jubilación	Obligatorio construcción, compra, o renovación de vivienda, refinanciación	Necesidad de liquidez
Complementos adicionales	Obligatorio seguro inundaciones (zonas FEMA)	-	-	-	-	Incluye seguro contra incendios	Descuento del 25% en el impuesto sobre bienes inmuebles, 75% en el impuesto de matriculación y el impuesto local de educación

Fuente: MAPFRE Economics

- 1/ Expedida antes, Cesión de Elección Opcional de Hipoteca (MOE) el cónyuge puede seguir residiendo. Expedida después, el cónyuge debe reunir una serie de requisitos para ser elegible para seguir residiendo.
2/ Requisito de edad o un grado de discapacidad >= 33%. La excepción de a la hipoteca inversa atípica (que no cumpla alguno de estos requisitos), no se le aplicarán los beneficios fiscales ni las reducciones arancelarias de la ley.
3/ Pago único (15-35% valor), pago mensual (60-80 valor).
4/ Financiación del 30% entre los 50-60 años, y del 50% teniendo 60 o más.

nería, arquitectura, agentes inmobiliarios o tasadoras, entre otros muchos.

En este contexto, es importante destacar que el objeto de análisis realizado en el presente estudio⁹ se ha centrado en el *mercado inmobiliario residencial*. Así, los indicadores seleccionados para el análisis se han clasificado en función de su relevancia para los mercados aseguradores, incluyendo, entre otros, el parque de viviendas y el saldo hipotecario, además de las proyecciones poblacionales e indicadores macroeconómicos utilizados para la elaboración de un índice sintético de potencial de los mercados inmobiliarios para el sector asegurador¹⁰.

En este sentido, a continuación se detalla el conjunto de indicadores empleados en el análisis objeto de este estudio¹¹. Como antes se apuntó, se trata de indicadores relacionados con la actividad inmobiliaria, específicamente orientados al *mercado residencial*. Estos indicadores se han empleado para llevar a cabo una valoración comparativa de experiencia internacional, la cual se incluye en el segundo capítulo de este informe. Para el desarrollo de dicho análisis, se han seleccionado los mercados inmobiliarios de ocho países, tratando de que la muestra permita capturar las principales características de esos mercados en función tanto de sus particularidades re-

gionales (América, Europa y Asia Pacífico) como de sus niveles de desarrollo relativo (avanzados y emergentes). En este sentido, la muestra analizada comprende los mercados inmobiliarios de los Estados Unidos, México, Brasil, Reino Unido, España, Alemania, Japón y Corea del Sur.

Indicadores de mayor relevancia para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

Dos indicadores de especial importancia para el sector asegurador son el parque de viviendas y su crecimiento (construcción de nuevas viviendas), dado que su crecimiento genera potenciales pólizas para los seguros con coberturas para el hogar y las comunidades de propietarios, además de los seguros específicos relacionados con el periodo de su construcción y las posibles responsabilidades que puedan surgir una vez finalizada la obra, relacionadas con su ejecución.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

El saldo del crédito hipotecario vivo y la constitución de nuevas hipotecas son igualmente indicadores importantes para la actividad asegu-

Gráfica 1.2
Mercados de referencia para el análisis



Fuente: MAPFRE Economics

radora, al estar directamente relacionados con los capitales asegurados en los seguros de Vida que cubren el riesgo de fallecimiento e invalidez de los titulares de las deudas hipotecarias. El saldo del crédito hipotecario es, además, uno de los componentes seleccionados en la elaboración del indicador sintético de potencial del mercado inmobiliario para el sector asegurador.

Formación bruta de capital (inversión en viviendas privadas)

El componente del producto interior bruto (PIB) correspondiente a la inversión en viviendas privadas es también uno de los indicadores macroeconómicos fundamentales para entender la dinámica de la actividad inmobiliaria y, por ende, para valorar el impacto sobre la actividad aseguradora. Por ello, este es otro de los indicadores seleccionados en la elaboración del indicador sintético de potencial del mercado inmobiliario para el sector asegurador que se incluye en este informe. Ello se debe a su relación con la construcción de nuevas viviendas y su disponibilidad en un universo amplio de países que ofrecen este desglose en sus cuentas nacionales.

Proyecciones poblacionales

Los datos actuales de la población y las proyecciones sobre su evolución en las próximas décadas¹², es otro de los indicadores relevantes para estimar el potencial de la actividad inmobiliaria en un país. Por esa misma razón, se trata de otro dato que ha sido considerado en la elaboración del indicador sintético de potencial del mercado inmobiliario para el sector asegurador, específicamente por su importancia en la evolución futura del parque de viviendas.

Renta personal disponible

Se trata de un indicador macroeconómico relevante tanto desde el punto de vista del mercado inmobiliario como del mercado asegurador, por su elevada correlación con el comportamiento del volumen de negocio medido en términos de primas de seguros. Constituye, además, otro de los indicadores relevantes considerado en la elaboración del indicador sintético de potencial del mercado inmobiliario para el sector asegurador.

Evolución de los seguros vinculados al hogar, Vida riesgo, seguros de ingeniería y otras coberturas asociadas al proceso de construcción residencial

En cada uno de los mercados analizados en el capítulo segundo de este informe, se hace referencia a las líneas del negocio asegurador relacionadas con el mercado inmobiliario residencial. Se trata de un análisis descriptivo de las coberturas más habituales que se han encontrado en cada uno de ellos y, en la medida en que ha sido posible disponer de la información, del volumen de negocio y su rentabilidad¹³.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

Los valores emitidos con garantía hipotecaria (*covered bonds*) y las titulizaciones (*securitizations*) son activos financieros derivados de la actividad inmobiliaria en los que invierten habitualmente las entidades aseguradoras, por adecuarse muchas de estas emisiones a su perfil de riesgo. Ello es especialmente significativo para aquellas que cumplen con los requisitos de elegibilidad que les sujeta a menores requerimientos de capital que los bonos corporativos no garantizados, en función de los requerimientos regulatorios aplicables en las distintas jurisdicciones, en particular en aquellas que aplican criterios cuantitativos sensibles a la reducción del riesgo que otorga la garantía del valor del inmueble aportado como colateral. Para los distintos mercados de referencia objeto de este estudio, se ha incluido un análisis del grado de desarrollo y el volumen de emisiones de este tipo de activos financieros, así como de una serie de indicadores que se toman como referencia en la valoración de riesgos¹⁴, como el ratio préstamo-valor, préstamo ingreso, la tasa de morosidad, o la evolución de las ejecuciones hipotecarias.

Hipoteca inversa

La necesidad de complementar las pensiones públicas de jubilación con otras fuentes de ingresos ha abierto la posibilidad a las entidades aseguradoras para ofrecer productos destinados a este fin. Entre ellos se encuentra la *hipoteca inversa*, que se configura como un préstamo hipotecario a través del cual el

propietario otorga su vivienda como garantía, conservando su uso, recibiendo a cambio rentas mensuales, un pago único o una mezcla de ambos. En el análisis de los distintos mercados de referencia en este informe se ha incluido una referencia específica a las características principales de las hipotecas inversas ofrecidas y de su grado de desarrollo.

Otros indicadores de interés

Transacciones inmobiliarias y precios de la vivienda

Para cada uno de los mercados de referencia analizados en este estudio se ha incluido información respecto del número y volumen de transacciones inmobiliarias de vivienda. Asimismo, se ofrece un análisis comparativo entre la evolución de los precios de la vivienda y el índice general de precios en una serie histórica¹⁵, a fin de identificar los diferentes patrones de crecimiento de los precios.

Tipos de interés hipotecarios y brecha de crédito a los hogares

Los tipos de interés hipotecarios y el crédito son dos indicadores relevantes que tienen influencia sobre el número de viviendas nuevas iniciadas y lanzadas al mercado, el número de transacciones y el precio de la vivienda¹⁶. Asimismo, en relación con el crédito hipotecario se muestra una serie histórica de la brecha de crédito a los hogares (*credit to households to GDP gap*), calculada siguiendo la metodología del Banco de Pagos Internacionales (BIS) para las exigencias del colchón anticíclico a las entidades de crédito¹⁷, incluyendo una comparativa con la evolución de un índice de precios y del inicio de nuevas viviendas.

Alquiler residencial, asequibilidad y programas de ayuda para la adquisición de vivienda

Por último, en aquellos mercados de referencia en los que se disponía de información y se ha considerado relevante, se ha incluido una breve referencia a cuestiones relacionadas con la asequibilidad y algunos de los programas implementados como ayuda a los hogares más desfavorecidos para la adquisición de la vivienda.

2. Análisis de mercados de referencia

2.1 Estados Unidos

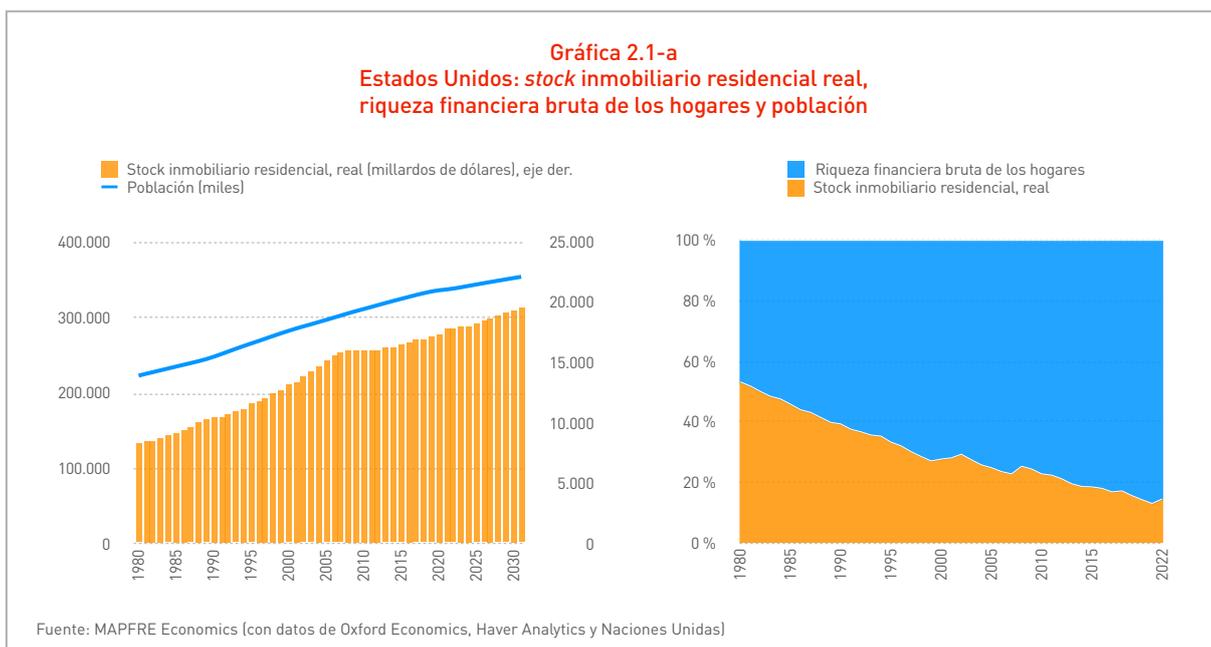
Introducción

El valor estimado del *stock* inmobiliario residencial de los Estados Unidos en 2023 asciende a 17,9 billones de dólares¹⁸. Este valor representa en torno al 90% del PIB, frente a un valor de la riqueza financiera bruta de los hogares en ese país estimada en 107 billones de dólares¹⁹ (538% del PIB). Debe señalarse que la evolución del *stock* inmobiliario residencial en las últimas cuatro décadas en ese país muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo en la riqueza de los hogares ha venido decreciendo a lo largo de ese período (véase la Gráfica 2.1-a).

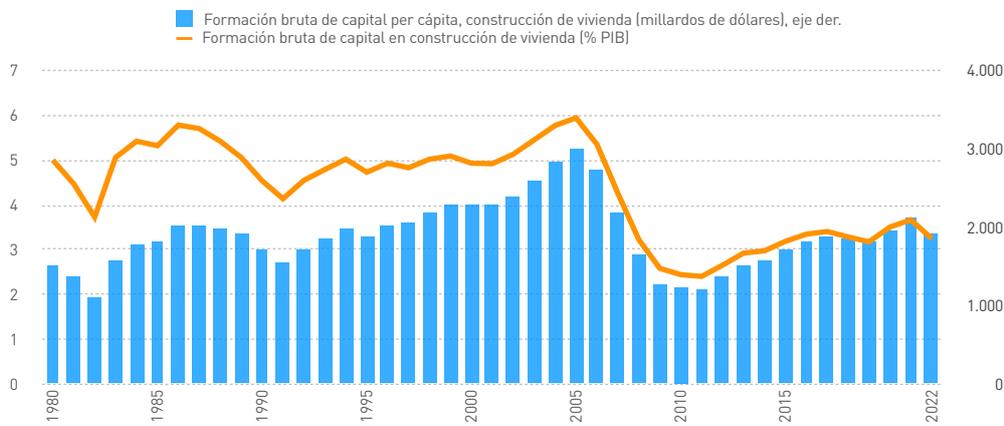
Por otra parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en relación con el PIB de los Estados Unidos muestra dos periodos diferenciados. El primero de ellos, que va desde 1980 hasta el año 2006, en el que se mantuvo en un promedio en torno al 5% del PIB (con un máximo en el año 2005 del 5,9%), y el segundo

período, que se sitúa entre los años 2007 a 2022, con un promedio en torno al 3,1% y un mínimo en el año 2011 del 2,4% (véase la Gráfica 2.1-b).

Como se sabe, Estados Unidos cuenta con el mercado de capitales más desarrollado del mundo. Esta característica ha facilitado la financiación del mercado inmobiliario, lo que se traduce en un elevado volumen de emisiones de instrumentos financieros que complementan y proveen de liquidez a la financiación bancaria, facilitado además por la operación de una serie de entidades patrocinadas por el gobierno de ese país (*Government-Sponsored Enterprises, GSEs*). Las tres principales GSEs son: Fannie Mae, Fredy Mac (estas dos agencias adoptan la forma de compañías privadas cotizadas en la bolsa de Nueva York), y Ginnie Mae (agencia esta última que adopta la forma de empresa pública vinculada al Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de los Estados Unidos, la *Federal Housing Administration, FHA*).



Gráfica 2.1-b
Estados Unidos: formación bruta de capital en construcción de vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

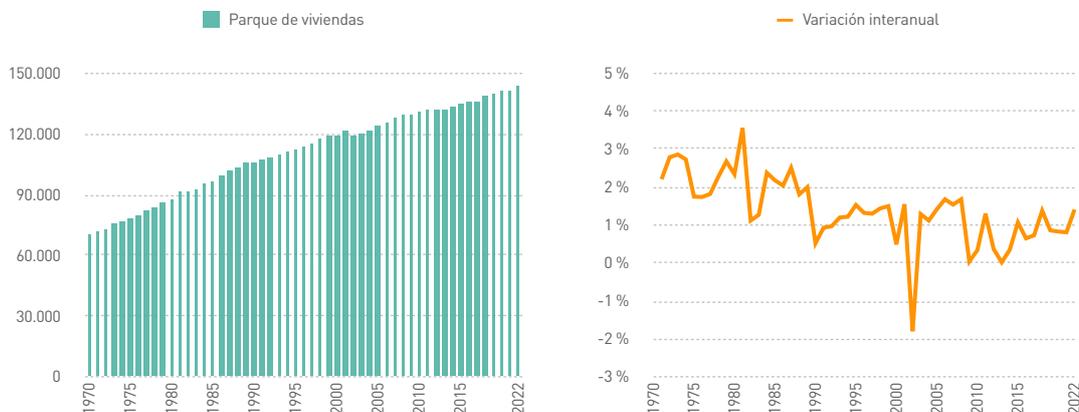
Parque de viviendas

En los Estados Unidos, el parque de viviendas a diciembre de 2022 se situaba en 143,9 millones de unidades²⁰, de las cuales las viviendas ocupadas suponían el 89,9%. Al comparar la evolución desde 1971, se observa que se ha duplicado el número total de viviendas (71,3 millones en 1971) con un incremento desde

entonces del 101,8% (véase la Gráfica 2.1-c y la Tabla 2.1-a). Este crecimiento siempre ha sido positivo y sostenido en el tiempo con variaciones superiores al 1% anual, salvo en el año 2002 donde se cambió el índice base al año 2000.

Cabe señalar que uno de los factores que ha contribuido a impulsar el parque de viviendas en ese país ha sido el crecimiento acelerado de nuevos hogares en la población de 35 a 44 años. Sin embargo, en la serie analizada se aprecia que desde el año 2007 se produce una desaceleración en el crecimiento del parque de viviendas y, desde 2010, la nueva construcción

Gráfica 2.1-c
Estados Unidos: parque de viviendas
(número de viviendas, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Census)

Tabla 2.1-a
Estados Unidos: estimaciones del inventario total de viviendas
 (miles)

	Diciembre 2021	Diciembre 2022	Variación 2022-2021	% sobre el total 2021	% sobre el total 2022
Todas las viviendas	142.602,0	143.950,0	0,9 %		
Vacante	14.999,0	14.554,0	-3,0 %	10,5 %	10,1 %
Vacante todo el año	11.227,0	10.950,0	-2,5 %		
En alquiler	2.647,0	2.760,0	4,3 %		
Sólo en venta	727,0	719,0	-1,1 %		
Alquilado o vendido	946,0	813,0	-14,1 %		
Se mantiene fuera del mercado	6.907,0	6.657,0	-3,6 %		
Para uso ocasional	2.050,0	2.010,0	-2,0 %		
Ocupada temporalmente con residencia habitual en otro lugar	1.169,0	1.110,0	-5,0 %		
Por otros motivos	3.687,0	3.536,0	-4,1 %		
Vacante estacional	3.771,0	3.604,0	-4,4 %		
Ocupadas	127.604,0	129.396,0	1,4 %	89,5 %	89,9 %
Ocupada por el propietario	83.583,0	85.224,0	2,0 %	58,6 %	59,2 %
Ocupadas por el inquilino	44.021,0	44.172,0	0,3 %	30,9 %	30,7 %

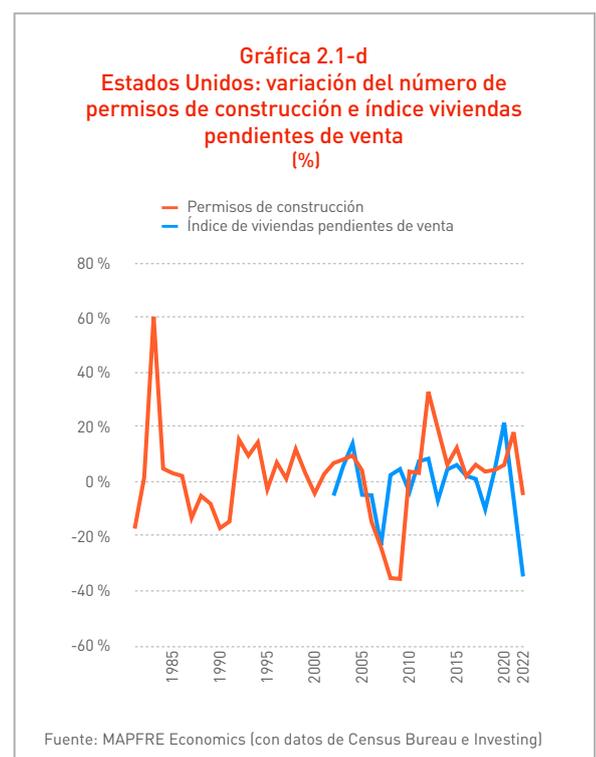
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Censu)

no ha seguido el ritmo del crecimiento de los hogares. Esta situación ha producido un mercado inmobiliario cada vez más ajustado, con una oferta de viviendas nuevas concentrado cada vez más en casas más grandes y menos asequibles, lo que ha repercutido en el mercado con un aumento de la demanda de alquiler²¹. La pandemia, por su parte, vino a incrementar la demanda de viviendas unifamiliares.

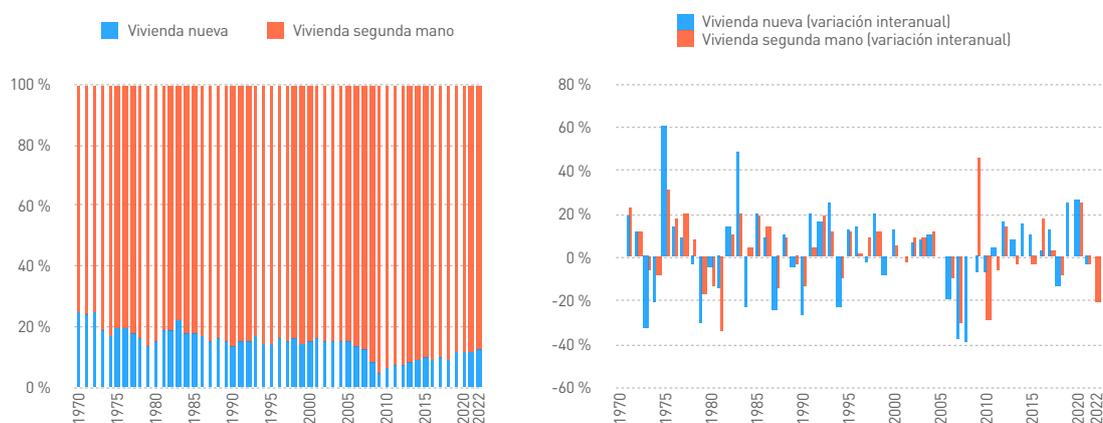
Construcción y venta de viviendas nuevas

En 2022, el número de permisos aprobados para la construcción de nueva vivienda en los Estados Unidos ascendió a 1.651.857 unidades, lo que implicó una caída del -4,9% respecto al año anterior (con 1.736.982 permisos). Esto supuso una caída del -5,0% en términos interanuales, la cual puede estar relacionada con la escasez en mano de obra, los problemas de suministros, la inflación y el aumento de los tipos de interés que ralentizan el crecimiento de los hogares junto con el de la economía. Por regiones, la Noroeste registra 142.199 permisos de construcción, seguida de la región Oeste, con 392.202 permisos, ambas por encima de la media total²². La Gráfica 2.1-d muestra cómo han evolucionado, desde 1980, los permisos de construcción, con tres momentos importantes:

el primero de ellos, en 1984, cuando se incrementó en un 60% el número de permisos otorgados para la construcción; el segundo, que cubre el periodo de 2007-2010, cuando decreció hasta un -35%, y el tercero, con el



Gráfica 2.1-e
Estados Unidos: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano
(estructura de distribución, %; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis)

repunte del año 2013 al alcanzar un crecimiento del 20%.

En cuanto al total de ventas de viviendas nuevas²³, dato especialmente relevante para el sector asegurador por suponer un potencial de nuevas pólizas relacionadas con los seguros del hogar, en 2022 se estima ascendieron en torno a 641.000, de las cuales alrededor del 20% fueron viviendas vendidas sobre plano, el 49% viviendas en construcción y el 31% restante fueron vendidas tras finalizar la construcción. Por otra parte, en torno al 76% de las viviendas nuevas fueron financiadas de manera convencional (es decir, sin la participación del gobierno), el 18% fueron financiadas por la Federal Housing Administration (FHA), y el resto fueron pagadas en efectivo. Al finalizar ese año existían 456.000 viviendas pendientes de venta, siendo el ratio sobre las viviendas vendidas del 71,1%. Lo anterior supone que el número promedio de meses que llevan en venta desde la finalización de la construcción es de 2 meses, comparado con los 3,2 meses del año anterior. Finalmente, la Gráfica 2.1-e ilustra la proporción que representaron las ventas de viviendas nuevas respecto a las ventas de segunda mano.

Evolución de los seguros vinculados al hogar

En los Estados Unidos, el porcentaje de hogares que cuentan con un seguro de hogar es muy elevado (alrededor del 95%), ya que las hipotecas suelen exigir como condición la

existencia de una póliza para la concesión del préstamo. Se calcula que el índice de penetración de los seguros del hogar en la economía, representado por el peso que las primas de seguros de hogar tienen sobre el producto interior bruto (PIB), ha pasado del 0,34% en el año 2000 al 0,52% en 2021²⁴. Asimismo, cabe puntualizar que alrededor del 65% tienen la vivienda en régimen de propiedad. Del 35% restante (en régimen de alquiler), alrededor del 40% contratan un seguro de inquilino. Además, muchas aseguradoras combinan las pólizas de hogar con las de automóvil y ofrecen una prima más baja por la cobertura combinada.

De acuerdo con la última información disponible producida por el Insurance Information Institute para 2019, las primas del seguro de hogar para los propietarios se situaban en la media de 1.272 dólares, mientras que las primas del seguro de hogar para las viviendas en alquiler se situaban en promedio en 174 dólares. En el año 2000, sin embargo, suponían 508 dólares y 175 dólares, respectivamente.

Por otra parte, el ratio de siniestralidad y el ratio de gastos han pasado, respectivamente, del 72,8% y 29,7% en 2012, al 76% y 27,9% en 2021. De esta forma, el ratio combinado ("after dividends") ha empeorado, pasando del 103,0% al 104,3% en ese lapso. Analizando la siniestralidad por coberturas, se observa que el mayor número de siniestros del hogar son por

viento (45,5%), seguidos de los ocasionados por incendio (23,8%) y agua (19,9%). Cabe señalar que respecto de las inundaciones existe un programa especial, el Programa Nacional de Seguro Contra Inundaciones (NFIP), el cual permite a los propietarios de vivienda, dueños de empresas e inquilinos en las comunidades participantes de programa comprar seguros contra inundaciones respaldados por el gobierno federal. Este seguro ayuda a cubrir los costos de reparación de los daños causados por inundaciones en edificios y en sus contenidos. Debe puntualizarse que el seguro federal contra inundaciones no es un programa de asistencia para desastres, sino que es un programa de seguro establecido para ayudar a los propietarios a recuperarse más rápidamente después de una pérdida. De acuerdo con la información del Insurance Information Institute, en 2021 las primas de seguro privado para inundación alcanzaron los 506 millones de dólares.

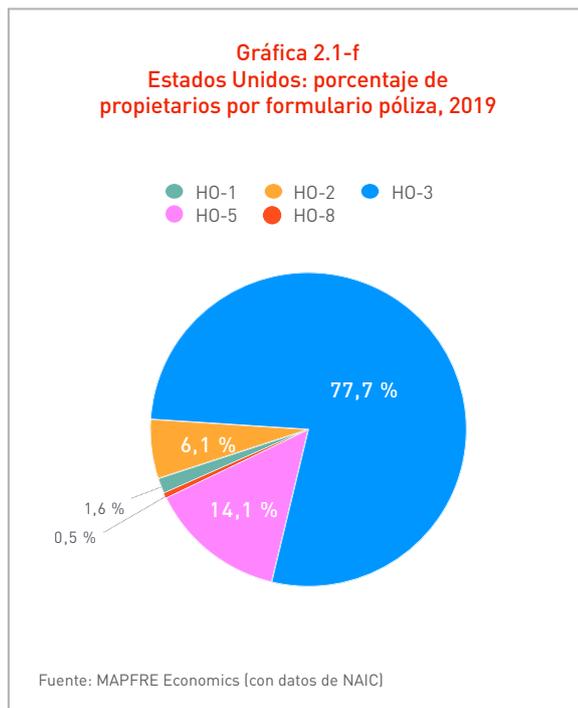
Las coberturas de las pólizas de propietarios se clasifican en distintos formularios estándar dependiendo de si la propiedad está ocupada por el propietario (los formularios son HO-1, HO-2, HO-3, HO-5 y HO-8), o si está ocupada por el inquilino (HO-4 cubre la responsabilidad civil y los riesgos por el HO-2), o bien mediante el formulario del propietario de la unidad de condominio/cooperativa política (HO-6), aunque muchas aseguradoras utilizan sus propios formularios²⁵.

Las pólizas HO-3 son de cobertura todo riesgo y amparan los riesgos de pérdida de bienes físicos, salvo exclusiones como terremoto e inundación. Las pólizas HO-2 son de cobertura ampliada, es decir, además de los riesgos cubiertos en la tipo HO-1 (solo cobertura básica para edificios) cubren el derrumbe de edificio entre otros, mientras que las pólizas tipo HO-5 cubren todo riesgo sobre inmuebles y bienes muebles, y las HO-8 ofrecen una cobertura cuyo costo de reposición supera con creces el valor de mercado, cubriendo al propietario de una vivienda antigua que tiene problemas para contratar un seguro estándar. La mayoría de los planes cubrirán el coste de un alojamiento alternativo tras la acción de un riesgo asegurado. Según datos de la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC), en 2019 el 77,7% son pólizas del tipo HO-3. La estructura de distribución completa de estas

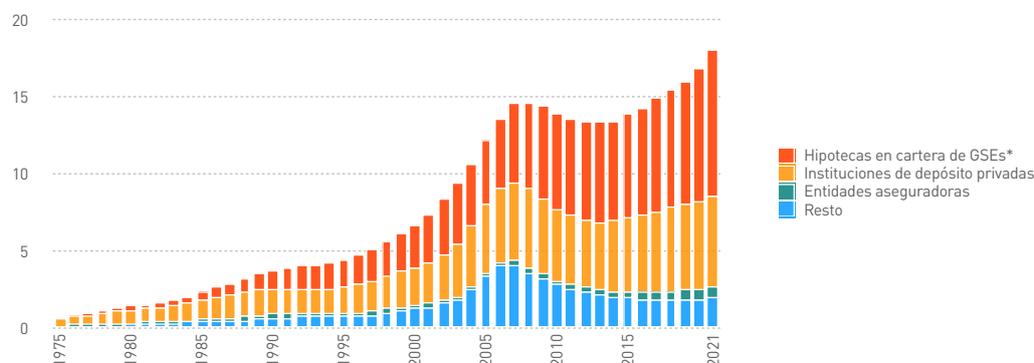
diferentes modalidades se presenta en la Gráfica 2.1-f.

Debe señalarse que muchos factores afectan el costo del seguro del hogar, lo que genera grandes diferencias en las primas promedio en los Estados Unidos. En general, los valores inmobiliarios y los costos de construcción tienden a ser más altos en áreas de mayor densidad de población. Asimismo, el grado de exposición a terremotos, huracanes o tornados afecta al costo del seguro para los propietarios de viviendas. La exposición a terremotos es mayor en la zona de California, mientras que la de huracanes es mayor en áreas cercanas al Golfo de México y al océano Atlántico, y la exposición al daño de los tornados es mayor en el centro y suroeste de los Estados Unidos.

En este sentido, el comportamiento del mercado inmobiliario estadounidense está muy marcado por las pérdidas sufridas por las catástrofes naturales (vientos, inundaciones, incendios forestales y terremotos), aspecto que ha venido a incrementar en los últimos años la siniestralidad, por lo que las entidades aseguradoras comenzaron a aumentar las primas por la exposición ante este tipo de riesgos naturales desde 2018, incrementando generalmente todas las tarifas. Esto viene a generar brechas de protección por los riesgos que las entidades aseguradoras no tienen capacidad de cubrir. Entre los mecanismos



Gráfica 2.1-g
Estados Unidos: distribución deuda hipotecaria total por inversores
(billones de dólares)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

*Freddie Mac, Fannie Mae, Ginnie Mae

para tratar de compensar la indisponibilidad de cobertura en las zonas de riesgo, se aplican planes del tipo del *Fair Access to Insurance Requirements* (FAIR), diseñados para facilitar el acceso al seguro a quienes tienen dificultades para obtenerlos de aseguradoras privadas por tener una propiedad en una zona considerada de alto riesgo.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Saldo hipotecario

El saldo hipotecario vivo y la constitución de nuevas hipotecas son dos indicadores importantes para el negocio asegurador, al estar directamente relacionados con los capitales asegurados en los seguros de Vida que cubren el riesgo de fallecimiento de los titulares hipotecarios. En los Estados Unidos, en 2021 (último dato disponible), la deuda hipotecaria ascendió a 18,04 billones de dólares, de los cuales 12,5 billones de dólares se corresponden a hipotecas residenciales de una a cuatro familias, 1,9 billones de dólares a hipotecas residenciales multifamiliares, y 3,3 billones de dólares a hipotecas comerciales²⁶. De 2007 a 2019, esta deuda se ha situado en promedio en los 13,9 billones de dólares, mientras que, en 2021, la deuda ha aumentado un 7,5%, es decir, en 1,3 billones de dólares (véase la Gráfica 2.1-g).

Nuevas hipotecas constituidas

El importe de las hipotecas en los Estados Unidos ha crecido de manera importante, especialmente desde 1998 y hasta 2007, cuando se estanca por la gran recesión. No es sino hasta 2014 cuando ese importe vuelve a crecer de manera sostenida hasta alcanzar los 18,04 billones de dólares en 2021 (último dato disponible). De ese total, 9,42 billones de dólares (52,2%) forman parte del activo de empresas patrocinadas por el gobierno (Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae, básicamente) y 5,9 billones de dólares (32,7%) corresponden a instituciones de depósito privadas. Por su parte, las entidades aseguradoras mantenían 0,72 billones de dólares (4,0%) de activos hipotecarios en sus carteras.

Fannie Mae y Freddie Mac exigen que cada propiedad esté cubierta por un seguro sobre la propiedad y responsabilidad civil durante la vigencia del préstamo hipotecario²⁷. Las pólizas de seguro deben incluir cobertura contra incendios, viento, huracanes, granizo, inundaciones y riesgos localizados, cuando proceda, y prever que las reclamaciones se liquiden sobre la base del coste de reposición²⁸. No exigen, sin embargo, un seguro de Vida para caso de muerte asociado al crédito hipotecario, pero si disponen del mismo puede facilitar su condición de elegibles para su adquisición por parte de estas agencias.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

En los Estados Unidos, además de los seguros de Vida riesgo tradicionales²⁹ que pueden actuar como cobertura de préstamos de forma independiente, existe una modalidad de seguros de Vida riesgo específicamente vinculados a créditos cuyas primas alcanzaron en 2021 los 581,5 millones de dólares³⁰, presentando este último año un ratio de siniestralidad del 64%, superior a la media (47,6%) de los últimos diez años en más de 17 puntos porcentuales (pp), a consecuencia de los excesos de mortalidad sufridos durante las peores fases de la pandemia³¹. Esta situación afectó también al volumen de producción, el cual descendió significativamente en esos dos años. Esto, sumado a la tendencia que presentaban las primas en la serie histórica de la década 2012-2021, llevó a un descenso en el volumen de primas de este tipo de seguros del -23,1% (véase la Tabla 2.1-b).

Analizado por entidades aseguradoras, las cuatro con mayores primas de Vida y con mayor siniestralidad fueron CMFG Life Ins, American Health, Life of the South y Minnesota Life Ins. Las 4 primeras entidades suponen más del 69% de la cuota de mercado de las primas netas emitidas de Vida crédito. Por su parte, analizado por estados, Texas (14,05%), Louisiana (7,19%), Florida (5,23%) y Carolina del Norte (5,03%) son los que representan mayor cuota del mercado total de primas netas emitidas de Vida crédito.

En cuanto a las cifras de siniestralidad, el estado de Texas, con 50,7 millones de dólares, Carolina del Norte, con 23,2 millones de dólares, Georgia, con 22,5 millones de dólares, y Florida, con 21,4 millones de dólares, fueron los que encabezaron el mayor volumen de siniestralidad en 2021. En términos relativos, los cuatro estados que presentaron un mayor ratio de siniestralidad (siniestralidad/prima imputada) fueron: Rhode Island (182%, dato completamente atípico a consecuencia de la mortalidad provocada por la pandemia), Maine (99,8%), Georgia (92%) y Pennsylvania (93%).

Hipoteca inversa

Según la Oficina del Censo de Estados Unidos, el 36% de los hogares estadounidenses están actualmente ocupados por personas solteras de 50 años o más, lo que representa un total de casi 26 millones de personas. Además, uno de cada seis estadounidenses de 55 años o más no tiene hijos, y más del 60% de los adultos mayores que viven solos son mujeres.

Las *hipotecas inversas* son una herramienta financiera versátil. De acuerdo con datos de la National Reverse Mortgage Lenders Association, hasta noviembre 2022, aproximadamente 1.296.065 hogares en Estados Unidos han utilizado el mecanismo de la hipoteca inversa, convirtiendo el capital neto de su vivienda en efectivo sin tener que vender la propiedad. Los datos más recientes del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de Estados

Tabla 2.1-b
Estados Unidos: desempeño del seguro de Vida crédito
(miles de dólares)

	Primas netas emitidas	Primas reales devengadas	Siniestros directos ocurridos	Ratio de siniestralidad (%)
2012	756.054	799.020	365.302	45,7 %
2013	740.184	738.353	352.190	47,7 %
2014	738.758	726.912	345.629	47,6 %
2015	731.494	722.012	326.421	45,2 %
2016	671.891	704.773	312.016	44,3 %
2017	627.490	654.925	299.557	45,7 %
2018	635.552	637.715	291.506	45,7 %
2019	661.581	642.365	274.304	42,7 %
2020	534.885	583.929	297.615	51,0 %
2021	581.469	566.604	362.629	64,0 %
Promedio 2012-2021	667.936	677.661	322.717	47,6 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la NAIC)

Unidos (HUD) revelan que la edad promedio de los solicitantes de hipotecas inversas ha disminuido de 77 a 73 años (2022). Asimismo, según el Instituto de Investigación de Mercado de la Vivienda, la mayoría de los titulares de hipotecas inversas proviene de los estados de California, Florida, Texas y New York, en tanto que el promedio de la hipoteca inversa se estimó en alrededor de 90.000 dólares.

De acuerdo con cifras de la Asociación Nacional de Propietarios de Vivienda, la tasa de participación de las hipotecas inversas entre los hogares de propietarios mayores de 62 años se ha mantenido constante en alrededor del 13% desde 2014, en tanto que el número de hipotecas inversas en 2022 fueron aproximadamente 64.489 con un importe total prestado en hipotecas inversas de 10 millardos de dólares en 2021.

En los Estados Unidos, se comercializan diversas modalidades de hipotecas inversas: (i) *hipotecas inversas privadas* ofrecidas por los prestamistas individuales; (ii) *hipotecas inversas de un solo propósito*, las cuales son ofrecidas por agencias gubernamentales estatales o locales, y donde el propósito aprobado es especificado por el prestamista, y (iii) las denominadas *hipotecas de conversión del capital acumulado de la vivienda* (*Home Equity Conversion Mortgage*, HECM), que son las únicas hipotecas inversas aseguradas por el gobierno federal, respaldadas por el HUD. En este último caso, estos préstamos están disponibles solo a través de prestamistas que han sido autorizados por la Administración Federal de Vivienda (FHA), el dinero se puede utilizar para cualquier propósito, y el límite de préstamo de la FHA para un HECM es de 1.089.300 dólares para el año fiscal 2023.

El programa de HECM asegurado por el gobierno federal de Estados Unidos permite a los propietarios de viviendas de 62 años o más solicitar préstamos contra el valor neto de su vivienda y es el más habitual en los Estados Unidos. Los prestatarios reciben entre el 51-77% de la tasación de la propiedad, o límite de préstamo de la FHA, el que sea menor, dependiendo de la edad y la elección del producto. Estos pagos provendrán del prestamista mensualmente, o bien este puede optar por abrir una línea de crédito para usar según sea necesario generando un flujo de ingresos libres de impuestos. La autoridad fiscal (Inter-

nal Revenue Service, IRS) considera este dinero como un anticipo de préstamo y no como un ingreso sujeto a tributación. Cuando el prestamista concede la hipoteca inversa, el prestatario, además de recibir los ingresos por el valor neto de la misma, deja de pagar las cuotas de la hipoteca que tuviera anteriormente (en otros mercados estas operaciones no son posibles al exigirse que los inmuebles estén libres de cargas).

El tipo de interés para estas operaciones varía entre fijo y variable, dependiendo de si el pago es global por todos los fondos disponibles de una vez, o si es mensual. El importe disponible es menor que cuando el pago es mensual. Además de los intereses generados por la hipoteca inversa, es necesario una tasación, asumir la tasa por emisión del préstamo (que no puede exceder de 6.000 dólares) y, en ocasiones, una prima inicial de seguro hipotecario (reduce al prestamista el riesgo en caso de impago del prestatario) que es un 0,5% del saldo pendiente de la hipoteca.

Tras el fallecimiento del prestatario y del cónyuge no prestatario elegible, el préstamo vence y debe ser pagado. Luego de recibir la notificación de vencimiento y obligación de pago de parte del prestamista ("*due and payable notice*"), los herederos contarán con 30 días para comprar, vender o entregar la vivienda al prestamista para cancelar la deuda. Sin embargo, es posible extender este plazo hasta por un año, a fin de que los herederos puedan vender la vivienda, o bien obtener financiamiento para comprarla. Los herederos que no quieran vender la vivienda tendrán que pagar el monto que sea menor entre el saldo completo del préstamo y el 95% del valor tasado de la vivienda. Si los herederos desean vender la vivienda, el prestamista toma el producto de la venta como pago del préstamo, y el saldo restante, en caso de que lo hubiere, será cubierto por el seguro de la Administración Federal de la Vivienda (FHA).

En 2013 se implementaron protecciones adicionales para el consumidor con el propósito de ayudar a los prestatarios a preservar una mayor parte del valor líquido de la vivienda durante el primer año del préstamo. Según los requisitos de una hipoteca inversa del tipo HECM, los prestatarios deben tener al menos 62 años, ser titulares en propiedad de la vivienda y usar la misma como su residencia

principal. Una hipoteca inversa es un préstamo sin recurso, lo que significa que el prestatario o el patrimonio del prestatario nunca estará obligado a pagar al prestamista más que el saldo del préstamo o el valor actual de la vivienda, lo que sea menor. Como se indicó antes, cuando un préstamo se llama vencido y pagadero, el prestatario de la hipoteca inversa o el patrimonio del prestatario solo necesita pagar el saldo del préstamo o el 95% del valor de tasación de la vivienda en ese momento, lo que sea menor. Si cuenta con Medicaid o recibe Seguridad de Ingreso Suplementario (SSI), los ingresos de la hipoteca inversa pueden afectar a sus prestaciones sociales. Se entiende por vencido el préstamo cuando un prestatario vende la casa, transmite el título de la propiedad a otra persona, fallece, reside fuera de la residencia principal por un período superior a 12 meses consecutivos debido a una enfermedad física o mental, no paga los impuestos sobre la propiedad, las primas de seguro, las tarifas de condominio y otras responsabilidades obligatorias, y se han agotado todas las opciones para poner el préstamo al día, o bien si no mantiene adecuadamente la casa y permite que se deteriore.

Si se trata de una hipoteca inversa privada o de una HECM asegurada por la FHA, se requiere asesoramiento independiente de terceros. La mayoría de los prestamistas requieren que los solicitantes no tengan ninguna deuda federal, especialmente en el caso de los HECM. Esto incluye, por ejemplo, los impuestos federales sobre la renta y préstamos estudiantiles federales.

Existe un plazo de 3 días para el derecho de rescisión ("right of rescission"). Para cancelar, debe notificar al prestamista por escrito. En 2014, el HUD anunció que, bajo ciertas circunstancias, el cónyuge que no solicite el préstamo podrá continuar residiendo en la vivienda, aunque fallezca el cónyuge deudor, pero dejará de recibir los pagos mensuales. El viudo o la viuda deberá seguir pagando los impuestos y el seguro sobre la vivienda, además de las reparaciones necesarias si la vivienda se deteriora. En las hipotecas inversas firmadas con anterioridad a esa fecha (4 de agosto 2014), tras el fallecimiento del prestatario, el prestamista podía embargar la vivienda o iniciar un proceso denominado *cesión de elección opcional de hipoteca* (MOE) que

permitía al cónyuge no prestatario permanecer en la vivienda.

En la actualidad, la hipoteca inversa HECM supone el 90% de la cuota de mercado de hipotecas inversas en Estados Unidos debido a las ventajas financieras y las garantías a los prestamistas y prestatarios que ofrece la FHA. Con datos del HUD (véase la Gráfica 2.1-h), desde 1990 y hasta 2002 se observa que el número de hipotecas inversas era irrelevante. No obstante, a partir del año 2003 comienza a incrementarse su contratación, con tasas de crecimiento muy elevadas (109% en 2004, 77% en 2006), alcanzándose en 2009 la cifra más alta hasta el momento con 114.692 de hipotecas HECM suscritas en ese año. A partir de esa fecha, se produce una reducción del 31% en 2010 con 79.106 hipotecas, y desde el 2010, y debido al endurecimiento de las condiciones para el acceso a este tipo de préstamo (costes altos, requisitos del programa, etc.), se ha producido una reducción sustancial del número de hipotecas contratadas. Sin embargo, en los dos últimos años, 2021 y 2022, estas han crecido un 57% y un 31%, respectivamente, hasta llegar a las 49.207 y 64.489 hipotecas inversas según año fiscal federal (cada año fiscal federal comienza el 1 de octubre y termina el 30 de septiembre del año siguiente).

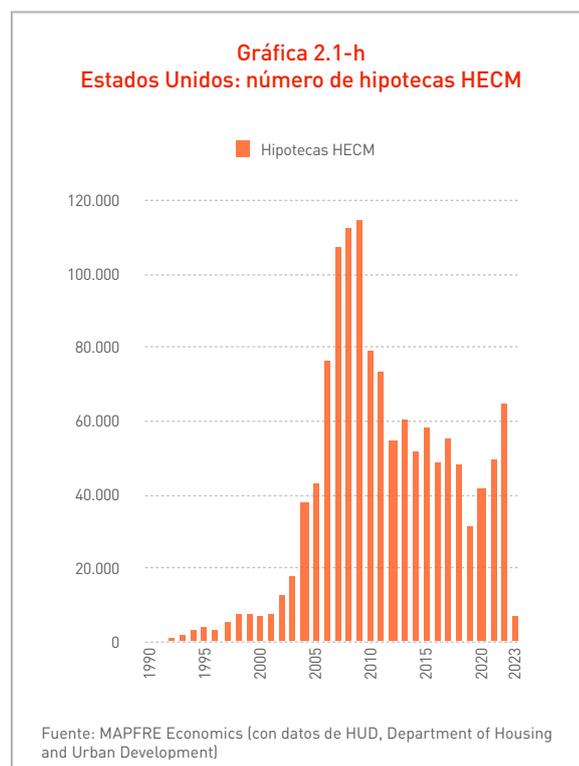


Tabla 2.1-c
Estados Unidos: top-15 de compañías por importe del
capital inicial de las operaciones hipotecarias, 2022
(dólares)

	Límites iniciales de capital	Porcentaje
American Advisors Group	3.098.910.946	19,34 %
Mutual of Omaha Mortgage, Inc.	1.243.819.449	7,76 %
Reverse Mortgage Funding LLC	706.818.595	4,41 %
Fairway Independent Mortgage Corporation	698.741.840	4,36 %
Finance of America Reverse LLC	614.487.528	3,83 %
Longbridge Financial LLC	575.190.957	3,59 %
PHH Mortgage Corporation	563.922.050	3,52 %
South River Mortgage LLC	369.335.641	2,30 %
Premium Secutiry Inc. D/B/A Homecision	312.467.794	1,95 %
Ennkar Inc	275.184.960	1,72 %
Finance of America Mortgage LLC	258.799.247	1,62 %
Cherry Creek Mortgage LLC	239.924.729	1,50 %
All Reverse Mortgage Inc	203.398.503	1,27 %
High Tech Lending Inc	178.452.436	1,11 %
Advisors Mortgage Group LLC	175.328.754	1,09 %
Total mercado	16.024.603.101	100,00 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de HUD, Department of Housing and Urban Development)

Históricamente, algunos grandes bancos han ofrecido hipotecas inversas, siendo Bank of América y Wells Fargo dos de los mayores prestamistas. Sin embargo, tras la crisis financiera de 2008-2009, ambos anunciaron su salida de este negocio en 2011, debido a las dificultades con el entorno regulatorio (Dodd-Frank). Hoy en día, aún hay muchos bancos que ofrecen hipotecas inversas, como por ejemplo FirstBank, Quontic Bank, M&T Bank, The Federal Savings Bank, Townebank o Goldwater Bank.

Durante el año 2022, se aprobaron 58.778 hipotecas inversas del tipo HECM por un importe de 16.024 millones de dólares; el 98% de las mismas a un tipo de interés variable (situándose en una media del 7,01% de interés variable para diciembre 2022). El 5% de los fondos de las hipotecas se destinaron a compras, el 18% a refinanciación del préstamo, y el 77% restante como destino tradicional. Si se toman las 15 primeras compañías por importe del capital inicial de las operaciones hipotecarias en dólares, se observa que lidera el ranking American Advisors Group con el 19,34% del total capital de los préstamos, lo que equivale al valor actual de los ingresos del préstamo que están disponibles para el prestatario (véase la Tabla 2.1-c). Ahora bien, si se ordenan por el número de operaciones

aprobadas durante el 2022, se observa que American Advisors Group sigue liderando la primera posición con el 26,7% de las operaciones aprobadas del mercado, aunque se producen movimientos en las siguientes posiciones (véase la Tabla 2.1-d).

Desde el punto de vista del valor o capital de los bienes inmuebles de los mayores de 62 años, calculado por diferencia entre el valor de la vivienda y la deuda pendiente, los propietarios de viviendas de 62 años o más vieron crecer su riqueza inmobiliaria en un 1,95% (226.000 millones dólares) en el tercer trimestre de 2022, hasta llegar a los 11,81 billones de dólares³² (véase la Gráfica 2.1-i). El aumento en la riqueza de los propietarios de viviendas mayores se debió principalmente a un crecimiento del 1,95% (268.000 millones) en el valor de las viviendas, compensado por un aumento del 1,93% (42.000 millones) en la deuda hipotecaria senior.

Por último, en cuanto a la historia legislativa de la hipoteca inversa en los Estados Unidos, es de destacar que la Sección 255 del National Housing Act fue aprobada en 1934, como parte de la Ley Nacional de Vivienda de los Estados Unidos. Fue creada con el objetivo de mejorar la disponibilidad de crédito para la vivienda y ayudar a asegurar la vivienda asequible para

Tabla 2.1-d
Estados Unidos: top-15 de compañías
por número de operaciones hipotecarias, 2022
(dólares)

	Número operaciones	Porcentaje
American Advisors Group	16.828	26,70 %
Finance of America Reverse LLC	6.780	10,80 %
Mutual of Omaha Mortgage, Inc.	5.708	9,10 %
Longbridge Financial LLC	5.401	8,60 %
Reverse Mortgage Funding LLC	4.804	7,60 %
PHH Mortgage Corporation	4.181	6,60 %
Fairway Independent Mortgage Corporation	2.747	4,40 %
Open Mortgage LLC	2.206	3,50 %
High Tech Lending Inc	1.036	1,60 %
Cherry Creek Mortgage LLC	917	1,50 %
Premium Secutiry Inc. D/B/A Homecision	895	1,40 %
Traditional Mortgage Group LLC	819	1,30 %
Advisors Mortgage Group LLC	775	1,20 %
Money House Inc	694	1,10 %
All Reverse Mortgage Inc	677	1,10 %
Total mercado	62.984	100,00 %

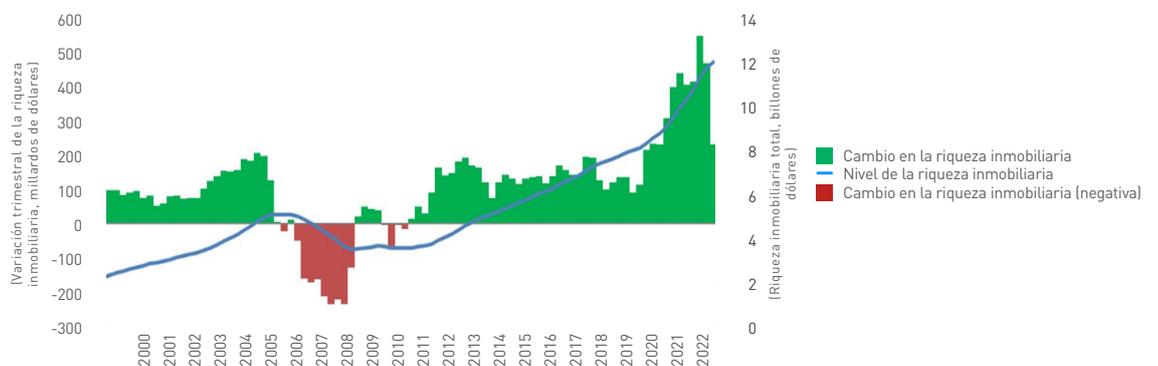
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de HUD, Department of Housing and Urban Development)

los consumidores de bajos y moderados ingresos. Desde su aprobación, ha sido modificada en varias ocasiones, entre ellas en la década de 1980 para incluir los préstamos hipotecarios inversos.

A finales de la década de los 80s, Ronald Reagan firmó la Ley de la Vivienda y Desarrollo Comunitario que autorizaba al HUD a crear el programa piloto HECM, proporcionando apoyo financiero para los prestatarios de hipoteca

inversa a través del Fondo de Seguro de Vivienda. Por otro lado, Fannie Mae aceptó comprar seguros FHA para proveer de liquidez al sistema. Entre 1995 y 1998, Fannie Mae crea su propia hipoteca inversa, la Asociación Nacional de Prestamistas de Hipotecas Inversas (NRMLA) se establece en Washington para defender los intereses de los prestamistas y, por último, el programa HECM pasa a ser permanente y eleva a 150 mil el volumen de hipotecas inversas.

Gráfica 2.1-i
Estados Unidos: riqueza inmobiliaria (senior home equity)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de NRMLA, con datos de American Community Survey, Census, FHFA)

Por otra parte, en 2007, Ginnie Mae comienza a garantizar las titulizaciones hipotecarias inversas de HECM que genera competencia con Fannie Mae y provocó su salida del negocio. En 2008, la FHA permite la introducción de un tipo fijo y cerrado para las HECM. Por último, en 2008, la primera generación de los llamados *babyboomers* (43 millones de hogares) cumplen los requisitos para hacerse con una hipoteca inversa.

En 2011, la ley Dodd-Frank crea la Agencia de Protección Financiera del Consumidor (CFPB) y estableció regulaciones más estrictas para los prestamistas de todas las industrias, incluyendo los prestamistas de hipoteca inversa. En 2013, el presidente Barack Obama firma la ley de estabilización de hipotecas inversas, la cual autoriza al HUD a tomar fondos para reforzar los fondos de seguros hipotecarios. Ese mismo año, el HUD limita el importe de los fondos a los que se pueden acceder al 60% del importe del préstamo durante los doce primeros meses.

En 2016, la FHA llega al millón de HECM, y en 2018 comienza a aplicar la evaluación de riesgo colateral para evitar que los valores de las tasaciones estén artificialmente inflados. De 2019 a 2022, la FHA modificó los requisitos para la asignación de préstamos en el marco del proceso de elección opcional de acreedor hipotecario (MOE) y adoptó medidas para responder a la pandemia del Covid-19. En este sentido, el límite máximo de préstamo hipotecario aumentó en 2022 a 970.800 dólares (siendo el importe máximo del valor de la vivienda a hipotecar de 1.100.000 dólares). Finalmente, es importante tener en cuenta que, en adición a la normativa federal, existen ciertos aspectos regulatorios de la hipoteca inversa a nivel de cada estado, los cuales pueden variar entre ellos.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

En los Estados Unidos se cuenta con un mercado de titulizaciones hipotecarias muy activo. Se calcula que, en 2021, en torno al 65% de la deuda hipotecaria total de las viviendas estaba titulizada (10,8 billones de dólares), frente al 60% de hace una década, casi toda ella en forma de valores respaldados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securites*, MBS) emitidos

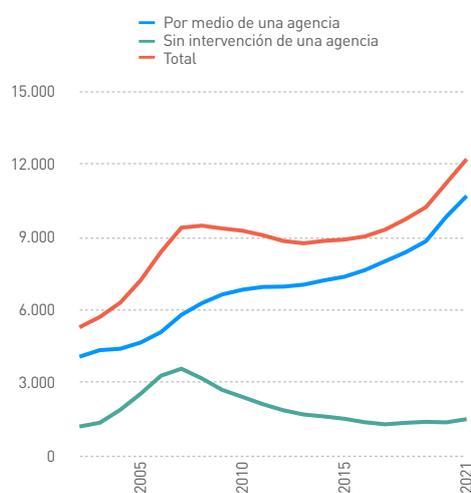
por las agencias y empresas patrocinadas por el gobierno Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae, básicamente³³ (véase la Gráfica 2.1-j).

Agency vs non-agency Mortgage-Backed Securites

Los *MBS de agencia* (*agency MBS*) cuentan con una garantía crediticia respaldada por una de las tres agencias de vivienda: Fannie Mae, Freddie Mac o Ginnie Mae. Fannie Mae y Freddie Mac adquieren y titilizan hipotecas *conformes*, que suelen ser préstamos de primera calidad. Estas agencias no están autorizadas a adquirir grandes hipotecas "jumbo" por encima de los límites de los préstamos conformes, ni hipotecas con una relación préstamo-valor (LTV) superior al 80%, a menos que el préstamo incluya un seguro hipotecario. Como antes se indicó, Fannie Mae y Freddie Mac son empresas patrocinadas por el gobierno o GSE³⁴. Cabe señalar que, aunque no son explícitamente propiedad del gobierno, se percibe que su deuda lleva implícita una cierta garantía pública.

Ginnie Mae, por su parte, garantiza MBS contruidos a partir de hipotecas explícitamente aseguradas por agencias gubernamentales federales, principalmente la Administración Federal de Vivienda (FHA) y Asuntos de Veteranos (VA). Fannie Mae y Freddie Mac, por

Gráfica 2.1-j
Estados Unidos: saldo de los valores respaldados por hipotecas (millardos de dólares)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de SIFMA)

su parte, utilizan un modelo de distribución del riesgo diferente al de Ginnie Mae. Los MBS de Fannie Mae y Freddie Mac no están cubiertos por el seguro de las agencias gubernamentales. Cuando las hipotecas de su cartera incumplen, no pueden recurrir a la FHA, VA o USDA como fuente de capital para cubrir el impago. Si las pérdidas asociadas a los impagos hipotecarios no pueden ser cubiertas por el seguro hipotecario privado, Fannie Mae y Freddie Mac pueden verse obligadas a realizar pagos de protección e indemnización a los inversores con su propio capital.

Por otra parte, los denominados *non-agency MBS* (titulizaciones de valores con garantía hipotecaria) son emitidos por instituciones financieras privadas y no están garantizados. En su lugar, los valores se dividen en tramos para inversores con diferentes apetitos de riesgo crediticio, con mayores rentabilidades nominales para los tramos que asumen mayor riesgo de crédito. A mediados de 2021³⁵, las instituciones de depósito (bancos comerciales, bancos de ahorros y uniones de crédito) eran el mayor grupo de inversores (33% del total), seguidos de la Reserva Federal (23%), los inversores internacionales (11%), los fondos de inversión (7%) y los fondos del mercado monetario (5%). La Reserva Federal es el mayor inversor individual en MBS a través de su programa de compra de activos a gran

escala, con unas tenencias totales de 2,5 billones de dólares en octubre de 2021.

El mercado de titulizaciones distintas a las emitidas por las agencias patrocinadas por el gobierno de los Estados Unidos parece que se ha estabilizado, tras los graves problemas sufridos con el estallido de la crisis de 2008-2009 (que también repercutieron en los MBS emitidos por las agencias), aunque su volumen se sitúa hoy en niveles equivalentes a los de principios de la primera década de este siglo. Las medidas regulatorias adoptadas a raíz de la crisis (principalmente el Emergency Economic Stabilization Act de 2008 y posteriormente la ley Dodd-Frank) ayudaron a la recuperación en mayor medida a las titulizaciones emitidas por las agencias, las cuales comenzaron a devolver las ayudas recibidas una vez volvieron a ser rentables. Estas medidas incluían condiciones más estrictas para los créditos titulizados, requisitos de retención de riesgos y las restricciones al apalancamiento de los hogares.

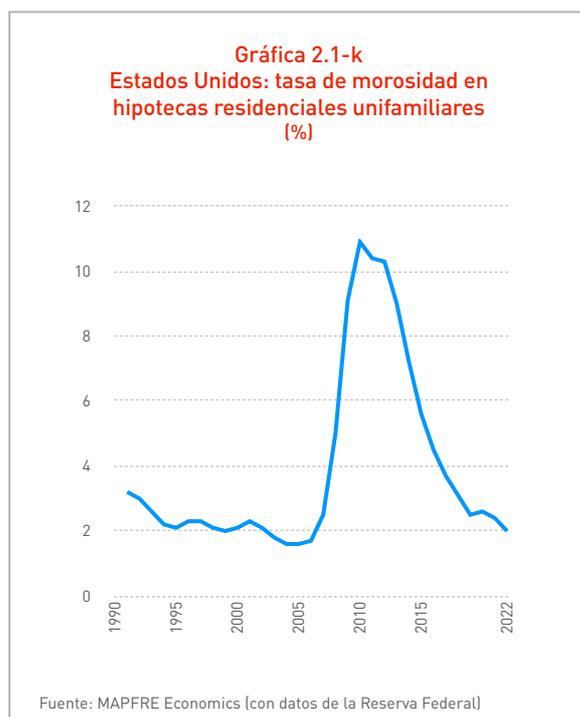
Tasa de morosidad

La tasa de morosidad de las hipotecas residenciales unifamiliares, registradas en oficinas nacionales con información recogida por todos los bancos comerciales, según datos de la Reserva Federal, se ha situado entre 1991 y 2007 en un rango de valores que van desde el 3,2% (1991) y el 1,6% (2004-2005). Sin embargo, desde el 2008 y hasta el 2018 la tasa de morosidad se disparó por la gran recesión y la crisis de Lehman Brothers (véase la Gráfica 2.1-k). Actualmente, se sitúa en el entorno del 2%. Cabe señalar que la Ley CARES (Coronavirus Aid Relief and Economy Security), promulgada el 27 de marzo de 2020 y prorrogada el 18 de febrero de 2022, permite la prórroga de préstamos que puede extenderse hasta 360 días y se refleja en los datos de rendimiento de las hipotecas.

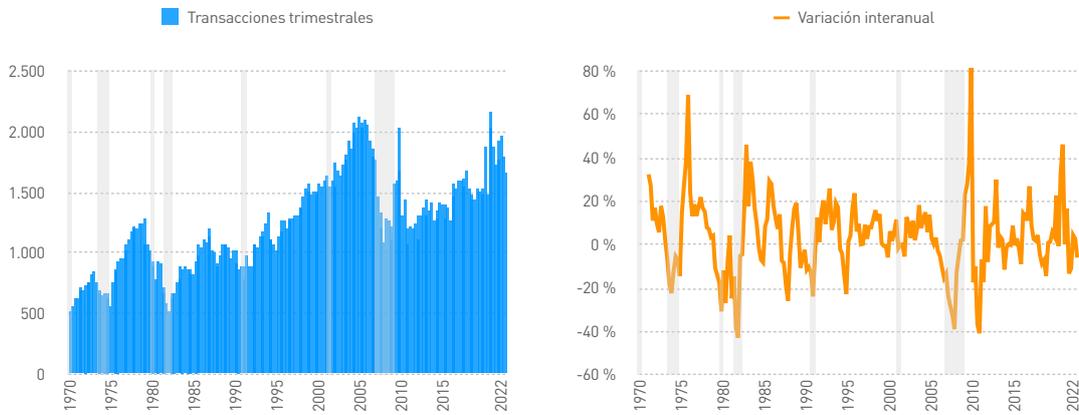
Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Transacciones inmobiliarias

En los Estados Unidos se puede observar una evolución general favorable en el número total de ventas de viviendas desde la década de los años setenta (véase la Gráfica 2.1-l), aunque la serie histórica muestra períodos en los que esa tendencia se ha visto claramente interrumpida,



Gráfica 2.1-l
Estados Unidos: venta de viviendas*
 (número de transacciones, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, National Association of Realtors, Investing y Census Bureau)
 * Las áreas sombreadas indican periodos de recesión en Estados Unidos

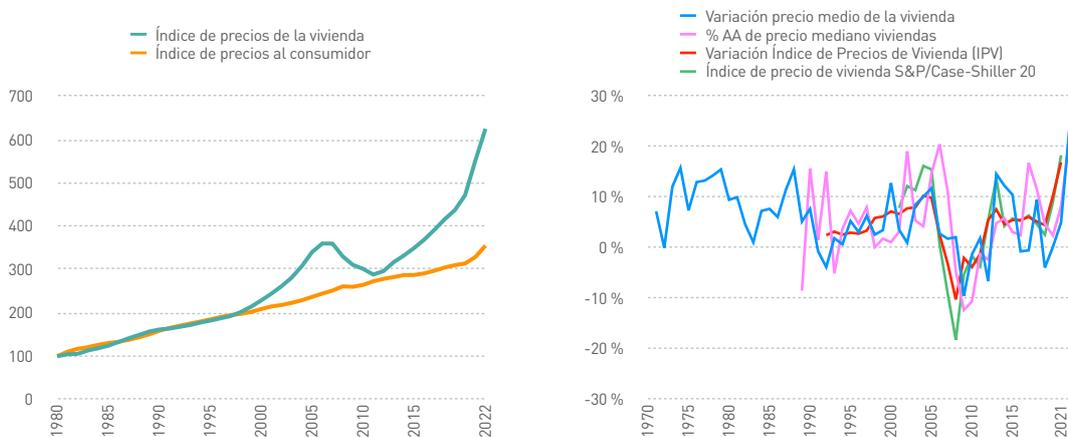
como ocurrió en los años 1973, 1979 y 2006, actuando como un indicador adelantado a periodos donde la economía norteamericana entró en recesión (noviembre 1973, julio 1981 y diciembre 2007).

Los datos publicados por el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, muestran que el volumen total acumulado de transacciones inmobiliarias realizadas hasta el tercer trimestre de 2022 (5,4 millones de unidades), es inferior en un 17,7% al conseguido en el tercer trimestre del año anterior cuando superó ligeramente los 6,7 millones de

viviendas. Este comportamiento general ha sido explicado por el descenso en ventas de viviendas de segunda mano (-19,7%), que representa el 87,3% del total de ventas en el tercer trimestre de 2022 y que incluye viviendas unifamiliares, casas adosadas, condominios y cooperativas.

En lo que se refiere a las características de los compradores, puede destacarse que, en 2021, la edad de aquellas personas que compraron su vivienda por primera vez ha aumentado desde los 29 años de promedio (44% de los compradores) hasta los 33 años (34% de los

Gráfica 2.1-m
Estados Unidos: índices de precios de la vivienda y al consumidor
 (índice, 1980=100; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Federal Housing Finance Agency, FRED St. Louis, Oxford Economics, Haver Analytics)

compradores). Así, la edad de un comprador habitual ha pasado de ser, en 1981, de 36, a 56 años en 2021.

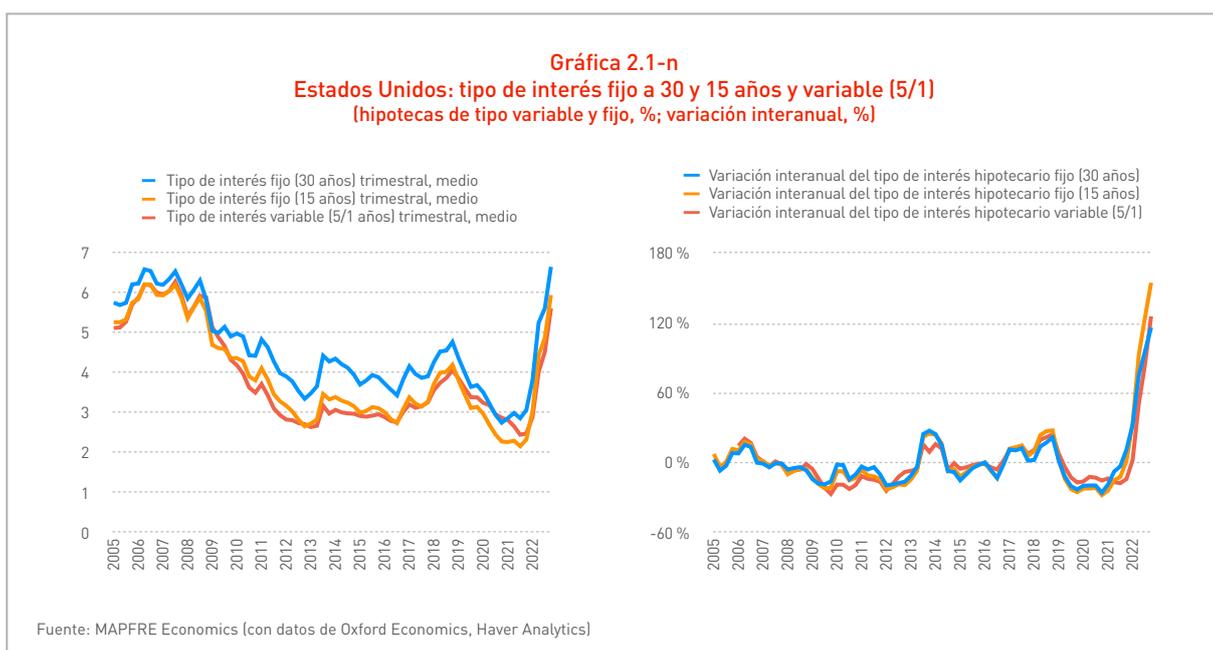
Precios de la vivienda

Como se presenta en la Gráfica 2.1-m, al comparar la evolución de los precios medios de la vivienda en Estados Unidos con la evolución del índice general de precios, en una serie desde 1980, se observa que ambos índices siguen una senda similar hasta finales de los años noventa. A partir de entonces, ambas tendencias se separan y el índice del precio de la vivienda aumenta por encima de los precios al consumo, a pesar del fuerte retroceso sufrido a raíz de la crisis financiera de los años 2007-2009. Asimismo, de manera complementaria y a efectos comparativos, se muestra la variación del precio medio de la vivienda con diversos índices de uso generalizado en los Estados Unidos, como el Case Shiller, el de la Federal Housing Finance Agency y el de la Reserva Federal de St. Louis; todos ellos coinciden en la caída abrupta en el periodo 2006-2008, una fuerte recuperación desde el año 2012 y el crecimiento por encima de niveles históricos a partir del año 2021.

Los bajos tipos de interés durante la pandemia compensaron el encarecimiento de la vivienda, manteniendo las cuotas hipotecarias relativamente bajas. Entre el primer trimestre de 2020 y 2022, se agregaron 2,2 millones de nuevos propietarios, elevando la tasa nacional de

propiedad hasta el 65,4%. A pesar de ello, durante el 2022, con los tipos de interés más altos de los últimos 20 años, los nuevos compradores de viviendas se enfrentan a problemas de asequibilidad, con cuotas mensuales que, en algunos casos, han crecido un 50%. El incremento en el precio de la vivienda en términos nominales se ha situado en el 18,8% en 2022 (primer trimestre 2022) y el 17,7% para final de año en el 2021, mientras que en términos reales el aumento ha sido del 8,4% y 8,9%, respectivamente³⁶.

Las medidas recientes de la Reserva Federal para aumentar los tipos de interés por el fuerte repunte de la inflación han comenzado a enfriar los mercados de viviendas en venta, como lo indican las ventas más lentas y el aumento de los inventarios de viviendas en el mercado, lo que puede terminar repercutiendo en los precios del mercado inmobiliario. Analizado por áreas metropolitanas, destacan las pertenecientes a los estados de California (Anaheim-Santa Ana, Fresno, Los Ángeles, Sacramento, Riverside), Florida (Cape Coral, Fort Lauderdale, Miami, Sarasota, Tampa, West Palm Beach) y Nueva York, como las que más incrementaron el precio de sus viviendas desde el año 2000 hasta 2005, siendo también las que más vieron caer el precio de sus viviendas en el 2008 (más de un 25% de media) y cuya recuperación desde el 2012 hasta la actualidad ha sido especialmente notoria, con crecimientos nominales en los precios del 35% (Florida, Cape Coral-Fort Myers y North Port) y



del 23,7% en las áreas californianas de Sacramento, Stockton o Riverside.

Por el contrario, los precios de las viviendas que crecieron por debajo del promedio en Estados Unidos desde el 2000 hasta 2005 se dieron en áreas metropolitanas de Ohio (Akron, Cincinnati, Cleveland, Dayton) y Michigan (Detroit, Kentwood, y Warren-Troy-Farmington Hills), con crecimientos próximos al 4,5% de promedio, aunque tuvieron una menor caída (excepto Detroit con un 22.7% en 2008) que en la etapa 2008-2012. En la actualidad, estas áreas presentan crecimientos nominales del 13% de media. En el sur de los Estados Unidos, en donde en promedio las rentas son más bajas al ser préstamos más pequeños, tienen los tipos de interés más altos. Los precios más altos en vivienda se encuentran en Hawái, California y Nueva York, siendo el pago mensual medio de 1.684 dólares, que son 525 dólares más del promedio nacional, el cual se mantiene en 1.159 dólares, y los más bajos se ubican en Iowa, Indiana y Arkansas.

Tipos de interés hipotecarios

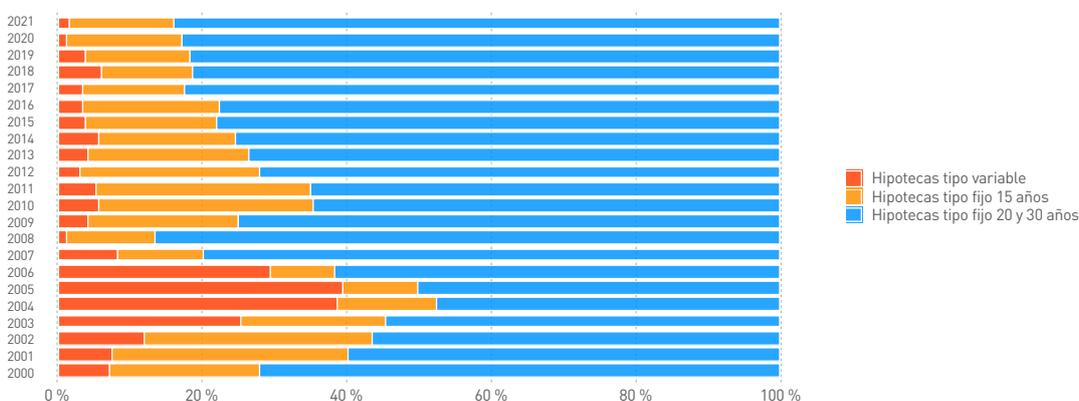
De acuerdo con información de Freddie Mac, el tipo de interés hipotecario promedio a 30 años aumentó más de 2,0 pp entre la primera semana de enero y la primera semana de mayo de 2022, a 5,27%, que es su nivel más alto en 10 años. Los tipos de interés han subido aún más desde entonces, y aunque la inflación se ha moderado, en el último cuatrimestre del 2022

se situaban por encima del 6% (véase la Gráfica 2.1-n).

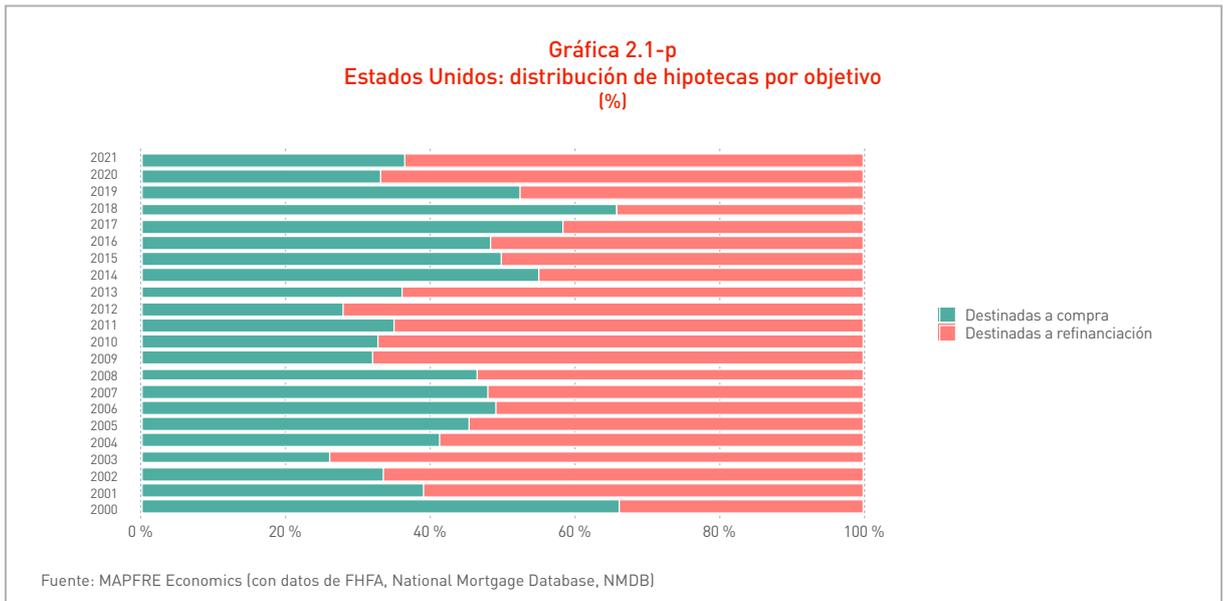
El sector de la vivienda continúa experimentando un ajuste por el crecimiento de los tipos de interés que han alcanzado el 6,79% para las hipotecas fijas a 30 años en el cuarto trimestre de 2022. Este tipo de hipotecas es el más habitual en los Estados Unidos (véase la Gráfica 2.1-o). Si se analiza su evolución en las últimas dos décadas, se observa que, desde el año 2000, el tipo de interés medio de las hipotecas constituidas a tipo fijo a 30 años presentaban una tendencia decreciente, desde el 8,05% a principios de siglo hasta niveles ligeramente por debajo del 3% en 2021, hasta que comenzaron a repuntar a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal tras el fuerte repunte de la inflación, que vino a agravarse a consecuencia de la invasión de Ucrania.

Asimismo, si se analizan las hipotecas constituidas en el período 2001-2021 (véanse las Gráficas 2.1-p y 2.1-q) se observa que, salvo excepciones, aproximadamente el 40% (36,6% en 2021) de los préstamos se ha empleado para la compra de la vivienda por primera vez, mientras que el resto un 60% (63,4% en 2021) se ha empleado para refinanciar las deudas hipotecarias ya contraídas. Además, el plazo medio de vencimiento de los préstamos se sitúa en los 26 años, aunque en 2006 supuso un punto de inflexión con periodos de media de 28 años. El 76,8% utiliza préstamos convencionales, frente al 19,5% y 3,7% que emplea préstamos de

Gráfica 2.1-o
Estados Unidos: distribución de hipotecas por tipo de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de FHFA, National Mortgage Database, NMDDB)

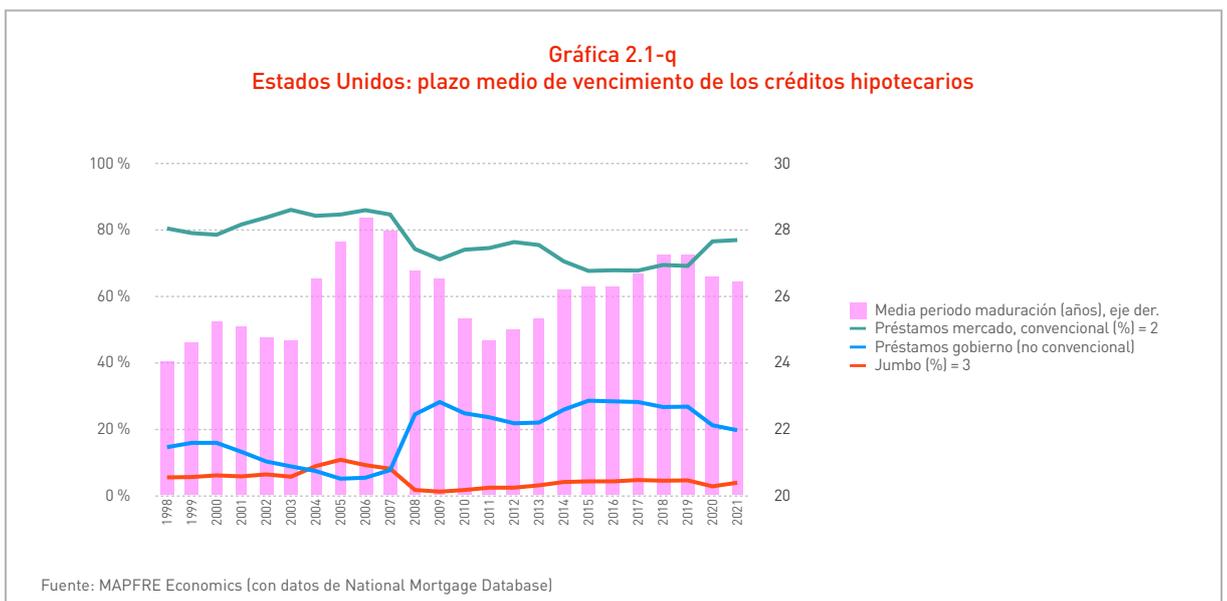


ayuda del gobierno o Jumbo (préstamo hipotecario que puede tener una alta calidad crediticia, pero su monto supera los límites convencionales de préstamos conformes), respectivamente.

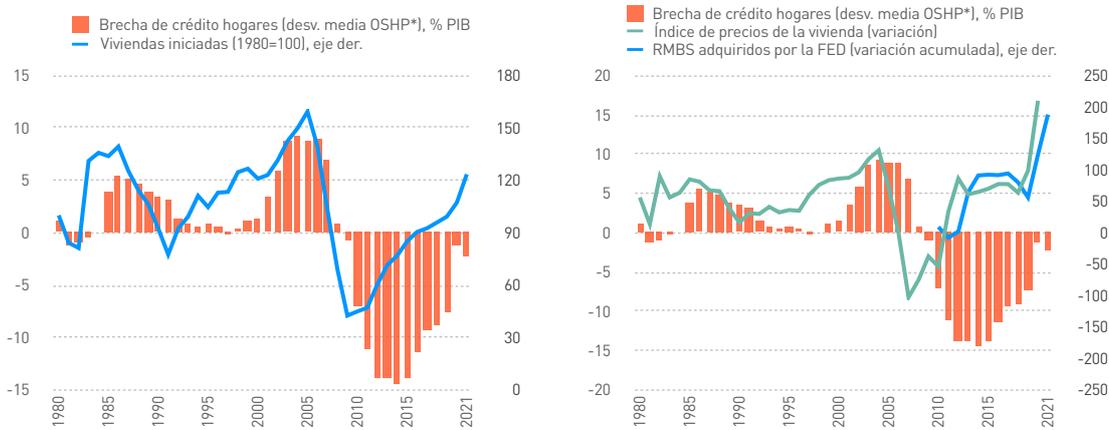
Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, en los Estados Unidos se pueden distinguir tres períodos en los que el volumen de la deuda de los hogares en porcentaje del PIB se encontraba significativamente por encima de su media de largo plazo. El primero de ellos corresponde al período de 1984 a 1990, y el segundo al período 2002 a 2006, en los

cuales se vieron reflejados tanto en el número de viviendas nuevas iniciadas como en el nivel de precios, que experimentaron un fuerte repunte; en este sentido, la brecha o “gap” de crédito actuó como un indicador adelantado de la crisis inmobiliaria de 2007-2009. Y el tercero corresponde al período de 2007 a 2021, en el que queda por debajo de la media, lo cual se reflejó en un retroceso en el número de viviendas nuevas y en los precios, especialmente entre los años 2007 y 2011, momento a partir del cual comenzaron a mejorar, a pesar de la amplia brecha en el crédito a los hogares. Cabe señalar que esta contraintuitiva mejora coincidió con la implementación de los programas de adquisición de activos (bonos soberanos y bonos corporativos respaldados



Gráfica 2.1-r
Estados Unidos: brecha de crédito a hogares



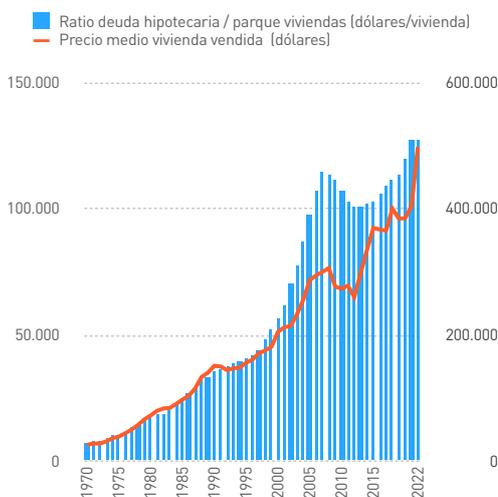
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics y Haver Analytics)
* OSHP = One Sided Hodrick-Prescott

con hipotecas) desde el año 2009 por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (véase la Gráfica 2.1-r).

Por otro lado, la relación entre la deuda hipotecaria y el parque de vivienda en los Estados Unidos ha ido creciendo, desde 1970 (7.143 dólares/vivienda) de manera ininterrumpida hasta el año 2007 (114.202 dólares/vivienda). A partir de entonces, el ratio cae hasta 100.482 dólares/vivienda en 2013, y en 2021 se sitúa en su máximo histórico de 127.111

dólares/vivienda. Comparado con la evolución del precio medio de vivienda en el mismo lapso, sigue una evolución similar hasta 1992 donde el crecimiento de la deuda comienza a distanciarse del crecimiento del precio medio de la vivienda, lo que evidencia el crecimiento de la deuda hipotecaria que llegó a máximos en 2007 y, tras la corrección de la crisis, a partir del 2012 el precio de la vivienda ha crecido proporcionalmente por encima de la recuperación de la deuda (véase la Gráfica 2.1-s).

Gráfica 2.1-s
Estados Unidos: relación deuda hipotecaria a parque de viviendas y precio medio

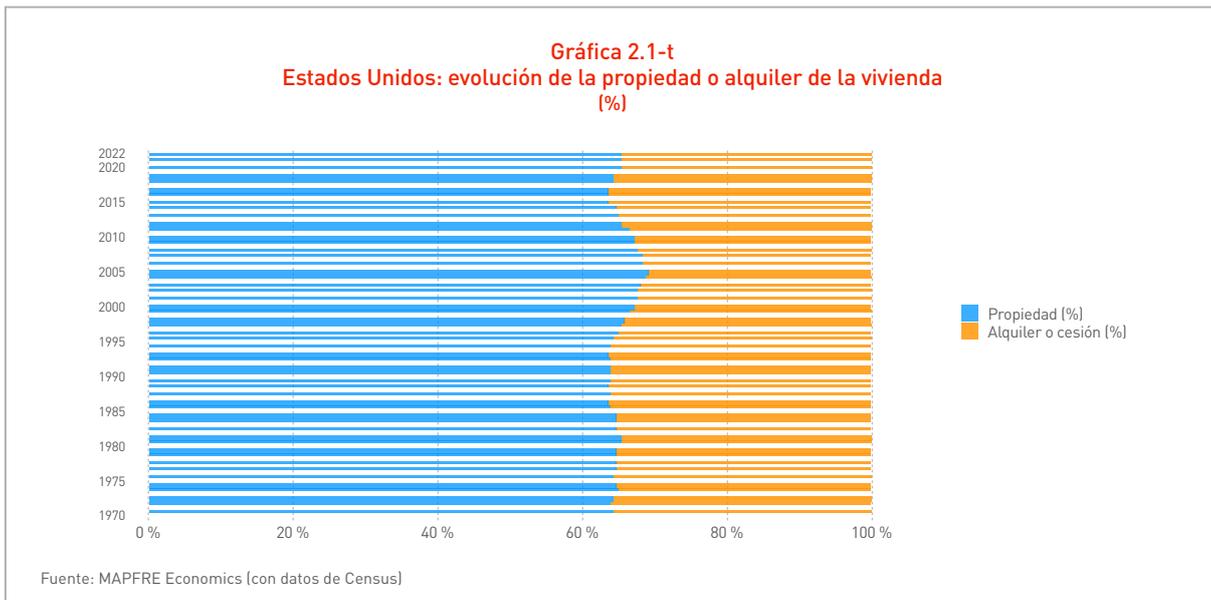


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis)

Alquiler residencial

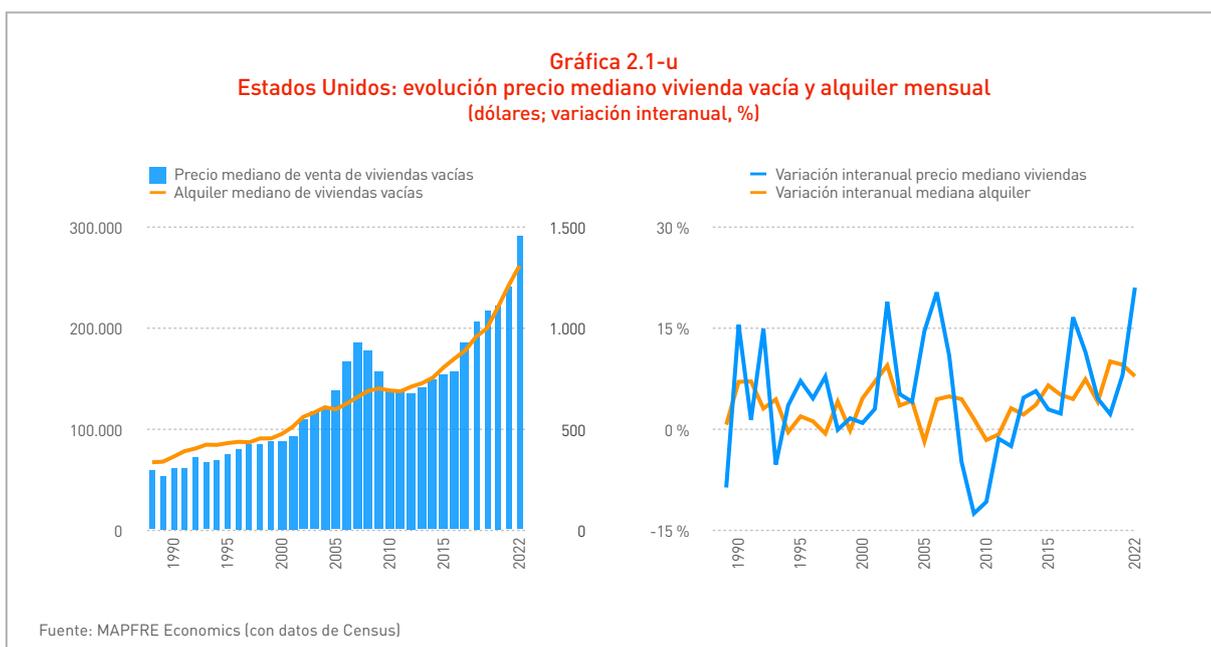
La evolución del alquiler de vivienda muestra un crecimiento en el porcentaje de familias con vivienda en propiedad hasta el 69,1% en 2020, desde el 75,9% en el año 2005 donde alcanza su máximo valor y va disminuyendo hasta el 2016 donde el porcentaje de familias con vivienda en propiedad se sitúa en el mínimo (63,5%), con el 36,5% restante de familias con vivienda en alquiler (véase la Gráfica 2.1-t).

La variación anual de las viviendas en alquiler en los Estados Unidos ha sido positiva desde 2015 hasta la actualidad, concretamente en 2021 ha crecido un 11%, frente al 1,2% del año anterior, y respecto al 3,8% del promedio de 2015-2019. En 2019, el 34,4% del total de viviendas alquiladas habían sido contratadas por jóvenes con menos de 35 años, mientras que el resto de las cohortes de edad se distribuyen de manera proporcional el resto de los alquileres (W31 y W33). En términos



absolutos, en 2019 las áreas metropolitanas con mayor número de alquileres para la población menor de 35 años fueron Atlanta (289.000), Dallas (410.000), Chicago (438.000), Los Ángeles (634.000) y Nueva York (938.000), por citar los más importantes. Mientras que, en términos relativos, destacan Austin-Texas (con el 47,7% de alquileres pertenecientes a la población menor de 35 años), Colorado (45,81%), Madison-Wisconsin (49,8%) y Provo-Orem en Utah (63,62%), por reseñar los que mayor peso representa esta cohorte sobre el total de alquileres³⁷.

Las tasas de disponibilidad de alquiler en los Estados Unidos se mantuvieron en un 5,6% en 2021, cerca de los mínimos en los últimos 25 años, lo que impulsó el crecimiento anual de los precios de los alquileres a dos dígitos. Es importante destacar que la presión sobre los precios del alquiler fue menor, en tanto que la disponibilidad de alquiler fue mayor en los años de 2003-2004 y 2008-2009. La Gráfica 2.1-u muestra una comparativa de la evolución de los precios (mediana) de la vivienda y del alquiler desde 1989³⁸. Cabe destacar cómo la crisis de 2008-2009 tuvo mayor impacto en los precios de la vivienda que en los de los alquileres, que por lo general muestran un comportamiento



menos volátil, situándose en una franja de variación anual entre el (0%-10%).

Asequibilidad y programas de ayuda para la adquisición de vivienda

Si se compara el crecimiento de los precios de la vivienda con el índice de asequibilidad calculado por la National Association of Realtors (que mide el grado en que una familia típica puede afrontar los pagos mensuales de la hipoteca de una vivienda típica), se observa que el índice se situó en mínimos en octubre 2022, al tiempo que crecían los precios (véase la Gráfica 2.1-v). El impacto de los tipos de interés marcadamente más altos sobre la asequibilidad, se ha visto agravado por el crecimiento desmesurado de los precios de la vivienda durante el último año. Como resultado, los pagos mensuales totales de la vivienda de precio medio (pagos de hipoteca más impuestos a la propiedad estimados y costes de seguro) se dispararon en un 35%, de 2.100 dólares en abril de 2021 a 2.800 dólares en abril de 2022.

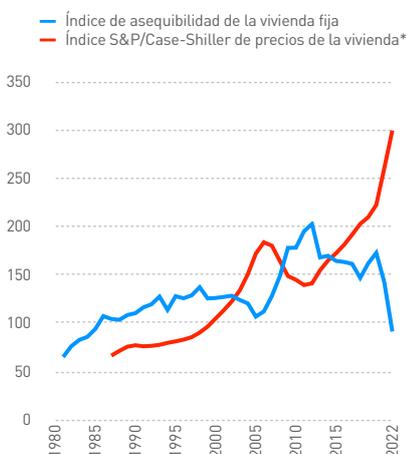
La relación entre la mediana del precio de la vivienda existente y la mediana de la renta familiar (refleja la relación entre precio-ingreso), era cercana a 3 a nivel nacional y en la mayoría de los mercados de todo el país. Pero en el apogeo del auge en 2005, la proporción

nacional llegó a 4,9 y aproximadamente la mitad de los mercados tenían una proporción de 4 o más. Después de mejorar de manera sustancial hasta 2011, tanto la proporción nacional como la participación de los mercados con niveles elevados, habían tenido una tendencia al alza en los años anteriores a la pandemia. Pero el fuerte aumento de los precios de la vivienda desde 2020 ha llevado estas medidas a nuevos máximos históricos. A partir de 2021, la relación precio-ingreso nacional alcanzó 5,3 con tres cuartas partes de los mercados por encima de 4 y un sorprendente dos de cinco por encima de 5.

Así, el esfuerzo necesario para llevar a cabo la adquisición de una vivienda en los Estados Unidos en 2021 se calcula equivalía al 34,8% de la renta disponible, mientras que el importe promedio de la hipoteca supone el 71% del valor de dicha vivienda, comparado con los datos de 2006, 2007 o 2018, donde el esfuerzo tuvo que ser mayor (aproximadamente el 38% de la renta disponible) para adquirir viviendas cuyas hipotecas suponían de media el 78% del valor de la vivienda para estos años. Las medidas gubernamentales implementadas en los últimos años han consistido en diversos programas de apoyo a los propietarios de viviendas, en la deducción de intereses hipotecarios, así como agencias patrocinadas por el gobierno para promover la compra de vivienda entre veteranos militares y familias con bajos ingresos. En este sentido, la Federal Housing Administration (FHA) se ha enfocado, desde su origen, en los compradores de viviendas que, aunque aún son solventes, tienen un patrimonio más bajo y presentan riesgos moderadamente más altos que los que normalmente se atienden en el mercado convencional. Además de su función original de estabilizar los mercados de vivienda y construcción durante la Gran Depresión, la FHA ha agregado estabilidad al mercado en muchas otras ocasiones durante sus 80 años de historia. Desde la Segunda Guerra Mundial, ha habido cuatro momentos (en 1948, 1958, 1970 y 2008) durante los cuales la participación de mercado nacional de la FHA aumentó en más de 5 pp en un solo año, cuando las hipotecas convencionales eran difíciles de conseguir.

El mercado inmobiliario de Estados Unidos se ha recuperado en los últimos años después de la crisis financiera de 2008. Los precios de las viviendas han aumentado y la actividad en el

Gráfica 2.1-v
Estados Unidos: evolución del índice asequibilidad y precios vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la National Association of Realtors, Oxford Economics, Haver Analytics)

* Enero de 2000=100, promedio anual sin ajuste estacional

sector ha mejorado, lo que ha impulsado el crecimiento económico del país. No obstante, también enfrenta desafíos en términos de asequibilidad por el aumento de los precios y, más recientemente, por las fuertes subidas de los tipos de interés. En palabras de Christopher Herbert, Director General del Centro Conjunto de Estudios de vivienda de Harvard y miembro de la Junta Directiva de Freddie Mac: “La naturaleza de estos desafíos apunta a dos amplias categorías de soluciones. Ampliar la oferta de viviendas de precio modesto, tanto para la venta como para el alquiler, para aliviar la grave escasez de viviendas y programas del lado de la demanda bien diseñados para garantizar el acceso a las oportunidades de alquiler y propiedad de viviendas de buena calidad”.

Estados Unidos en el ranking del IPIA

Por último, como se detalla en el capítulo cuarto de este informe, Estados Unidos ocupa el puesto 26 en el ranking elaborado a partir del *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)*; índice sintético calculado por MAPFRE Economics para un universo de 43 países (véase la Tabla 4.2-b). Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador, el correspondiente al *crecimiento demográfico* es el que contribuye en mayor medida a mejorar la posición de Estados Unidos en la muestra de países analizados (véase la Tabla 4.2-a). En este sentido, la población de Estados Unidos en

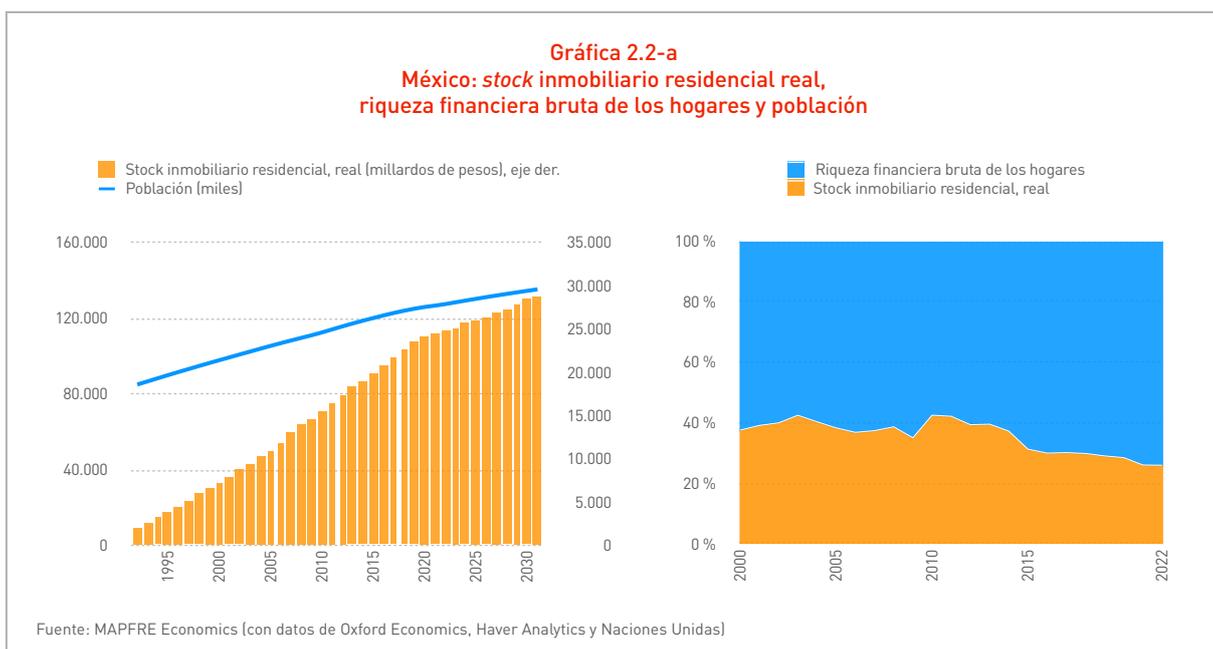
2023 es de 340 millones de habitantes y se estima pueda alcanzar 394 millones para finales de siglo³⁹.

2.2 México

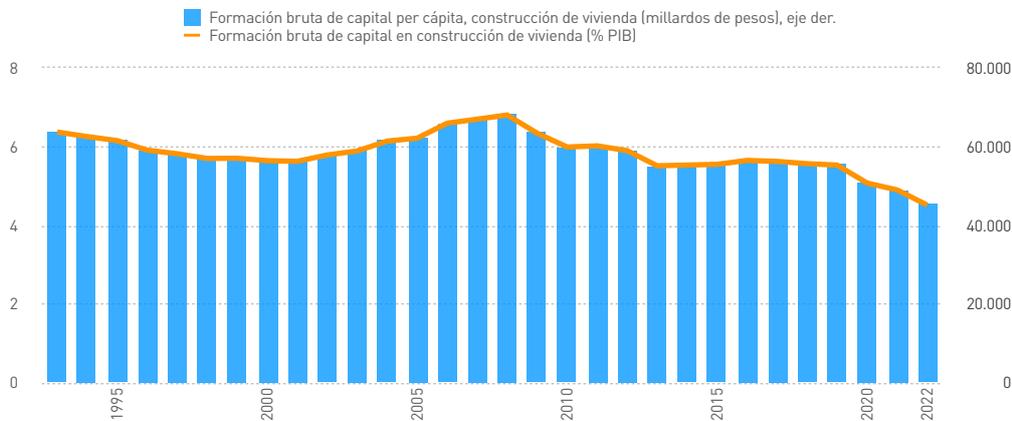
Introducción

El valor estimado del *stock* de viviendas en México en 2023 asciende a 25,1 billones de pesos (en torno a 1,3 billones de dólares)⁴⁰, lo que representa el 136% del PIB, en tanto que la riqueza financiera bruta de los hogares se estima en 75,5 billones de pesos⁴¹ (409% del PIB). Como se observa en la Gráfica 2.2-a, la evolución del *stock* inmobiliario de viviendas en las últimas dos décadas en México muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo en la riqueza de los hogares ha venido decreciendo ligeramente a lo largo de ese período.

Por su parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en términos relativos en relación con el PIB en México, desde el año 1993, presenta una tendencia decreciente, a excepción del período comprendido entre los años 2001 a 2008, alcanzando un máximo del 6,8% del PIB en el año 2008, con un acusado descenso desde entonces hasta presentar un nivel en torno al 4,5% en 2022, marcando los mínimos de las últimas tres décadas (véase la Gráfica 2.2-b).



Gráfica 2.2-b
México: formación bruta de capital en construcción de vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

Cada cinco años, el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) recaba información de las viviendas, así como de la estructura, dimensión y distribución espacial de la población a través de la *Consulta Pública del Censo de Población y Vivienda*. En noviembre de 2022, el INEGI inició una nueva consulta pública dirigida a toda la población mexicana⁴². Según los últimos datos disponibles a diciembre 2020, el parque habitacional en México cuenta con un total de 43.889.122 millones de viviendas, de las cuales 35.219.141 son viviendas particulares habitadas, 6.155.682 deshabitadas y 2.514.299 de uso temporal. En las Gráficas 2.2-c y 2.2-d, se presenta la distribución porcentual en cuanto a su tipología para el año 2020, así como la comparativa entre los años 2010 y 2020⁴³.

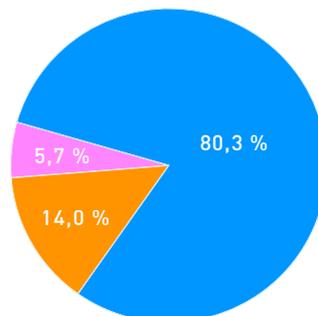
Por su parte, las cifras obtenidas tras el Censo de Población y Vivienda de 2020 muestran un crecimiento progresivo de las viviendas particulares habitadas, registrando durante el período 2010-2020 un aumento de 6.611.573 viviendas, lo que supone un crecimiento del 23,1%⁴⁴ (véase la Gráfica 2.2-e).

Ahora bien, centrándose en la distribución por esta tipología de viviendas bajo el régimen de pago en México, la *Encuesta Nacional de Vivienda (ENVI)* de 2020 muestra información desglosada donde el 57,0% son viviendas propias pagadas, el 16,4% son alquiladas, el 14,2% han sido prestadas por familiares, amigos o por el propio trabajo, el 10,7% son propias, pero todavía se encuentran pendientes de pago, en tanto que el restante 1,7% están en otra situación (véase la Gráfica 2.2-f)⁴⁵.

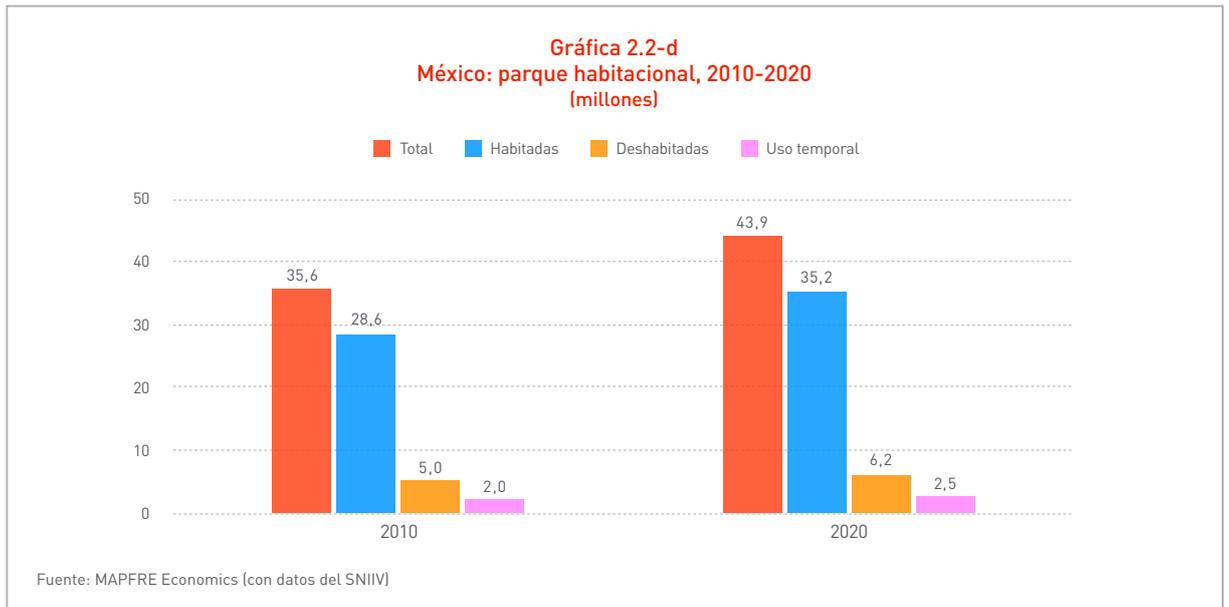
En cuanto a las viviendas particulares habitadas en régimen de alquiler, la referida encuesta expone diversas razones por las que

Gráfica 2.2-c
México: tipología del parque habitacional, 2020

● Habitadas
 ● Desehabitadas
 ● Uso temporal



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Sistema Nacional de Información e Indicadores de Vivienda, SNIIV)

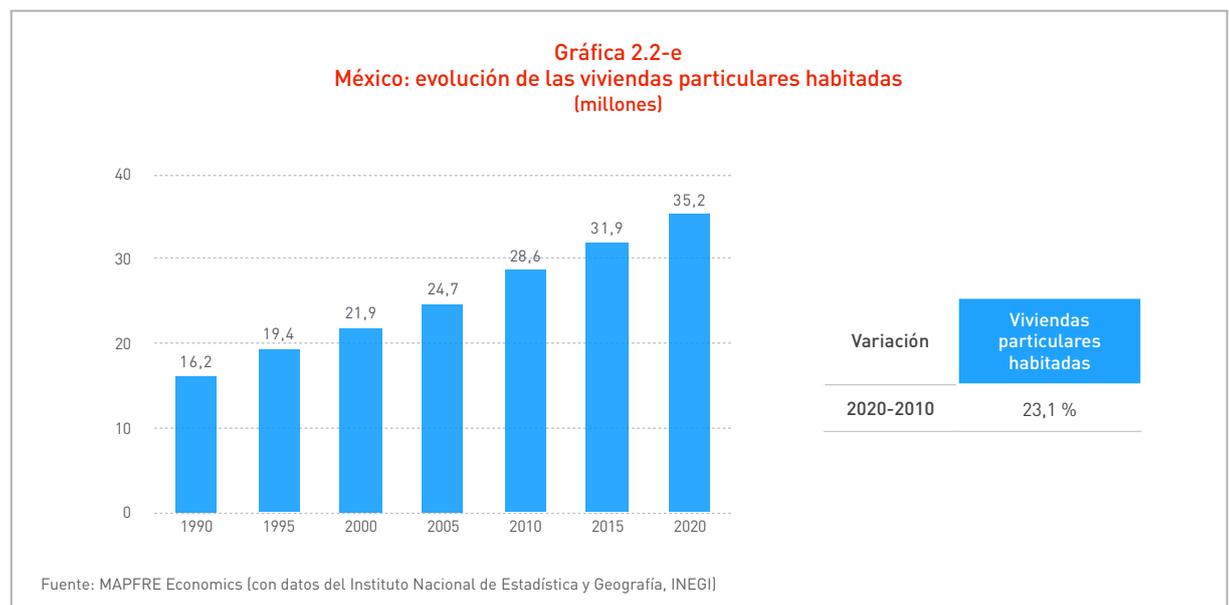


las personas alquilan la vivienda en lugar de comprarla. Entre esas causas se encuentran la facilidad para mudarse, el pago mensual que suele ser inferior al de una hipoteca y, como motivo principal, la falta de recursos y el difícil acceso a un crédito para la adquisición de una vivienda. Con datos a 2020, las viviendas alquiladas en México ascienden a 5.775.939, de las que sólo el 54% tiene un contrato de renta vigente, según información de INEGI, la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) y el Instituto del Fondo Nacional para la Vivienda de los Trabajadores (Infonavit). Asimismo, de las viviendas particulares habitadas propias (pagadas o en vías de pago), que suman un total de 23.878.578, el 72,9%

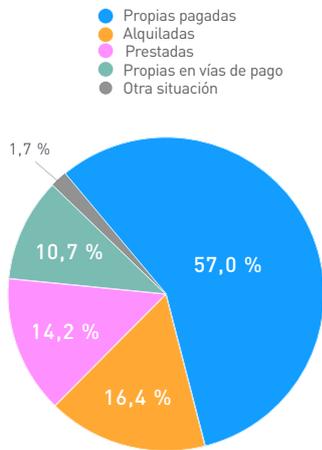
están escrituradas y, dependiendo de la forma en que se adquirieron, se distribuyen en la forma que se ilustra en la Gráfica 2.2-g.

Construcción y venta de viviendas nuevas

Según el registro gestionado por los desarrolladores de la vivienda incluidos en el Registro Único de Vivienda (RUV), las viviendas registradas sufrieron una caída del -43,8% en el año 2022, frente al incremento del 40,8% del año anterior, situándose en 144.937 frente a las 257.689 de 2021⁴⁶ (véase la Gráfica 2.2-h). Una evolución similar se observa al analizar el número de viviendas finalmente producidas, el cual desciende notablemente a



Gráfica 2.2-f
México: estructura de las viviendas particulares habitadas, 2020
 (% , régimen de pago)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI, SHF e Infonavit)

lo largo de los años. Como se muestra en la Tabla 2.2-a, las viviendas construidas durante el período 2014-2022 únicamente registraron incrementos positivos en 2014, 2015 y 2021.

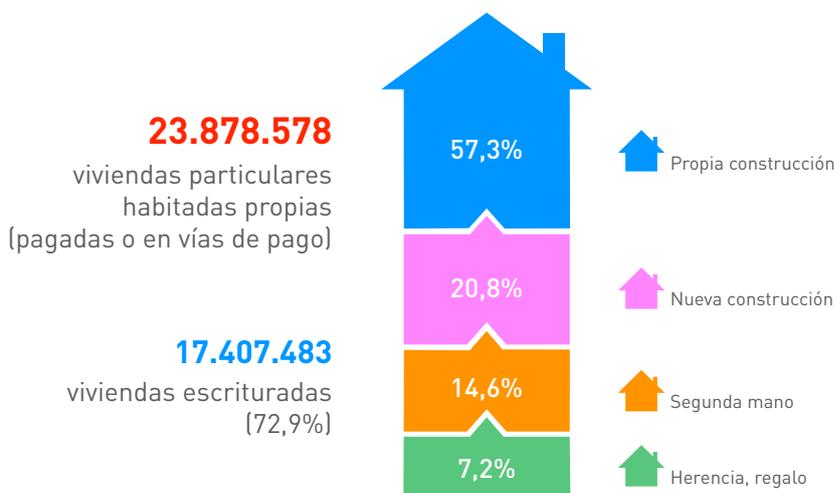
La producción de vivienda en México no ha podido recuperar los niveles previos. El año

2015 fue el de mayor producción de entre los años incluidos en la muestra analizada, alcanzando un total de 301.819 viviendas, frente a las 135.581 viviendas construidas en 2022 (año de menor producción), presentando una caída del -55,1% en el período comprendido entre el 2015 y el 2022. En cuanto a la producción mensual, como se ilustra en la Gráfica 2.2-i, durante los dos últimos años únicamente se registró una variación positiva en el mes de abril (+1,1%), en tanto que la mayor caída de viviendas tuvo lugar en el mes de enero, donde la producción de viviendas pasó de 16.018 en 2021 a 8.232 viviendas en 2022 (-48,6%).

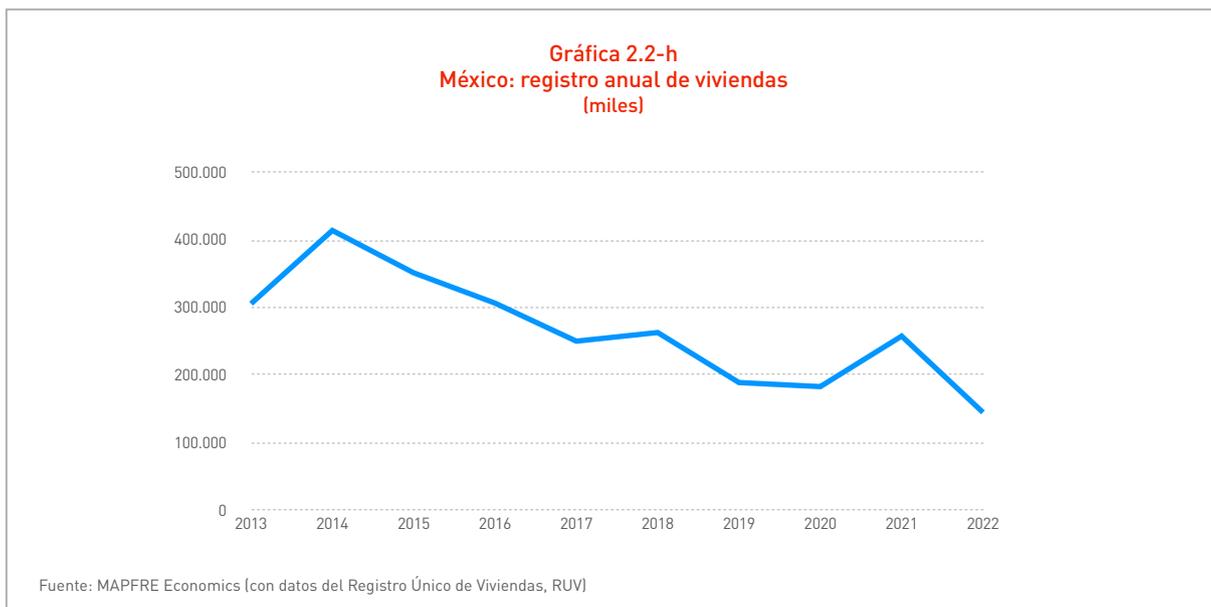
Evolución de los seguros vinculados al hogar

Los seguros relacionados con la vivienda incluyen aquellos que la protegen contra diversos daños, parciales o totales, dependiendo de la cobertura contratada y que no tienen por qué estar vinculados a un crédito hipotecario, como es el *seguro para casa habitación o de hogar*⁴⁷. Este tipo de seguros puede ofrecer, de forma general, cobertura por incendio, terremoto, fenómenos hidro-meteorológicos, responsabilidad civil, robo, rotura de cristales, orientación médica y remoción de escombros, entre otros, y, de forma particular, algunas empresas aseguradoras ofrecen además coberturas extras relacionadas con la asistencia

Gráfica 2.2-g
México: estructura de viviendas, 2020



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI , SHF e Infonavit)



para el hogar, como cerrajería, fontanería, reparaciones eléctricas, entre otras.

Ahora bien, no vinculado directamente a la protección de las viviendas, existe en México el denominado *seguro de crédito a la vivienda* (SCV). Se trata de un contrato de seguro de protección de naturaleza financiera mediante el cual se transfiere una parte del riesgo de crédito asumido por una entidad financiera (banco) a un tercero (aseguradora). De esta forma, los SCV protegen los bancos y entidades financieras que otorgan créditos hipotecarios, ante las pérdidas originadas por el incumplimiento del pago de la hipoteca⁴⁸. En la actualidad, en México existen dos entidades aseguradoras que comercializan este tipo de seguros⁴⁹.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Saldo hipotecario

La financiación de la vivienda y el mercado de crédito hipotecario en México muestran características diferenciales respecto a otros países. Según se desprende de la *Encuesta*

Nacional de Vivienda (ENVI), con datos a 2020 los recursos propios de los hogares son los que prevalecen como medio de financiación para la adquisición de una vivienda (65,4%), seguido de la financiación a través del Infonavit, que representaba el 18%. De este modo, la financiación a través de instituciones financieras privadas representaba solo el 9,1% frente al resto de opciones (véase la Gráfica 2.2-j)⁵⁰. Asimismo, si el análisis se realiza sobre las viviendas propias, nuevas o de segunda mano, que en su conjunto sumaban un total de 8.453.016 viviendas en 2020, es el Infonavit el que lidera su forma de adquisición, superando a la fuente de financiación de recursos propios (véase la Gráfica 2.2-k). Como dato adicional cabe mencionar que sólo un 44,7% de las viviendas propias, nuevas o de segunda mano, mantienen un crédito vigente en ese año.

Nuevas hipotecas constituidas

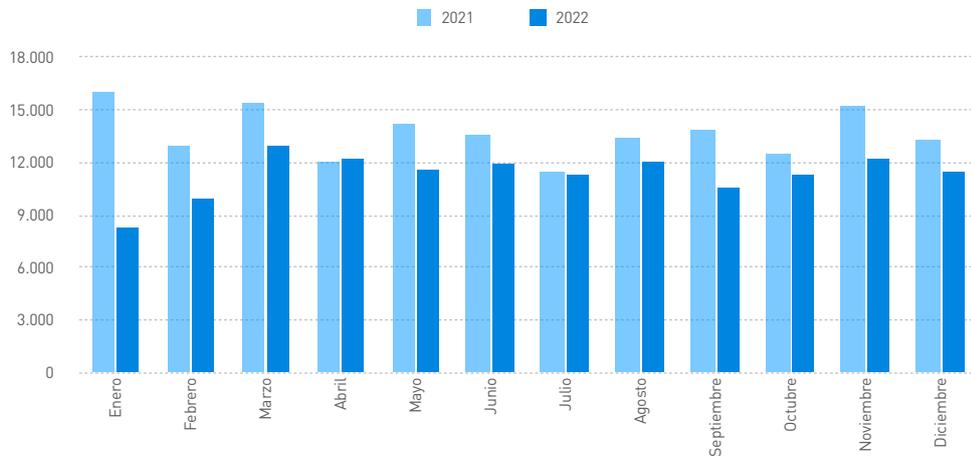
Con la información de los últimos indicadores anuales disponibles, la Gráfica 2.2-l presenta la información relevante sobre el otorgamiento de créditos hipotecarios a 2021 en México. Tras el año 2014, donde el mercado hipotecario alcanzó la cantidad de 609.400 créditos, este ha ido

Tabla 2.2-a
México: producción de vivienda

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Producción de vivienda	285.271	301.819	264.102	217.196	210.351	181.036	151.366	164.002	135.581
Crecimiento anual	14,7 %	5,8 %	-12,5 %	-17,8 %	-3,2 %	-13,9 %	-16,4 %	8,3 %	-17,3 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Registro Único de Viviendas, RUV)

Gráfica 2.2-i
México: producción mensual de viviendas



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del RUV)

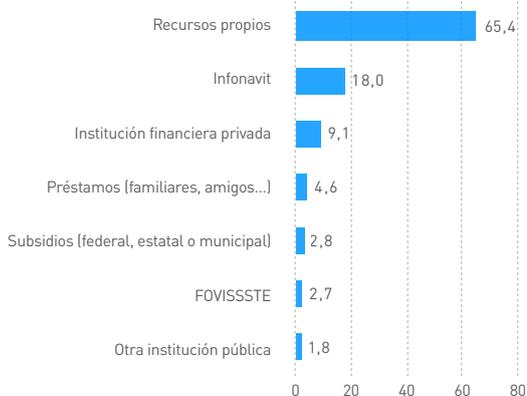
decreciendo hasta el año 2021, donde nuevamente ha mostrado una cierta recuperación, aunque todavía sin alcanzar los máximos del 2014, al ascender a un total de 522.800 créditos otorgados⁵¹.

Por otro lado, en cuanto a la colocación de crédito hipotecario, como se muestra en la Tabla 2.2-b, aunque el número de créditos hipotecarios de origen público ha decrecido en 2021 un -0,3% respecto al año anterior, ha registrado un aumento en su importe de fi-

nanciación del 1,6%. En cambio, la banca comercial ha registrado crecimientos tanto en el importe de financiación (29,2%), como en el número de créditos otorgados, cuya cifra asciende en 2021 a 151.200 créditos aumentando un 25%.

No obstante, en el acumulado de enero a junio de 2022, la colocación en el mercado hipotecario presentó una caída de -38,5 % anual para el número de créditos y de -7,5 % real anual para el monto otorgado⁵². Por

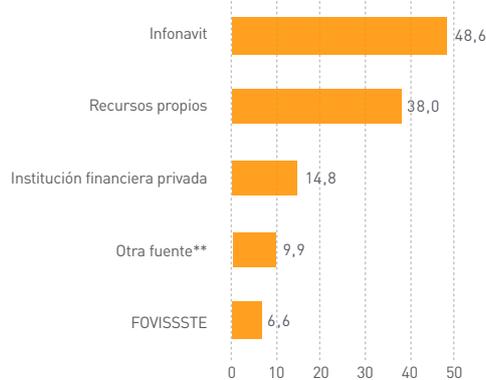
Gráfica 2.2-j
México: viviendas particulares habitadas propias (pagadas/vías de pago) por fuente de financiación, 2020*
(%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI, SHF e Infonavit)

* La suma del total puede ser superior al 100% por tener más de una opción de financiación.

Gráfica 2.2-k
México: viviendas particulares habitadas propias (nuevas/segunda mano) por fuente de financiación, 2020*
(%)

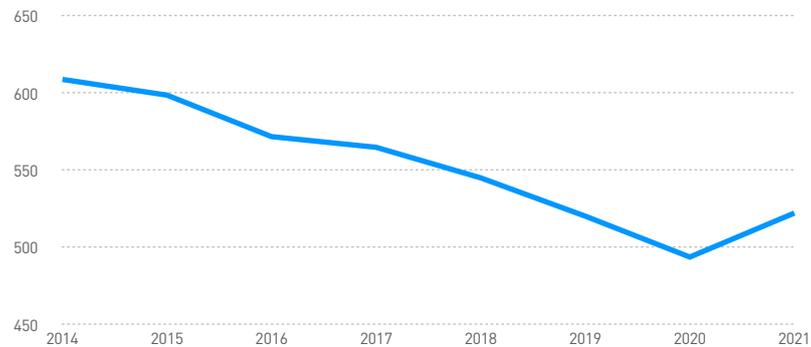


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INEGI, SHF e Infonavit)

* La suma del total puede ser superior al 100% por tener más de una opción de financiación

** Incluye instituciones públicas, préstamos familiares, amistades, así como subsidios federales, estatales o municipales)

Gráfica 2.2-l
México: número de créditos hipotecarios
(miles)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BBVA Research, informe *Situación inmobiliaria México*. Primer Semestre 2022, Banco de México, CNBV, Infonavit, Fovissste y Sedatu)

* Monto a precios constantes de diciembre 2020. Se incluyen las financiacines (créditos y subsidios).

instituciones se replica este comportamiento: en número de créditos, los decrecimientos fueron de -33,3%, 15,7%, y -32,4%, para la banca comercial, el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovissste) y el Infonavit, respectivamente. Cabe señalar que los montos otorgados de la banca comercial y del Infonavit no tuvieron una caída de la misma magnitud que su número de créditos.

De acuerdo con los últimos datos publicados por el Infonavit a través de la Encuesta de necesidades de crédito y vivienda, con información a tercer trimestre de 2022, el por-

centaje de interés que manifiestan los ciudadanos para la obtención y destino de un crédito era de un 63% para la construcción en terreno propio, de un 61% para la adquisición de vivienda y de un 57% para la mejora de la vivienda⁵³.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

Para la contratación de créditos hipotecarios, los seguros que se aplican habitualmente son tres. El primero de ellos es el *seguro de vida e invalidez total y permanente*, que garantiza el pago del capital pendiente en caso de fallecimiento o invalidez total y permanente del

Tabla 2.2-b
México: actividad hipotecaria por organismo
(miles de créditos y millardos de pesos a precios de 2021, cifras acumuladas)

Origen hipotecario	N° créditos otorgados (miles)			Importe financiación (millardos de pesos)		
	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Variación anual	Diciembre 2020	Diciembre 2021	Variación anual real
Institutos públicos	372,6	371,6	-0,3 %	213,1	216,6	1,6 %
Infonavit	324,1	321,7	-0,7 %	174,5	179,1	2,6 %
Fovissste	48,5	50,0	3,0 %	38,6	37,5	-2,8 %
Sector privado ¹	120,9	151,2	25,0 %	207,6	268,3	29,2 %
Bancos ²	120,9	151,2	25,0 %	207,6	268,3	29,2 %
Subtotal	493,5	522,8	5,9 %	420,7	484,9	15,3 %
Cofinanciamiento ³	23,0	21,0	-8,6 %			
Total (Subtotal - Cofinanciamiento)	470,5	501,8	6,6 %	420,7	484,9	15,3 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BBVA Research, informe *Situación inmobiliaria México*. Primer Semestre 2022, Banco de México, CNBV, Infonavit, Fovissste y Sedatu)

1/ Otras instituciones de crédito privadas (como agentes no regulados), al no contar con información pública confiable no se incluyen.

2/ Incluye créditos para autoconstrucción, re-estructuras, adquisición, créditos para ex empleados de las instituciones financieras y créditos para pago de pasivos y liquidez.

3/ Créditos otorgados en conjunto con el Infonavit y Fovissste.

Nota: el factor de actualización se construye con el Índice de precios de la vivienda de la Sociedad Hipotecaria Federal, Base 2017=100.

titular del seguro y la hipoteca, bajo ciertas restricciones⁵⁴. El segundo es el *seguro de daños*, que protege el bien que garantiza el crédito contra los daños que pueda sufrir, ante los riesgos a los que está expuesto⁵⁵. Y el tercero es el *seguro de desempleo*, que cubre cierto número de cuotas de pago del crédito en caso de que el contratante se quede sin empleo de forma involuntaria.

Hipoteca inversa

En julio del 2013, en el estado de México entró en vigor la reforma del Código Civil, Capítulo III bis de la Hipoteca Inversa, poniendo en marcha la hipoteca inversa también llamada hipoteca pensionaria o hipoteca jubilatoria. Posteriormente, este mecanismo se ha venido implantando en otros estados como Baja California, la Ciudad de México, Sonora y Jalisco, entre otros. No obstante, se trata de un producto en una etapa aún incipiente dentro del mercado financiero mexicano.

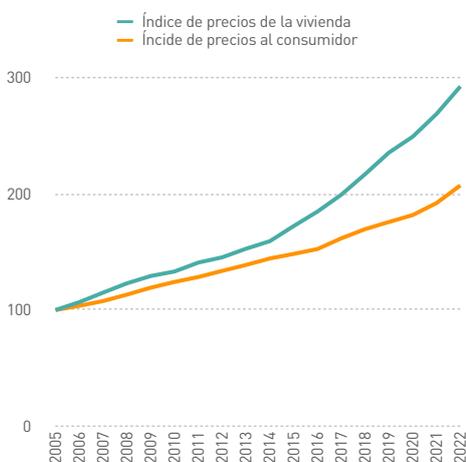
Este producto financiero permite que las personas mayores propietarias de un inmueble puedan disponer de liquidez sin perder la propiedad de este, aumentando así sus ingresos en la etapa de retiro. De forma general, según información recogida en el código civil, se determina que: (i) la edad del

solicitante y los beneficiarios deberá ser igual o superior a los 60 años; (ii) podrán otorgar la hipoteca inversa aquellas instituciones privadas, sociales, personas físicas e instituciones públicas que cuenten con facultades para ello; (iii) el préstamo no podrá ser menor del 70% de valor comercial del inmueble; (iv) se realizará tasación del inmueble cada dos años para estar acorde con la plusvalía que el bien adquiera a lo largo del tiempo; (v) la cantidad que se acuerde otorgar al pensionista deberá ser suficiente para que pueda cubrir sus necesidades; (vi) el pensionista habitará el inmueble hipotecado, pero lo podrá arrendar de manera parcial o total, siempre y cuando esté autorizado por la entidad que concede el préstamo, y (vii) se trata de un préstamo no ejecutable hasta el fallecimiento del titular y beneficiario si lo hubiere.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

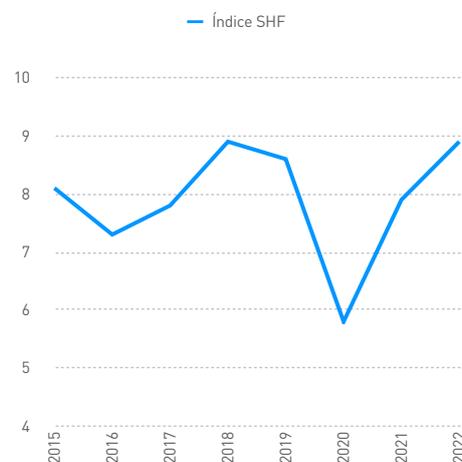
En México, el tamaño y nivel de desarrollo del mercado hipotecario es relativamente pequeño comparado con el de otras economías más avanzadas, lo que afecta al mercado de valores respaldados con hipotecas que carece de una infraestructura y de un marco regulatorio que

Gráfica 2.2-m
México: índices de precios de la vivienda y al consumidor (2005=100)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

Gráfica 2.2-n
México: índice SHF de precios de la vivienda (tasas de apreciación/depreciación 2015-2022, %)



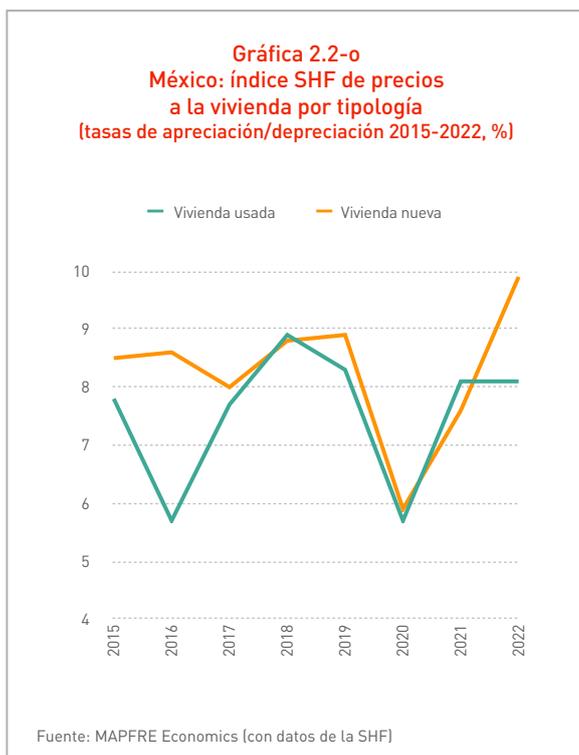
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la SHF)

favorezcan de momento su desarrollo. A pesar de ello, es identificado como uno de los mercados de gran potencial por organismos como la European Mortgage Federation y el European Covered Bond Council⁵⁶.

Precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Precios de la vivienda

Al comparar la evolución de los precios medios de la vivienda en el mercado mexicano con la evolución del índice general de precios en una serie desde 2005 se observa que ambos índices siguen una senda creciente, si bien los precios de la vivienda crecen por encima de la inflación a lo largo de toda la serie, con una mayor divergencia a partir de 2014 (véase la Gráfica 2.2-m). Por su parte, el índice de precios de la vivienda publicado por SHF⁵⁷ mostró, en el año 2022, una apreciación del 8,9% a nivel nacional respecto al año anterior, en tanto que el precio medio de la vivienda fue de 1.535.458 pesos a precios corrientes⁵⁸ (véase Gráfica 2.2-n). Con relación a su tipología, en el año 2022 la vivienda nueva tuvo un mayor incremento que la vivienda usada, situándose en un 9,9% y 8,1%, respectivamente. Asimismo, si se le distingue por su clase, la vivienda económica-social tuvo un aumento levemente inferior al



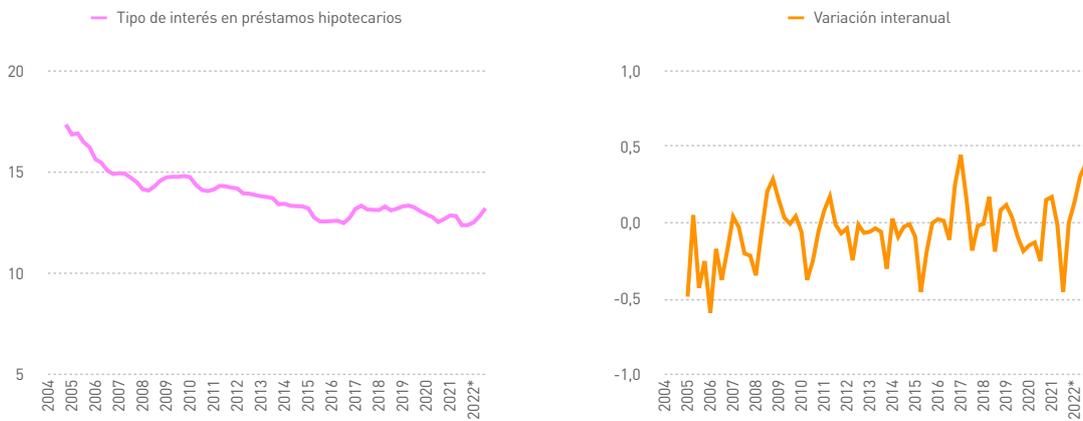
registrado en la vivienda media-residencial durante este mismo período [8,7% y 9%, respectivamente].

Por otra parte, en las Gráficas 2.2-o y 2.2-p se muestran los datos acumulados anuales durante el período 2015-2022 de las viviendas clasificadas por tipología y clases. La comparativa entre las viviendas nuevas y usadas refleja que, con excepción de los años 2018 y 2021, las tasas de las viviendas nuevas han superado de forma continua a las viviendas usadas. Asimismo, respecto a su clasificación, es la vivienda media-residencial la que ha aventajado a la económica-social a lo largo de estos años, excepto en el 2020 y 2021, donde la vivienda económica-social registró un 6,2% y 8,6%, frente al 5,6% y 7,5%, en esos dos años.

Tipos de interés hipotecarios

La Gráfica 2.2-q ilustra la evolución de los tipos de interés para la adquisición de vivienda desde el año 2004. Conforme a esta información, se observa que su nivel máximo del 17,4% se presentó a finales del año 2004, siguiendo desde entonces una senda decreciente hasta el mínimo marcado en el segundo semestre de 2021 del 12,4%. Sin embargo, en 2022 los tipos de interés han repuntado como resultado de la implementación de la política monetaria

Gráfica 2.2-q
México: tipo de interés préstamos hipotecarios
 (tipos de interés, %; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Banco de México, Oxford Economics y Haver Analytics)
 *Datos al tercer trimestre

restrictiva que busca contener las presiones inflacionistas, alcanzando el 13,2% en el tercer trimestre de ese año.

Brecha de crédito a los hogares

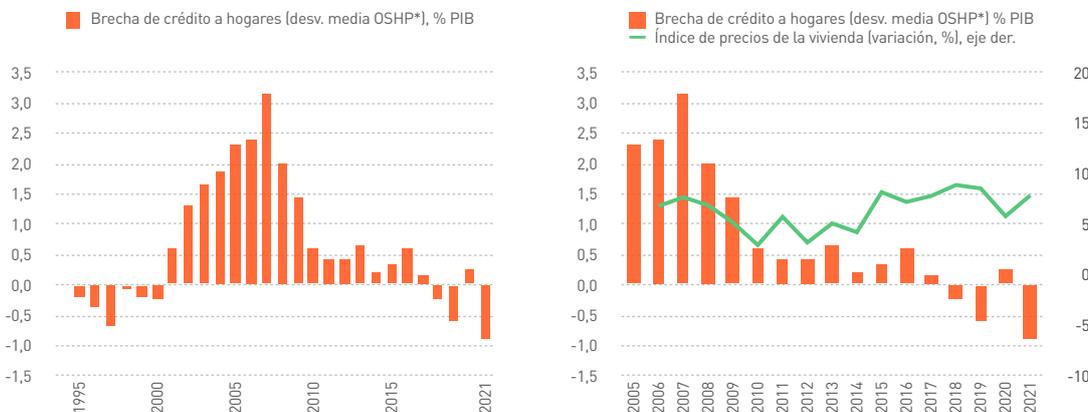
Por lo que se refiere a la evolución de la brecha del crédito a los hogares en relación con su nivel medio (como porcentaje del PIB), puede observarse que, en México, desde el año 2001 hasta 2017, se presenta un extenso período en el que el volumen del crédito a los hogares se encuentra por encima de su media de largo plazo, alcanzando su punto culminante en

2007. A partir de ese punto ha comenzado a cerrarse, lo cual se vio reflejado en el nivel de precios que se desaceleraron entre los años 2008 y 2010, pero sin llegar a retroceder (véase la Gráfica 2.2-r).

Alquiler residencial

Como se ha mencionado anteriormente, de acuerdo con la *Encuesta Nacional de Vivienda* (ENVI), de los 35,3 millones de viviendas particulares habitadas en el año 2020, el 16,4% fueron alquiladas (5,7 millones de viviendas). El motivo principal para alquilar una vivienda, en

Gráfica 2.2-r
México: brecha de crédito a los hogares



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics y Haver Analytics)
 * OSHP = One Sided Hodrick-Prescott

el que coincidió la mayoría de la población, es la falta de recursos y la dificultad para acceder a un crédito para la adquisición de una⁵⁹.

Por otro lado, el reporte anual de vivienda 2022 que publica el Infonavit, presenta también información relevante sobre el alquiler de vivienda en México. Teniendo como base la ENVI 2020, se considera como *viviendas alquiladas* la suma de aquellas que se encuentran bajo un esquema formal de alquiler, así como las viviendas prestadas por familiares, amigos o por el trabajo. En conclusión, y teniendo en cuenta ambas modalidades, el 30,6% de las viviendas en México se encontrarían bajo el régimen de alquiler, donde las primeras entidades federativas con mayor porcentaje de hogares en alquiler son la Ciudad de México, Jalisco, Colima y Baja California Sur, con porcentajes comprendidos entre el 44% y el 36%⁶⁰.

Asimismo, el Infonavit realiza encuestas trimestrales sobre las necesidades de crédito de vivienda, donde recaba información del dinero que las personas destinan para el pago de un alquiler. Según los resultados de la encuesta publicada al tercer trimestre de 2022, la mediana del pago de alquiler agrupado por nivel de ingresos únicamente tuvo un incremento respecto al tercer trimestre del año anterior. Este aumento fue en los hogares del grupo de ingresos que gana un salario mínimo, cuya cifra ascendió a los 2.000 pesos, esto es, 500 pesos más que el mismo periodo del año anterior⁶¹ (véase la Tabla 2.2-c). Así, con base en la información recogida a través de estas encuestas, los datos a tercer trimestre de 2021 indicaban que de los hogares que ganaban más de seis salarios mínimos, 8.000 pesos de pago de alquiler al mes fue la cifra máxima que pagó el 75% de la población correspondiente a este nivel de ingreso, mientras que en esa misma fecha a 2022 esta cifra se incrementó en 1.000 pesos quedando en 9.000 pesos mensuales.

Asequibilidad y programas de ayuda para la adquisición de vivienda

En México, existen numerosos organismos nacionales que ofrecen programas de subsidio y ayuda para la adquisición, construcción, mejora, reparación, ampliación y acceso a financiación de la vivienda, entre los que destacan la Comisión Nacional de Vivienda (CONAVI), el Instituto del Fondo Nacional para

Tabla 2.2-c
México: pago de alquiler agrupado por nivel de ingreso (pesos)

	Mediana a tercer trimestre de 2022	Mediana a tercer trimestre de 2021
Hasta 1 salario mínimo (sm)	2.000	1.500
Entre 1 y 2 sm	2.000	2.500
Entre 2 y 3 sm	2.500	2.500
Entre 3 y 4 sm	3.000	3.500
Entre 4 y 5 sm	2.500	4.100
Entre 5 y 6 sm	3.000	3.700
Más de 6 sm	5.000	5.300

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Infonavit)

la Vivienda de los Trabajadores (Infonavit) y el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (Fovissste)⁶². En esta misma línea, la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) es la banca del gobierno que impulsa el desarrollo de los mercados primario y secundario en materia de vivienda a través de garantías o diversos instrumentos financieros destinados a la construcción, adquisición y mejora de la vivienda⁶³. Es una banca de "segundo piso" (es decir, que no tiene trato directo con el cliente), ofreciendo créditos para remodelar, ampliar, rehabilitar, mejorar la vivienda y el uso de ecotecias con diversos programas dirigidos a grupos vulnerables para facilitarles el acceso al crédito.

México en el ranking del IPIA

Por último, como se desprende de la Tabla 4.2-b, México ocupa el puesto 31 en el ranking del *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA) calculado por MAPFRE Economics, entre los 43 países para los cuales se ha podido calcular este indicador sintético (véase el capítulo cuarto de este informe). Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador, es el correspondiente al *crecimiento demográfico* es el que contribuye en mayor medida a mejorar la posición de potencialidad de México en la muestra de países analizados. De acuerdo con las estimaciones de Naciones Unidas, la población de México en 2023 se sitúa en torno a 128,5 millones de habitantes y se estima que crezca hasta alcanzar los 143,8 millones hacia

mediados de siglo, para luego entrar en una senda de decrecimiento que le llevaría a los 115,6 millones para finales de siglo⁶⁴. No obstante, debe señalarse que los componentes correspondientes al *crecimiento de la renta disponible* y de la *formación bruta de capital en vivienda* le hacen retrasar posiciones (véase la Tabla 4.2-a).

2.3 Brasil

Introducción

En el caso de Brasil, el valor estimado del *stock* inmobiliario en 2021 ascendía a 1,4 billones de reales⁶⁵, en torno al 80% del PIB, lo que contrasta con el valor de los activos financieros totales estimados en 9 billones de reales⁶⁶ (483% del PIB). La evolución de esta variable en las últimas dos décadas muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo respecto al total de activos ha venido decreciendo a lo largo de ese período (véase la Gráfica 2.3-a). Por otra parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en términos relativos en relación con el PIB desde 1995, muestra un período entre los años 1998 hasta el año 2017 en el que presenta una senda descendente desde niveles en torno al 4% hasta el 3%. Desde entonces, este parámetro ha venido creciendo hasta niveles cercanos al 5%, con un retroceso entre los años 2014 y 2016, que se observa nuevamente en 2022 (véase la Gráfica 2.3-b).

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

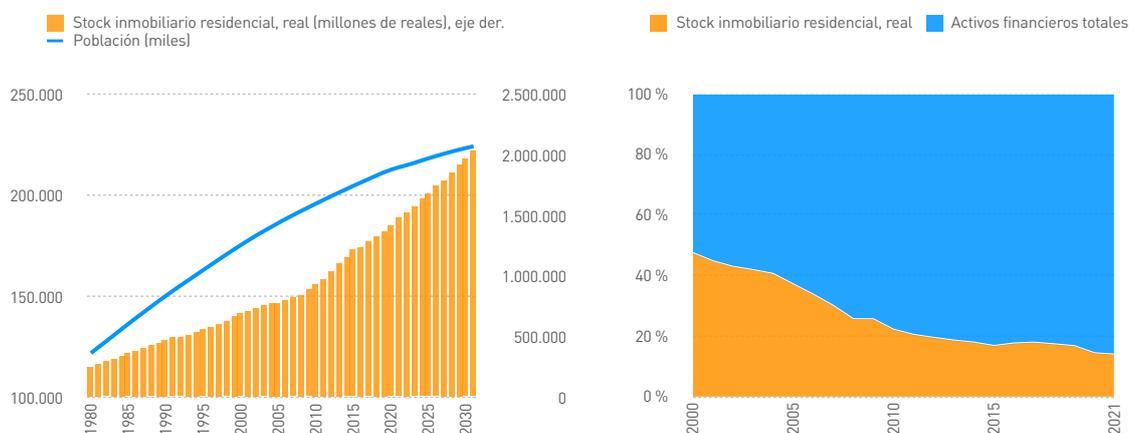
Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

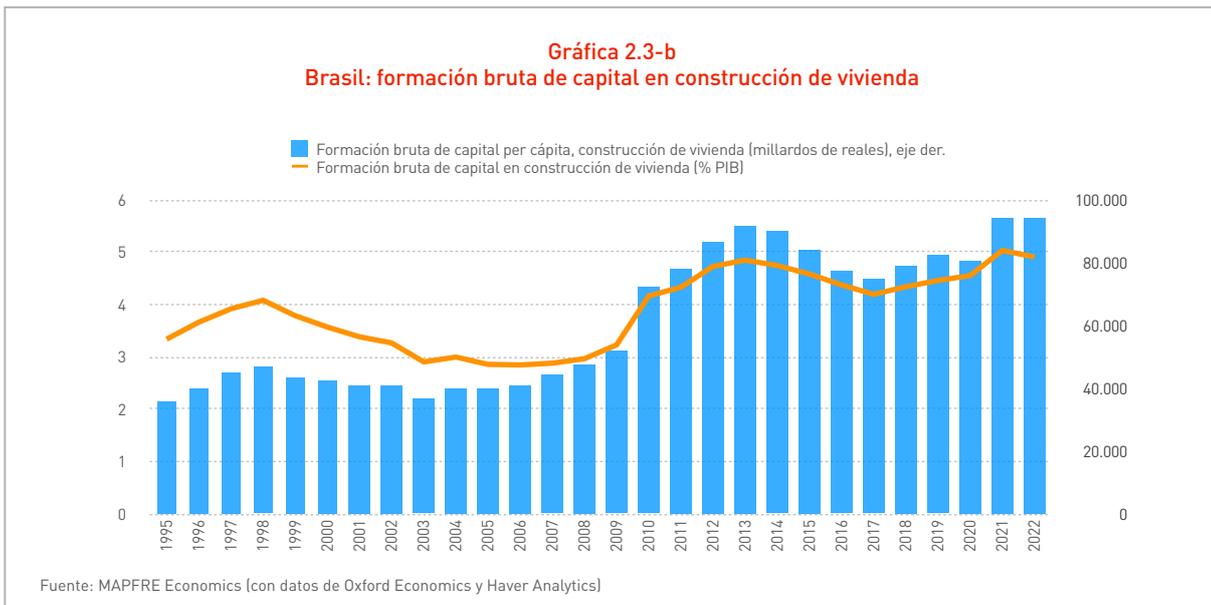
Según datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística (IBGE), el parque de viviendas en Brasil se situó en 72.273.000 unidades habitacionales en 2021, que comparado a los 44.795.000 del año 2000, supuso un crecimiento del 61,3% (véase la Gráfica 2.3-c). En 2021, el parque de viviendas creció en torno al 1% en términos interanuales, reflejando una ralentización que se puede percibir desde 2011, con excepción del año 2018. Es importante resaltar el efecto base en las tasas de crecimiento, lo que indicaría que el ritmo de generación de nuevas viviendas se mantiene prácticamente constante a lo largo de los últimos años.

Respecto a las características de tenencia, en 2019 la vivienda en propiedad en Brasil alcanzaba, en promedio, el 71,2% del parque, mientras que el alquiler representaba el 19,4%, siendo el 9,4% restante principalmente inmuebles cedidos (véase la Gráfica 2.3-d). Cabe destacar que, desde 2016, el IBGE ha subclasificado la característica propiedad en *pagada* y *pagando* (en proceso de pago); el porcentaje de pagadas en 2019 es considerablemente alto 91% (solo se tienen datos del perio-

Gráfica 2.3-a
Brasil: *stock* inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics, Haver Analytics y Naciones Unidas)

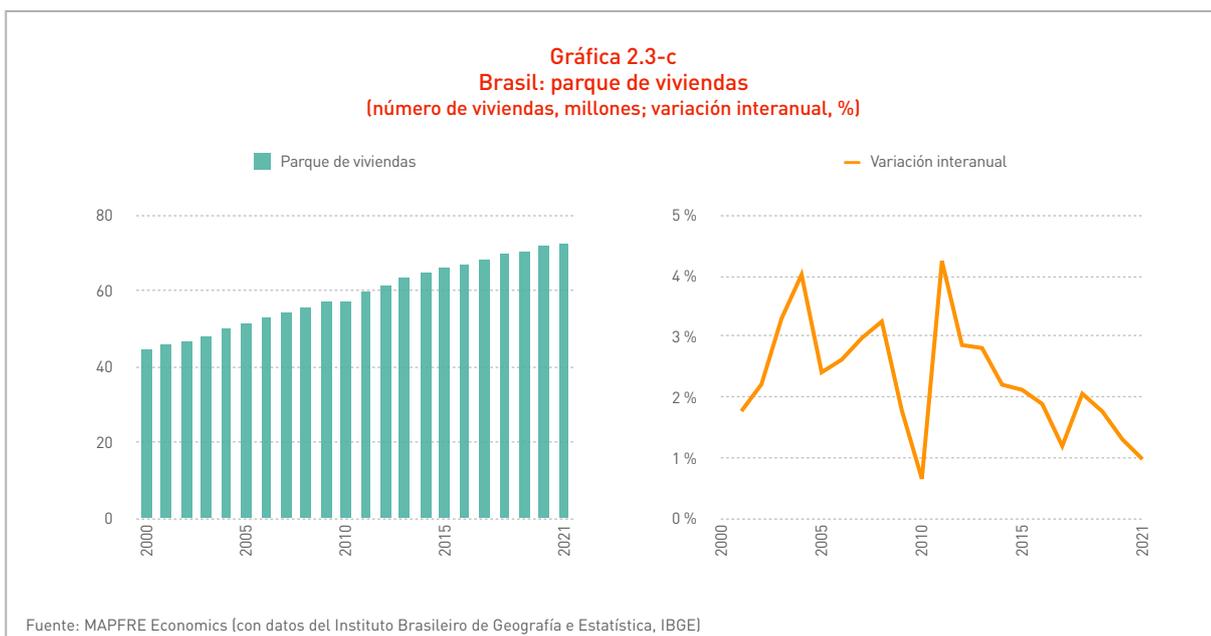


do 2016-2019 debido a la pandemia). Este dato cobra sentido teniendo en cuenta la relativa precariedad de un porcentaje importante de las viviendas existentes en Brasil, donde la propiedad se basa muchas veces únicamente en el terreno y la construcción es progresiva de acuerdo con la capacidad de inversión de las familias, coexistiendo con el uso de materiales de distintas calidades, inferiores cuando se atraviesan momentos de dificultades económicas y viceversa.

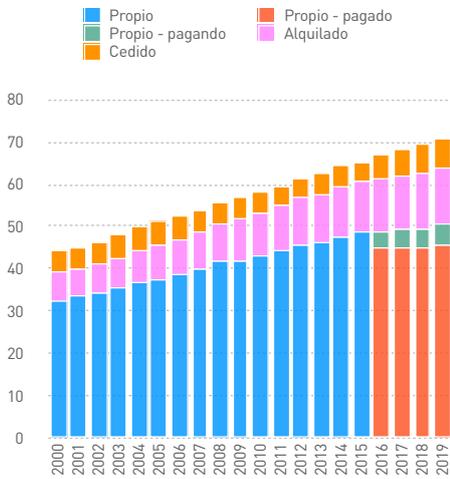
Construcción y venta de viviendas nuevas

La Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), en su informe de *Indicadores Imobiliários*

Nacionais al tercer trimestre de 2022, analizó 199 ciudades en Brasil. A falta de un dato agregado para el conjunto del país, del análisis de la evolución de esta muestra se puede apreciar que la oferta creció en el cuarto trimestre de 2021, respecto al trimestre anterior, pero desde entonces ha decrecido, principalmente debido a los reducidos lanzamientos al mercado de nuevas viviendas que se han realizado a lo largo de 2022 (véase la Gráfica 2.3-e)⁶⁷. En el tercer trimestre de 2022 el total de oferta disponible en la muestra de ciudades era de 257.913 unidades (véase la Gráfica 2.3-f) y fueron vendidas 71.250 unidades (véase la Gráfica 2.3-g). Por otro lado, se puede ver la manera en que la



Gráfica 2.3-d
Brasil: distribución por régimen de tenencia de vivienda (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del IBGE)

oferta disponible se ha mantenido, desde 2017, muy cercana a las 250.000 unidades registradas en las ciudades de la muestra (véase la Gráfica 2.3-h).

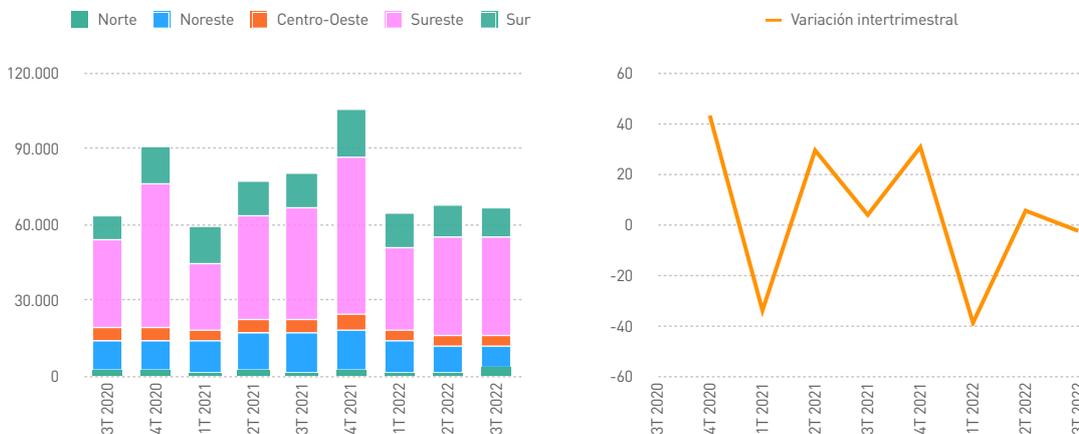
Evolución de los seguros vinculados al hogar

Brasil cuenta con una variedad de coberturas aseguradoras que protegen a los diferentes agentes que intervienen en el mercado inmobiliario. En este sentido, destacan el

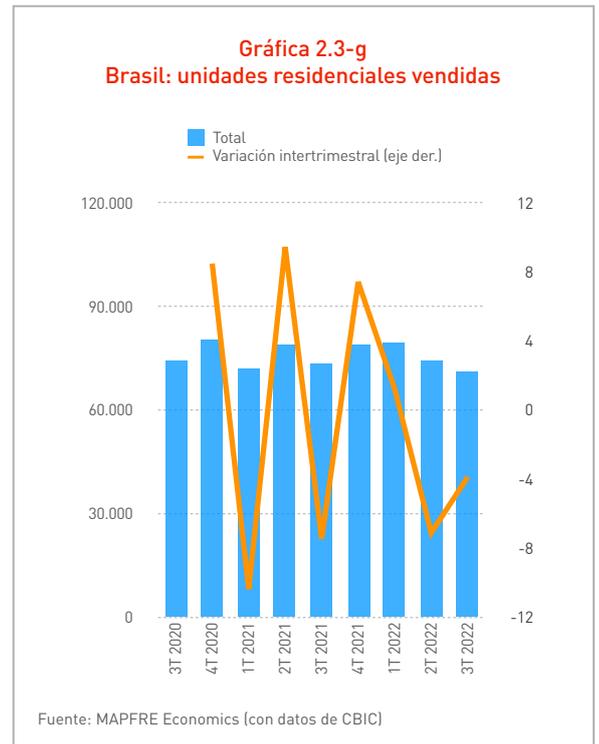
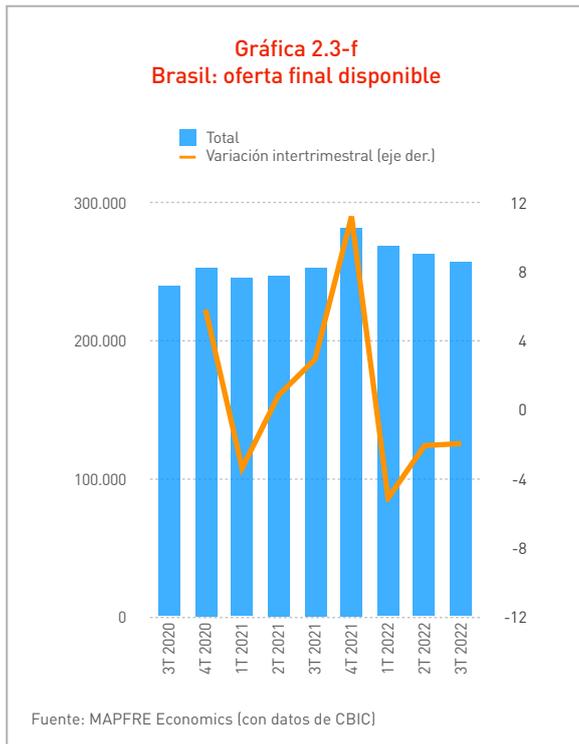
seguro de vivienda (seguro habitacional), seguros multirriesgos residenciales y de comunidades (*compreensivo residencial* y *compreensivo condomínio*), seguro de robo, seguro de ingeniería y seguro de garantía de alquiler (*seguro fiança locatícia*). El primero de ellos (seguro habitacional) es un seguro obligatorio ligado a la financiación inmobiliaria, motivo por el cual este producto se describirá en el apartado dedicado al seguro de Vida riesgo, teniendo en cuenta también que es un producto que incluye una cobertura de daños físicos a la propiedad. Además de este seguro obligatorio para quienes solicitan un crédito para la compra de inmuebles, existen en el mercado brasileño otros seguros que protegen los daños que puedan ocasionarse en el inmueble, como son los productos denominados *seguro compreensivo residencial* y *seguro compreensivo condomínio*, los cuales combinan varios ramos o modalidades en una misma póliza.

El seguro multirriesgo residencial, por su parte, garantiza la cobertura del inmueble y, opcionalmente, puede ofrecer la protección del contenido. La cobertura más común es contra incendio, rayo y explosión. Además, se aseguran los daños causados por inundaciones, incendios en zonas rurales, vendavales, impacto de vehículos, colisión de aeronaves, daños eléctricos y responsabilidad civil familiar, entre otros. El seguro multirriesgo de comunidades, además de garantizar la cobertura de la edificación, que cubre las unidades autónomas,

Gráfica 2.3-e
Brasil: unidades residenciales terminadas (unidades; variación intertrimestral, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Câmara Brasileira da Indústria da Construção, CBIC)

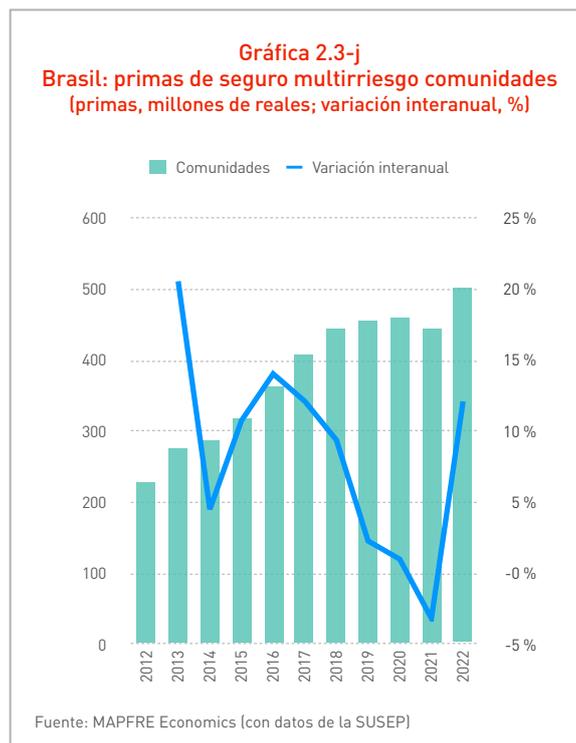
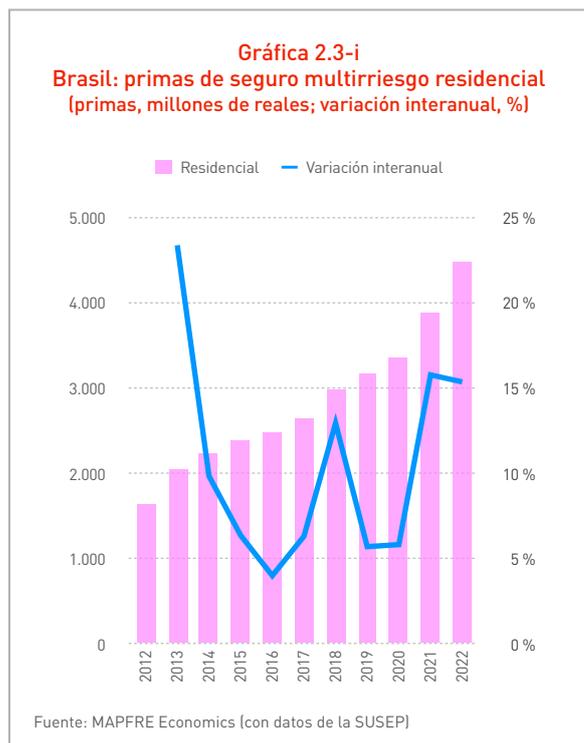


también cubre las partes comunes del condominio. Al igual que en el seguro residencial, la cobertura más común es contra incendio, rayo y explosión, pudiendo ofrecer otras garantías. En Brasil, es obligatorio contratar un seguro contra el riesgo de incendio o destrucción, total o parcial, para

edificios divididos en unidades autónomas y para los bienes muebles e inmuebles pertenecientes a personas jurídicas. Esta cobertura está incluida en ambas modalidades de seguro.



La abundancia de crédito existente al comienzo de la segunda década de este siglo generó un aumento de la demanda de inmuebles, la cual se tradujo también en un incremento de la contratación del seguro multirriesgo residencial, que alcanzó su máximo en el tercer trimestre de 2013, con un crecimiento del 23,9%, finalizando el año con una tasa algo menor pero no menos importante del 23,4%. En los años siguientes, el crecimiento fue ralentizándose, con subidas en algunos trimestres que no llegaron a alcanzar el 10%. En 2018, año en el que las ventas de inmuebles tuvieron un significativo incremento, la emisión de primas vuelve a aumentar por encima del 10%, finalizando el año con un alza del 13% y un volumen de primas de 2.996,7 millones de reales (580 millones de dólares). En 2019, vuelve a desacelerarse el crecimiento hasta producirse una caída del -3,1% en la primera mitad de 2020, fecha a partir de la cual vuelven a crecer las ventas de este ramo, finalizando 2022 con un volumen de primas de 4.484 millones de reales (868 millones de dólares) y un crecimiento interanual del 15,4%. Esto indica que, a pesar del aumento de los



tipos de interés, la venta de inmuebles sigue creciendo en ese país (véase la Gráfica 2.3-i).

Respecto al seguro multirriesgo de comunidades, los ejercicios 2012 y 2013 tuvieron incrementos de dos cifras en la emisión de primas, hasta el 20,6% de diciembre de 2013, comenzando el primer trimestre de 2014 con un descenso del -3,6%, volviendo a crecer significativamente las ventas a partir de comienzos de 2015, con un período de menores alzas en los años 2019 y 2020 y caídas a lo largo de 2021 y principios de 2022 (véase la Gráfica 2.3-j). Las cifras de finales de 2022 indican que el seguro de comunidades se ha recuperado, con un incremento en el volumen de primas del 12,1%, hasta los 501 millones de reales (97 millones de dólares).

Por otra parte, la construcción de inmuebles está protegida por el seguro de ingeniería; un ramo que cubre los riesgos a los bienes asegurados derivados de accidentes que puedan dañar construcciones, montajes y máquinas en funcionamiento. La cobertura básica obligatoria es obra civil en construcción y/o instalación y montaje, pero el asegurado puede optar por contratar coberturas adicionales. La evolución de los ingresos por primas de este ramo en la última década ha sido de decrecimientos anuales hasta 2018, produciéndose importantes subidas a lo largo

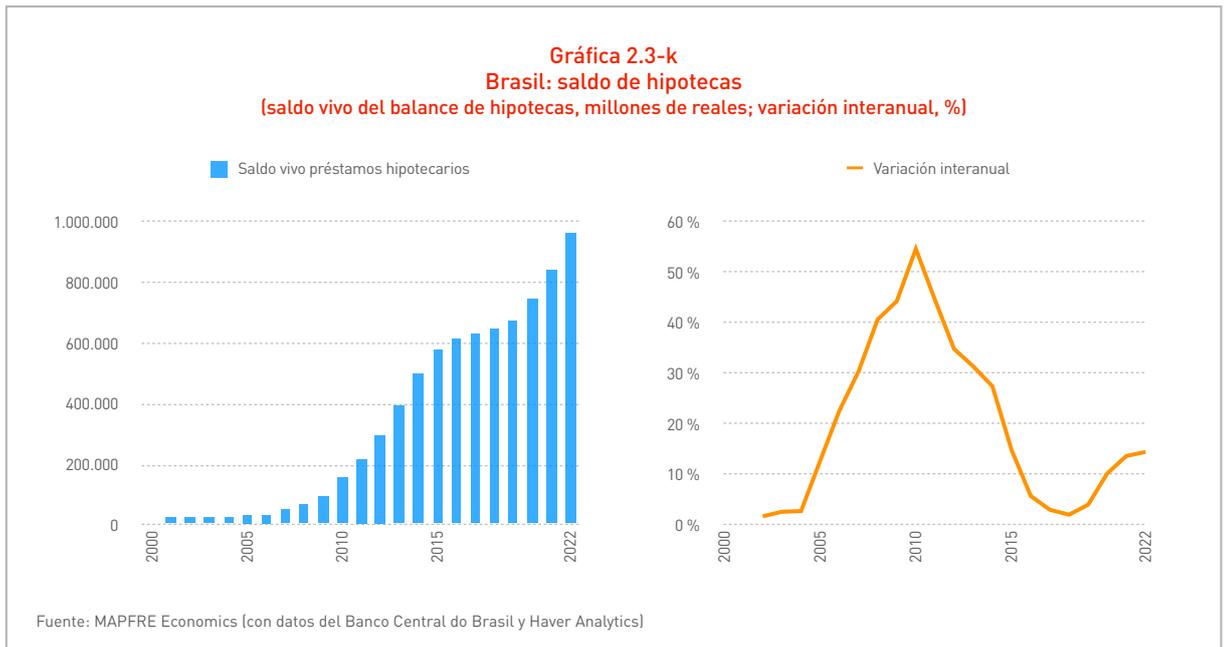
de 2019, año en el que las primas crecieron un 78,4%, en línea con la recuperación del sector de la construcción civil y con la reanudación de proyectos de infraestructura en el país. Aunque 2020 comenzó con importantes caídas, en el último trimestre del año las ventas se recuperaron y finalizaron el año con una importante subida del 20%, comportamiento positivo que se ha mantenido en los trimestres siguientes, acumulando a finales de 2022 un volumen de primas de 885 millones de reales (171 millones de dólares), que supone un incremento del 27,8% respecto al año anterior.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

El saldo vivo de préstamos hipotecarios en Brasil al cierre de 2022 alcanzó 966.576 millones de reales (en torno al 50% del PIB real brasileño), con un crecimiento interanual del 14,6% (véase la Gráfica 2.3.k). Debe señalarse que dicho saldo ha experimentado crecimientos significativos de dos dígitos desde el año 2005, excepto en el período 2016 a 2019 en el que los crecimientos fueron menores, pero positivos.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

La financiación inmobiliaria en Brasil está protegida por un seguro que tiene por objeto pagar las cuotas de la deuda del asegurado,

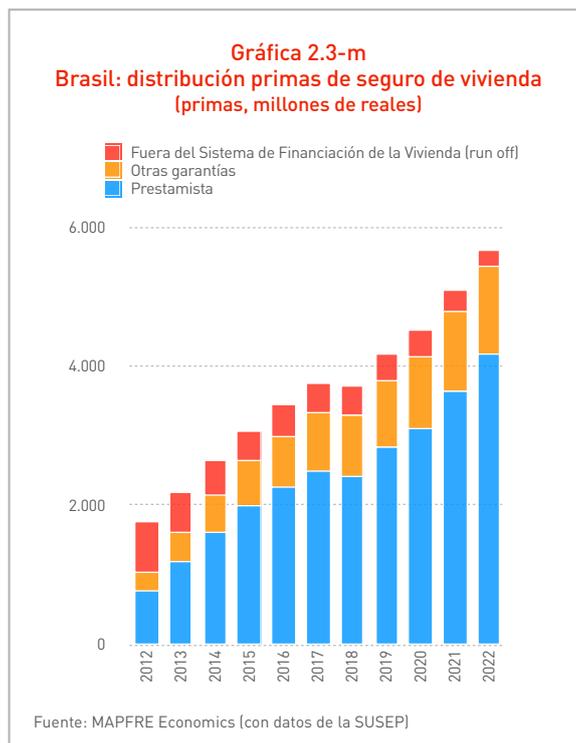
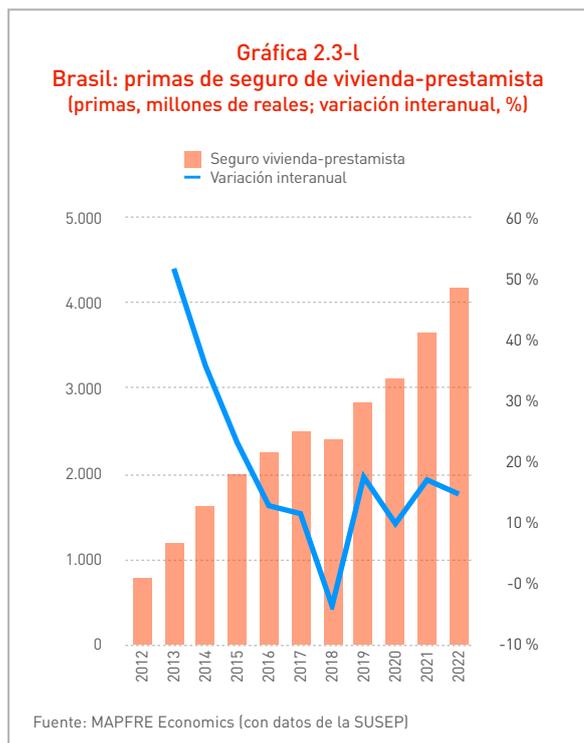


correspondientes al saldo pendiente, que vencen en la fecha del siniestro y que se relacionan con el financiamiento para la adquisición, renovación o construcción de la propiedad, o la reposición de dicha propiedad financiada, en el caso de siniestro cubierto, según la cobertura contratada. Hay dos modalidades de este seguro. El primero de ellos, es el *seguro de vivienda* del Sistema Financiero de Vivienda (*seguro habitacional do Sistema Financeiro da Habitação, SH/SFH*), una póliza única que estuvo en vigor hasta el 31 de diciembre de 2009 y que fue sustituida a partir de entonces por una garantía equivalente concedida por el Fondo de Compensación de Variación Salarial (fondo público vinculado al Tesoro Nacional).

La segunda de estas modalidades es el *seguro de vivienda en pólizas de mercado* (*seguro habitacional em apólices de mercado, SH/AM*), gestionado por las aseguradoras privadas en las modalidades colectiva e individual. Se trata de un seguro obligatorio que debe garantizar dos coberturas: (i) muerte o invalidez permanente (MIP), que cubre la liquidación de la deuda en caso de fallecimiento por causas naturales o accidentales, o la invalidez permanente total por accidente o enfermedad personal, y (ii) daños físicos a la propiedad (DFI), la cual indemniza la reparación o reconstrucción de la propiedad asegurada en caso de incendio, rayo o explosión, vendaval, colapso total, deslizamiento parcial, amenaza de derrumbe, destechado, e inundación o

anegamiento, aunque sea por lluvia. Las aseguradoras pueden ofrecer otras coberturas en las pólizas SH/AM de manera opcional. El período de vigencia del seguro debe corresponder a la financiación del inmueble, y las fechas de inicio y término de la cobertura deben especificarse en la póliza. Para el cálculo de la tarifa de primas de los seguros correspondientes a los riesgos del MIP, sobre el límite máximo de garantía deberán gravarse las tarifas establecidas por edad, por tramo de edad o por edad media del grupo asegurado. El límite máximo de garantía estará constituido, cada mes, por el valor del saldo pendiente de la financiación del inmueble, considerando todas las cuotas vencidas y cualquier amortización ya pagada.

La evolución de las coberturas de los riesgos de muerte e invalidez, las cuales se contabilizan en el ramo de seguro de vivienda-prestamista, ha sido muy positiva a lo largo de la última década, manteniendo incrementos de dos cifras en casi todo el periodo, si se exceptúa una caída del -3,7% al finalizar 2018. Se trata de un producto cuyo comportamiento está muy ligado al de la cartera de crédito. Como antes se indicó, al comienzo de la segunda década del siglo, hubo una importante expansión del crédito para la construcción y adquisición de inmuebles en Brasil, con un aumento del 22,3% en el volumen de préstamos dedicados a la compra de inmuebles en 2012 y del 40,7% en 2013. Este comportamiento tiene su reflejo en el crecimiento de esta



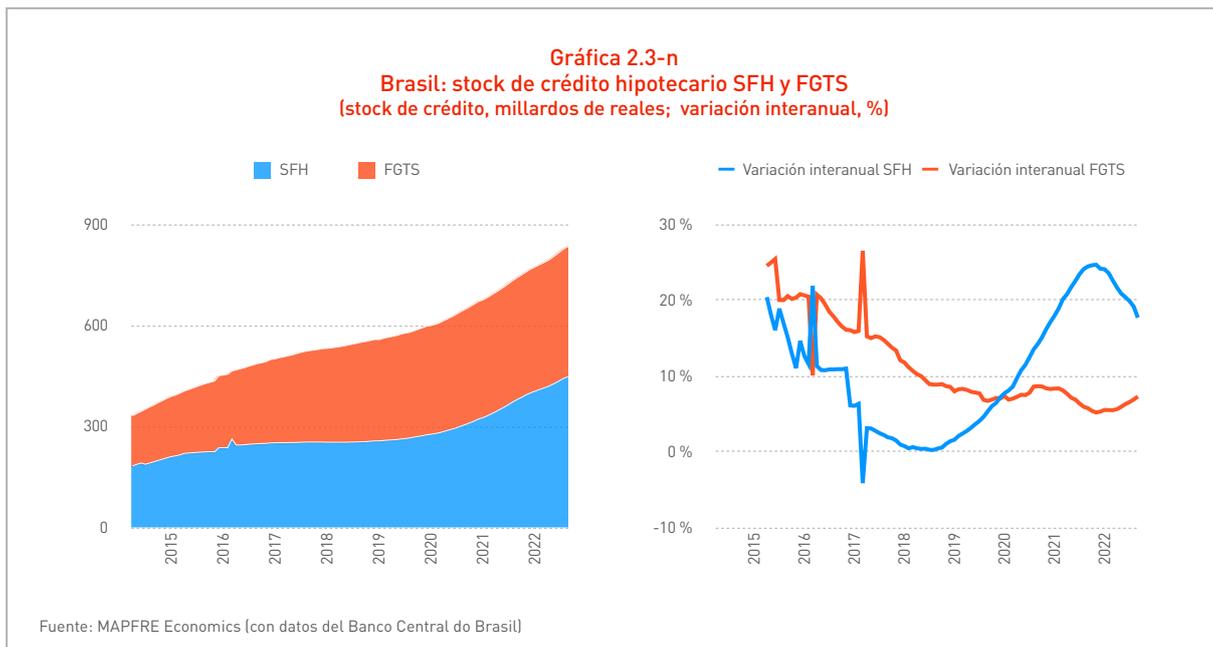
modalidad de seguro (véase la Gráfica 2.3-l), el cual se expandió un 84,6% en 2012 y un 51,7% en 2013. El incremento comenzó a ralentizarse a partir de 2015, hasta la caída de diciembre de 2018, recuperando posteriormente la tendencia de crecimiento, que se ha mantenido, con algunos picos, hasta finales de 2022, año en el que el volumen de primas ha ascendido a 4.187 millones de reales (811 millones de dólares). Por otra parte, la estadística de los daños físicos a la propiedad, que se muestra en el ramo de seguro de vivienda-otras garantías (véase la Gráfica 2.3-m), indica que esta cobertura ha seguido una evolución muy similar a la modalidad de prestamista, ya que ambas se contratan en la misma póliza, aunque los importes de esta cobertura son menores, alcanzando a finales de 2022 los 1.248,9 millones de reales (241,8 millones de dólares).

Hipoteca inversa

La hipoteca inversa aún no está regulada por una ley federal en Brasil. Sin embargo, hay dos proyectos de ley en curso sobre el tema en el Congreso Nacional: el proyecto de ley PLS 52/2018 (que modifica la Ley 9.514 sobre la enajenación fiduciaria de bienes inmuebles con el fin de instituir la hipoteca inversa sobre inmuebles para mayores de 60 años) presentado en 2018 en el Senado, y el PL

3096/19 de 2019 (que modifica el Estatuto del Anciano, Ley 10.741/03, y crea el sistema de hipoteca inversa para personas de 60 años o más) en la Cámara de Diputados. Estos proyectos se diferencian en que el del Senado aborda dicha norma dentro de la ley de enajenación fiduciaria, lo que genera cierta divergencia jurídica y terminológica, ya que hipoteca y enajenación son conceptos distintos. El primero se encuentra actualmente archivado por el Pleno del Senado desde el 22 de diciembre de 2022, mientras que el segundo se encuentra a la espera de la designación de ponente en la Comisión de Desarrollo Urbano desde el 2 de junio de 2021.

Al mismo tiempo, el Ministerio de Economía de Brasil continúa estudiando los mecanismos para su desarrollo, desde el punto de vista reglamentario y financiero. De hecho, este organismo estima que este modelo de crédito podría alcanzar los 3,5 mil millones de reales para la economía brasileña. Esta propuesta es mencionada en la nota informativa sobre los objetivos y desafíos para 2021, como parte de las iniciativas para frenar los efectos de la pandemia; sin embargo, no ha vuelto a ser considerada desde entonces⁶⁸.

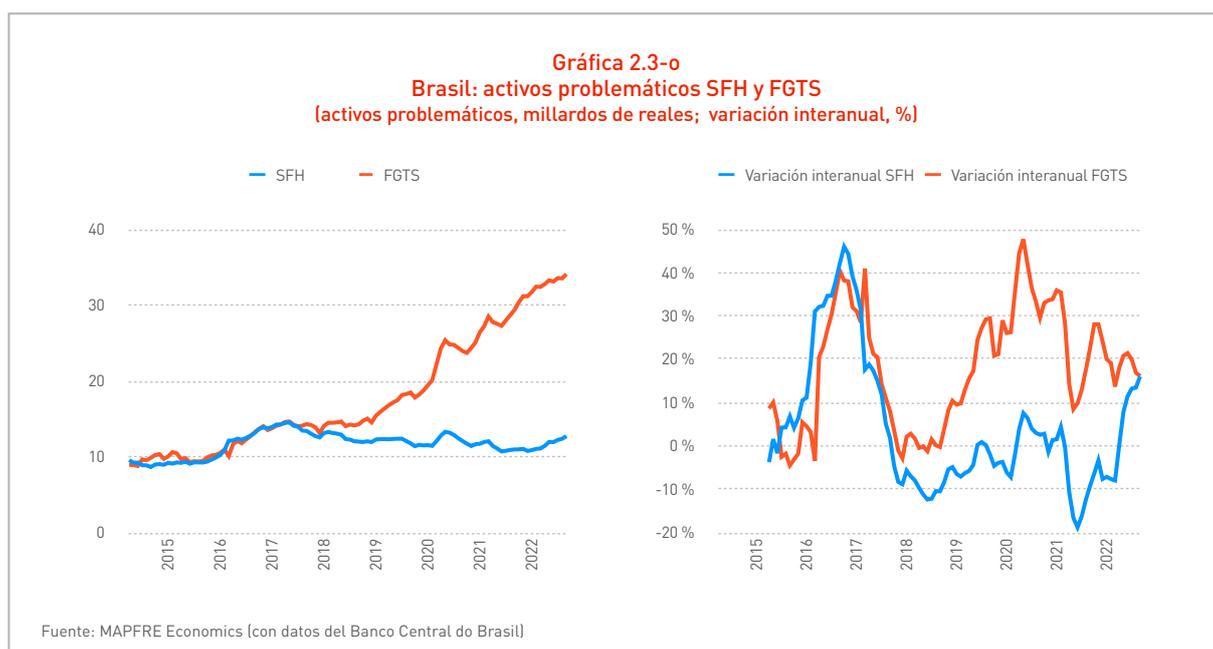


Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

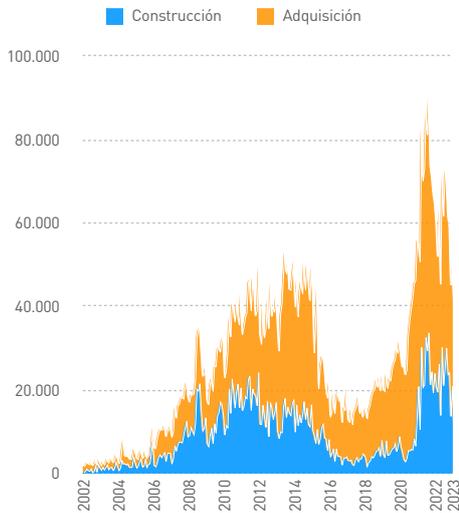
Los recursos utilizados para respaldar el crédito a la vivienda en Brasil comprenden básicamente las fuentes de depósito del *Sistema Financeiro da Habitação* (SFH, creado en 1964), el *Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo* (SBPE, obliga a las instituciones financieras a destinar un mínimo de 65% a la financiación inmobiliaria) y el *Fundo do Garantia por Tempo de Serviço* (FGTS, el 8% del salario mensual de un empleado en el sector formal

que es depositado en una cuenta a su nombre en el único banco público, Caixa Econômica Federal).

Por otro lado, el *Sistema Financeiro Inmobiliario* (SFI) regula, desde 1997, los instrumentos que conectan el crédito inmobiliario al mercado de capitales, que son el *Fundo de Investimento Imobiliário* (FII), el *Fundo de Investimento em Direito Creditório* (FIDC), las *Letras de Crédito Imobiliário* (LCI, cédulas hipotecarias no garantizadas), los *Certificados de Recebíveis Imobiliários* (CRI, equivalentes a los Mortgage Backed Securities, MBS), y las *Letras*

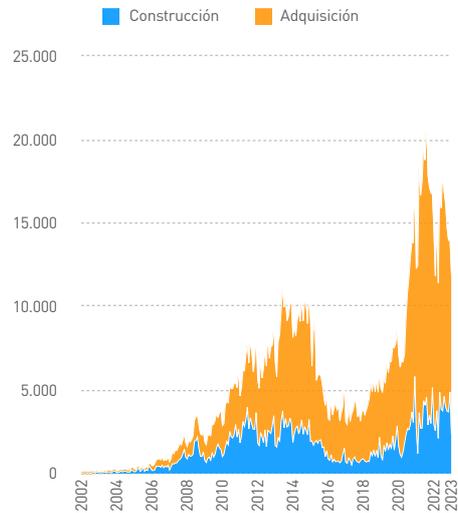


Gráfica 2.3-p
Brasil: unidades financiadas mensualmente con recursos SBPE (unidades financiadas)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ABECIP)

Gráfica 2.3-q
Brasil: monto financiado mensualmente con recursos SBPE (millones de reales)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ABECIP)

Imobiliárias Garantidas (LIG, equivalentes a los Covered Bonds). Salvo las LCI, los demás instrumentos del SFI siguen utilizándose de manera preponderante en el mercado inmobiliario no residencial⁶⁹.

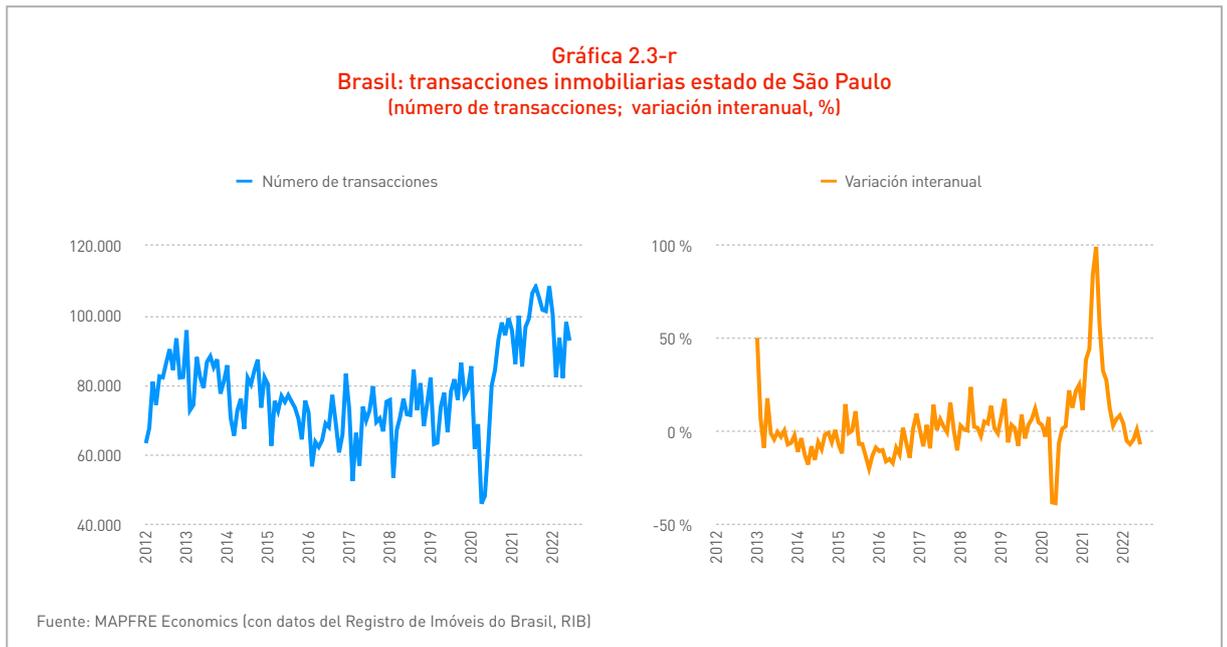
El Banco Central do Brasil publica datos del *stock* de crédito (sumatorio de los valores a vencer, vencidos y en pérdida) de las líneas de financiación vía SFH y FGTS para personas físicas y personas jurídicas, por lo que, agregándolas, se tiene que el *stock* por SFH, en septiembre 2022, fue de 446.912,67 millones de reales, mientras que la línea FGTS mantuvo un *stock* de 388.101,37 millones (véase la Gráfica 2.3-n). De esta forma, desde el mes de abril de 2014 y hasta el mes de agosto de 2022, el *stock* de crédito SFH y FGTS ha crecido en un 145% y 160%, respectivamente. Asimismo, se puede observar que interanualmente el *stock* de crédito hipotecario para ambas líneas siempre ha crecido, y es relevante ver que la tendencia del FGTS es constante en los últimos años manteniéndose sobre el 7-8%, mientras que el SFH desde finales de 2017 ha seguido una tendencia positiva de crecimiento, frenándose en noviembre 2021 para seguir desde entonces sigue una línea decreciente, aunque todavía se sitúa más alta, en un entorno del 17-18%.

Créditos dudosos y tasa de morosidad

Por otro lado, los activos problemáticos (los cuales incluyen las operaciones de crédito vencidas desde hace más de 90 días, aquellas reestructuradas que se encuentran dentro del periodo de doce meses para subsanarse, y las clasificadas por las entidades financieras entre los niveles de riesgo “E” y “H”) han crecido notablemente, especialmente en la línea de crédito FGTS, los cuales, en septiembre 2022, se situaron en 34.092,13 millones de reales, lo que representa un 282% de crecimiento respecto abril 2014. En este sentido, es pertinente mencionar que pese a tener ese alto nivel de crecimiento, respecto a la cartera FGTS viene a representar el 8,78%; la misma relación para el SFH es de 2,85% (véase la Gráfica 2.3-o).

Unidades financiadas con las cuentas de ahorro del sistema financiero brasileño (SBPE)

La *Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança* (ABECIP) y el Banco Central do Brasil cuentan con una base de datos sobre las unidades financiadas con las cuentas de ahorro del sistema financiero brasileño (SBPE). Conforme a dicha información, se tiene que, para enero 2023, la cantidad de unidades financiadas con el SBPE asciende a 41.315

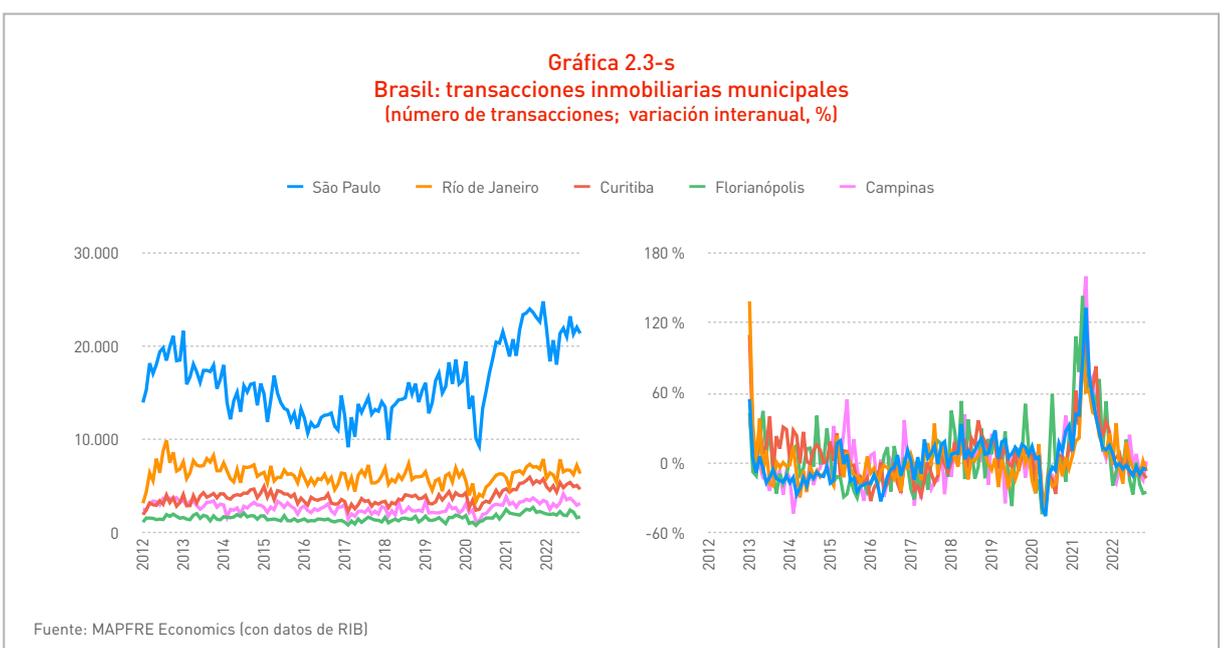


(11.881 para construcción y 29.434 para adquisición), cuyo valor en millones de reales es de 11.879,98 (2.346,38 y 9.533,60, respectivamente). Debe señalarse que las unidades financiadas para construcción por SBPE empezaron a caer desde inicios de 2015, a niveles muy similares a los que se encontraría más adelante en el primer semestre de 2020, debido fundamentalmente a los efectos económicos de la pandemia. No obstante, este tipo de financiación se ha recuperado desde 2021, manteniéndose en la media de 20.000 unidades mensuales (véanse las Gráficas 2.3-p y 2.3-q).

Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Transacciones inmobiliarias

El *Registro de Imóveis do Brasil* (RIB) publica series mensuales sobre las transacciones inmobiliarias para el Estado de São Paulo y a nivel municipal para las principales ciudades de Brasil. En este sentido, el RIB ha mostrado un incremento notorio en las transacciones inmobiliarias (compraventa, adjudicación, cesión, herencia, partición amistosa o contenciosa, etc.) a lo largo de 2021, luego del

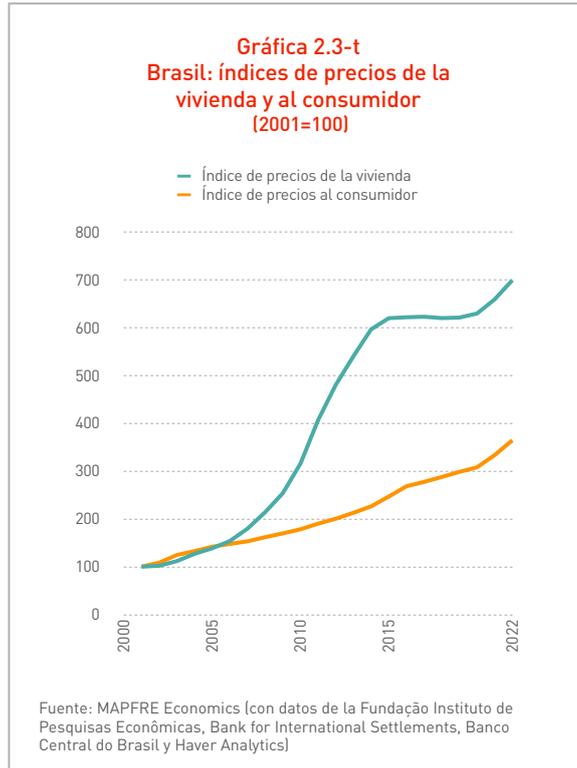


desplome ocurrido por la pandemia durante el primer trimestre de 2020, pudiendo verificarse esto tanto en el Estado de São Paulo como en la información de los municipios de São Paulo (municipio dentro del Estado del mismo nombre), Rio de Janeiro, Curitiba, Florianópolis y Campinas (véanse las Gráficas 2.3-r y 2.3-s).

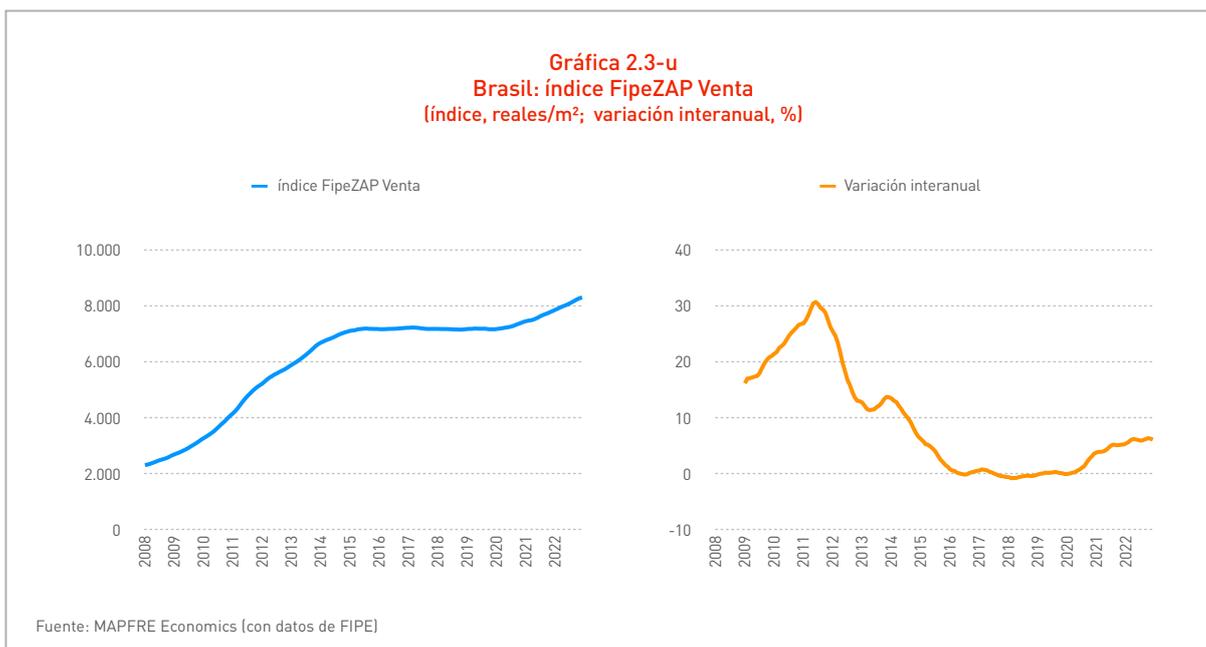
El efecto sobre las tasas de crecimiento también sigue la misma tendencia y debe tenerse en cuenta el efecto base, que explica en parte por qué las tasas en el segundo trimestre de 2021 han llegado a picos de 100% de incremento para el Estado de São Paulo y de 150% para el municipio de Campinas. Sin embargo, pese al efecto base, es relevante señalar el incremento en el número de las transacciones para el año 2021, donde se ha llegado a niveles máximos dentro del periodo 2012-2022. Por otro lado, se observa también un reajuste a la baja en el año 2022 para los casos estatal y municipales, a consecuencia de la coyuntura política-social a raíz de los resultados presidenciales y las protestas, el entorno económico por la coyuntura exterior más desfavorable y el efecto base de 2021 (véase la referida Gráfica 2.3-s).

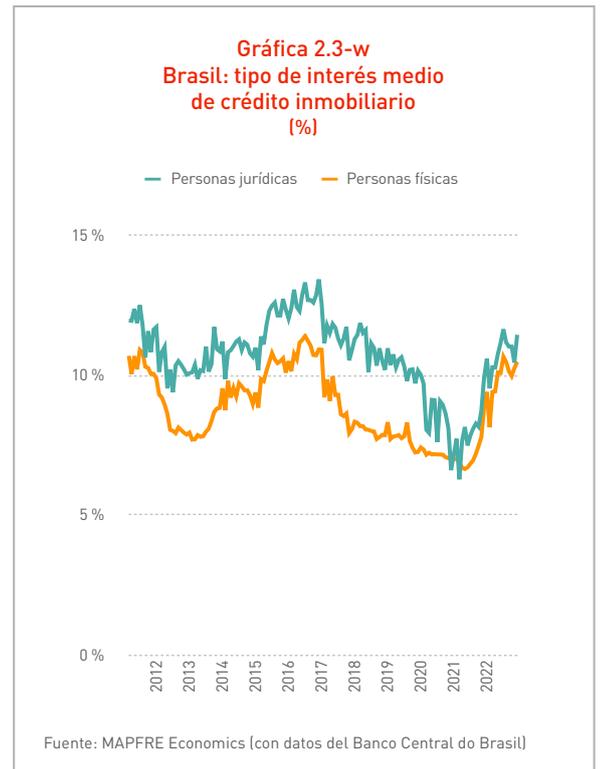
Precios de la vivienda

Si se compara la evolución de los precios medios de la vivienda en Brasil con la evolución del índice general de precios en una serie desde 2001, puede observarse que ambos índices siguen una senda similar hasta el año



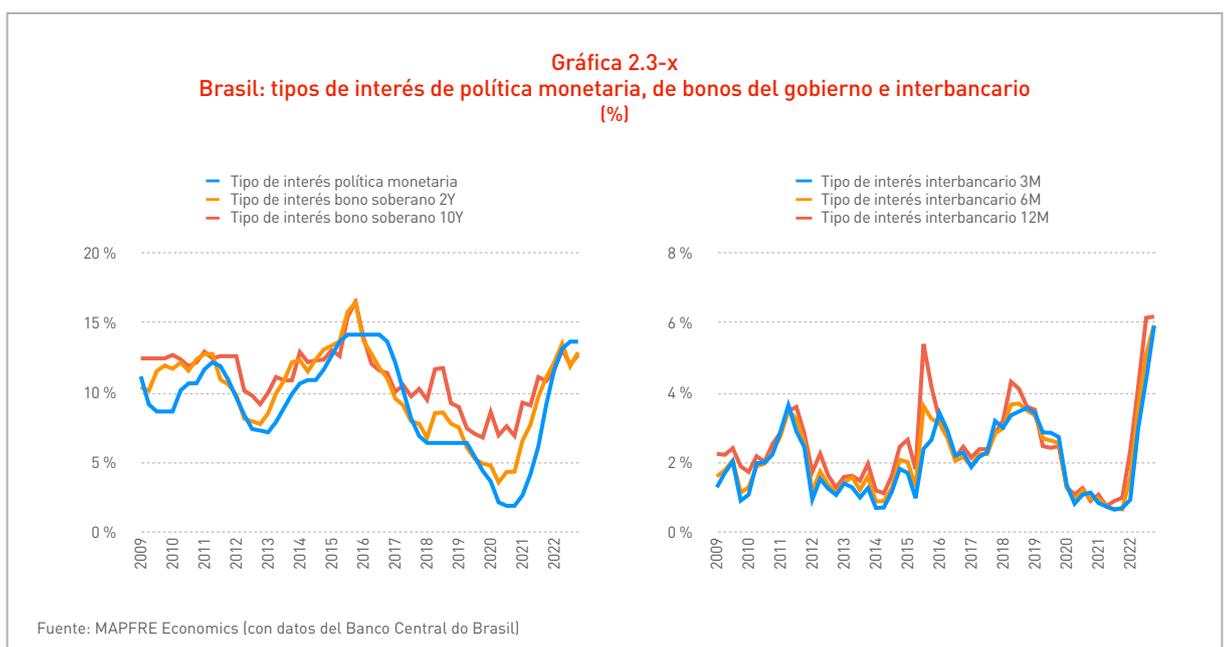
2007. A partir de ese momento, ambas tendencias se separan y el índice del precio de la vivienda aumenta sustancialmente por encima de los precios al consumo, si bien entre los años 2014 y 2020 tuvo un periodo en el que se habían estabilizado volviendo a repuntar en los últimos dos años (véase la Gráfica 2.3-t). Por otra parte, como puede observarse con los precios calculados por la Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE)⁷⁰, el precio de la





vivienda ha crecido notablemente respecto a 2008. No obstante, desde 2011 el ritmo de crecimiento se ha ralentizado y, con excepción del periodo 2013-2014, ha tenido una tendencia decreciente en la tasa interanual, llegando a niveles cercanos a 0 entre 2016 y 2020 (véase la Gráfica 2.3-u). A partir de 2021, se registra un leve cambio de tendencia, motivada principalmente por la coyuntura interna y externa que han propiciado una

elevada inflación, la cual, en diciembre 2022, se situó en el 6,15% (en valores, el precio del metro cuadrado se ubicó en 8.321 reales). Actualmente, el límite superior de los precios por metro cuadrado de la muestra recogida por la FIPE se encuentra en Vitória (por encima de São Paulo y Río de Janeiro), con 10.481 reales por metro cuadrado, y cierra el ranking João Pessoa con 5.429 (véase la Gráfica 2.3-v).



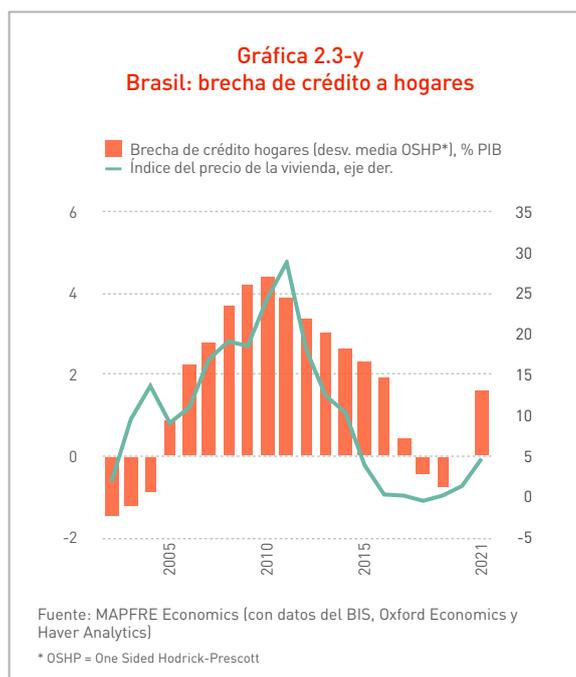
Tipos de interés hipotecarios

El Banco Central do Brasil publica de manera mensual los tipos de interés medios de las operaciones de crédito inmobiliario con recursos dirigidos a personas físicas y a personas jurídicas, tomando en cuenta tanto los financiamientos con tipos de mercado como con tipos regulados (véase la Gráfica 2.3-w). La tendencia en general de los tipos de interés desde mediados de 2016, tanto para individuos como para empresas, venía siendo decreciente hasta mediados de 2021, momento en el que ha cambiado, ya que, por efectos de la inflación, el banco central subió la SELIC (tasa de política monetaria) progresivamente (el registro más bajo se ubica en los dos últimos trimestres de 2020 con un tipo de 1,90%), cerrando el 2022 con 13,65%. Así, a finales de 2022, el tipo de interés medio de crédito inmobiliario para personas físicas se encontraba en el 10,47% y el de personas jurídicas en el 11,43%.

Asimismo, es relevante señalar que, entre las economías latinoamericanas, Brasil fue la primera que, tras la pandemia, comenzó a subir tipos de interés de forma acelerada para combatir la inflación, lo que repercutió en los tipos de interés del mercado interbancario (véase la Gráfica 2.3-x). En este sentido, se espera que se mantengan los tipos de interés en niveles elevados por un tiempo, pudiendo comenzar a reducirlos a partir de finales de 2023, si logra mantenerse controlada la inflación dentro del rango marcado por la autoridad monetaria.

Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, en Brasil se pueden distinguir un período entre los años 2005 y 2010, en el que el volumen del crédito a los hogares en porcentaje del PIB aumenta de forma progresiva hasta situarse significativamente por encima de su media de largo plazo en el año 2010. Esta situación se vio reflejada en el nivel de precios, los cuales experimentaron un fuerte repunte (la diferencia de lo que sucedió en otras economías avanzadas por la crisis inmobiliaria de 2008-2009). Sin embargo, a partir del año 2011, la brecha de crédito, todavía positiva, cambia de tendencia y comienza a reducirse, y no es sino hasta el año 2019 que vuelve a



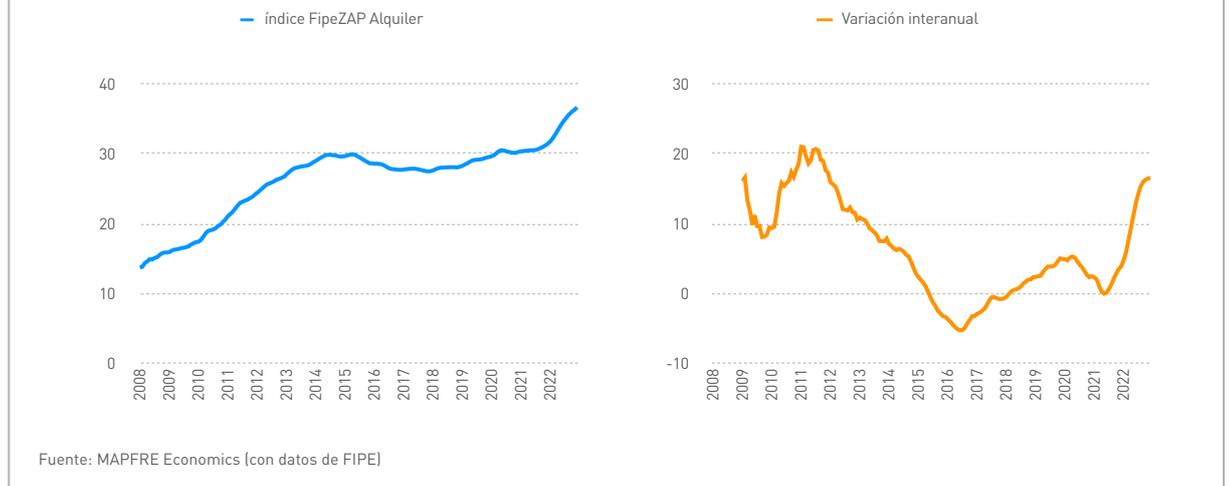
crecer, lo cual se reflejó en una desaceleración en los precios de la vivienda (véase la Gráfica 2.3-y).

Alquiler residencial

Al igual que en el precio medio del metro cuadrado de venta, el Índice FipeZAP también produce ese tipo de datos para la vivienda en alquiler, los cuales se muestran en la Gráfica 2.3-z. Este indicador muestra cómo el precio del alquiler de vivienda ha crecido notablemente respecto a 2008. Sin embargo, desde 2011 el ritmo de crecimiento se ha ralentizado llegando a terreno negativo entre mediados de 2015 y 2017. Desde entonces, la tendencia ha sido creciente y, salvo el valle generado por la pandemia donde el ritmo de crecimiento llegó a 0 (sin darse el caso de bajar los precios), ha seguido una tendencia ascendente que ha propiciado que, para finales de 2022, el índice haya experimentado un crecimiento de 16,55% respecto a diciembre de 2021.

Debe señalarse que el alquiler también tiene una cobertura aseguradora: la garantía de arrendamiento (*fiança locatícia*). Este seguro tiene por objeto garantizar el pago de una indemnización al asegurado por los daños y perjuicios que pueda sufrir como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones contractuales del arrendatario. El impago de rentas es la cobertura básica del ramo. Las

Gráfica 2.3-z
Brasil: índice FipeZAP Alquiler
 (índice, reales/m²; variación interanual, %)



primas de este seguro han tenido una evolución muy positiva en el periodo analizado, si se exceptúa el ejercicio 2016 en el que las primas tuvieron descensos, finalizando el año con una caída del -8,7%. Posteriormente, las primas han ido creciendo hasta alcanzar un máximo del 76,8% en diciembre de 2020, moderando el crecimiento en los trimestres siguientes hasta finalizar 2022 con un volumen de primas de 1.197 millones de reales (231,8 millones de dólares), un 15% más que el año anterior.

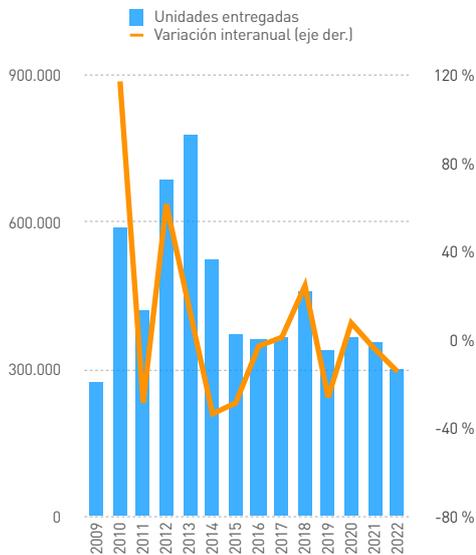
Asequibilidad y programas de ayuda para la adquisición de vivienda

Respecto a los programas sociales de vivienda, cabe destacar que en 2008 el gobierno federal de Brasil creó el *Programa Minha Casa Minha Vida* para promover el acceso a la vivienda a las familias de rentas bajas con mejores condiciones de tipos de interés, la posibilidad de financiar el 100% del valor del inmueble y la posibilidad de utilizar los recursos del FGTS, entre otras medidas. A partir de 2020, se reformó el programa para llamarse *Casa Verde e Amarela* con menores tasas aún y una nueva clasificación de grupos y condiciones asociadas a estos con especificaciones regionales y de renta. El programa obtiene recursos del *Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social*, el *Fundo de Arrendamento Residencial* y el *Fundo de Desenvolvimento Social*, además del FGTS.

El acceso a la vivienda y al crédito inmobiliario para las familias de rentas bajas en Brasil no había sido subsanado por los sistemas de financiación SFH y SFI. Ante esto, el gobierno federal generó, en 2009, el *Programa Minha Casa Minha Vida* (MCMV), para subsidiar la compra de la casa o piso para familias con ingresos de hasta 1,8 mil reales y facilitar las condiciones de acceso a la propiedad para las familias con ingresos de hasta 9 mil reales. Posteriormente, en 2020, el programa fue sustituido por *Casa Verde e Amarela* (CVA), el cual cambió las franjas de selección e hizo condiciones particulares según la región de la solicitud. En 2023, se ha reinstaurado el programa MCMV, en detrimento del CVA, y se ha aumentado el ingreso máximo para recibir subsidios hasta los 2.640 reales (en su origen era 1.800).

El sistema de datos abiertos del gobierno federal brasileño permite conocer el número de unidades habitacionales entregadas con el MCMV y el CVA desde 2009; información que se presenta en la Gráfica 2.3-aa. De su análisis se desprende que, en 2013, se llegó al máximo de 781.108 unidades entregadas y desde entonces la tendencia ha sido decreciente y, salvo el año 2018, el total se mueve en torno a las 350.000 unidades anuales. En general, desde 2009, se han entregado 6,2 millones de unidades sumando ambos programas.

Gráfica 2.3-aa
Brasil: viviendas entregadas con los programas PMCMV y PCVA



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Gobierno Federal do Brasil)

Brasil en el ranking del IPIA

Por último, debe indicarse que Brasil ocupa el puesto 19 en el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)*; se trata de un índice sintético calculado por MAPFRE Economics para un universo de 43 países (véase la Tabla 4.2-b) cuyas características se detallan en el capítulo cuarto de este informe.

Dentro de los distintos componentes que se ponderan en la estimación del indicador, los que más contribuyen a mejorar la posición de Brasil son los índices del *crecimiento demográfico*, la *evolución del crédito hipotecario* y la mayor *sensibilidad de su negocio asegurador ante aumentos de la renta disponible* (véase la Tabla 4.2-a). Cabe señalar que la población de Brasil en 2023 es de 223 millones de habitantes, y se estima que alcanzará 231 millones hacia el año 2050, para entrar después en una senda de decrecimiento que le podría llevar a una población de 184 millones para finales de siglo⁷¹.

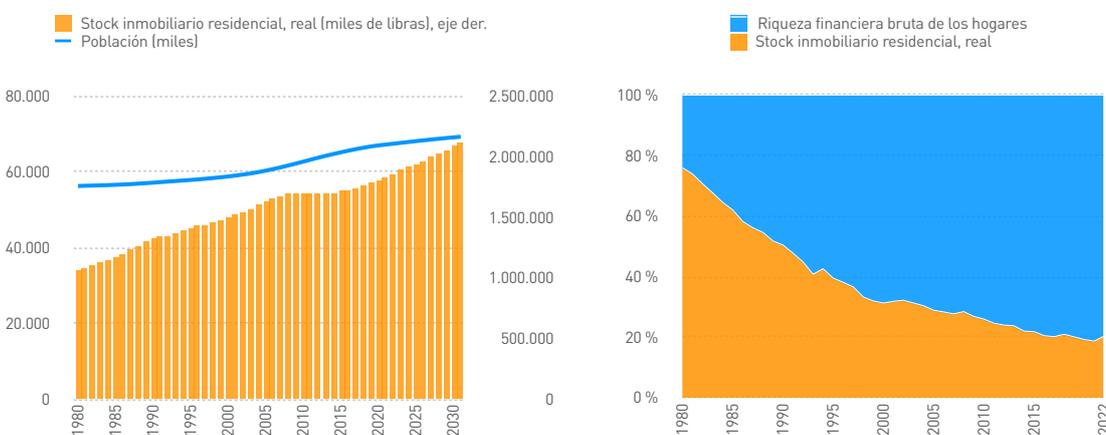
2.4 Reino Unido

Introducción

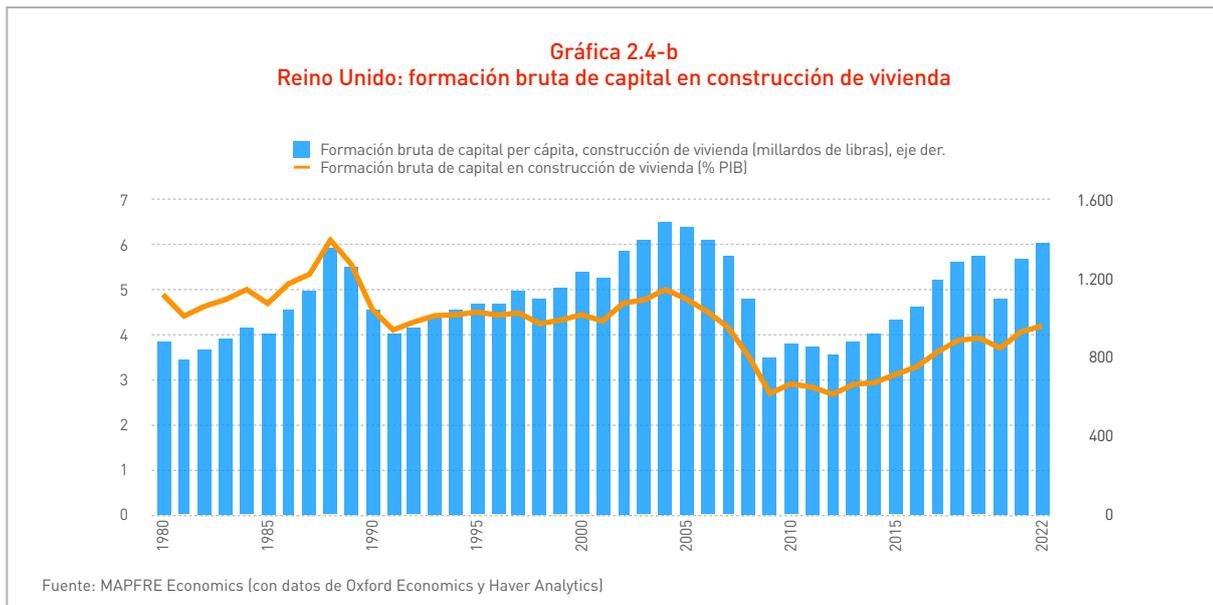
El valor estimado del *stock* inmobiliario del Reino Unido en 2023 ascendía a 1,9 billones de libras⁷², lo que representa en torno al 85,3% del PIB, siendo el valor de la riqueza financiera bruta de los hogares estimada de 7,6 billones de libras⁷³ (344% del PIB). La evolución del *stock* inmobiliario en las últimas cuatro décadas muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo en la riqueza de los hogares ha venido decreciendo a lo largo de ese período (véase la Gráfica 2.4-a).

Por su parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en relación con el PIB del Reino Unido muestra

Gráfica 2.4-a
Reino Unido: stock inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics, Haver Analytics y Naciones Unidas)



notables oscilaciones, repuntando de manera significativa en los años previos a la crisis de 2008 -2009, hasta representar el 5% del PIB en el año 2004, y con un importante retroceso durante la crisis cayendo hasta un nivel del 2,7% del PIB en 2009, el más bajo de toda la serie, para recuperarse después progresivamente hasta representar el 4,2% en 2022 (véase la Gráfica 2.4-b). Es de destacar que el Reino Unido cuenta con un mercado de capitales muy desarrollado, lo que facilita en gran medida la financiación del mercado inmobiliario, con un elevado volumen de emisiones de instrumentos financieros que complementan y dan liquidez a la financiación bancaria, especialmente a

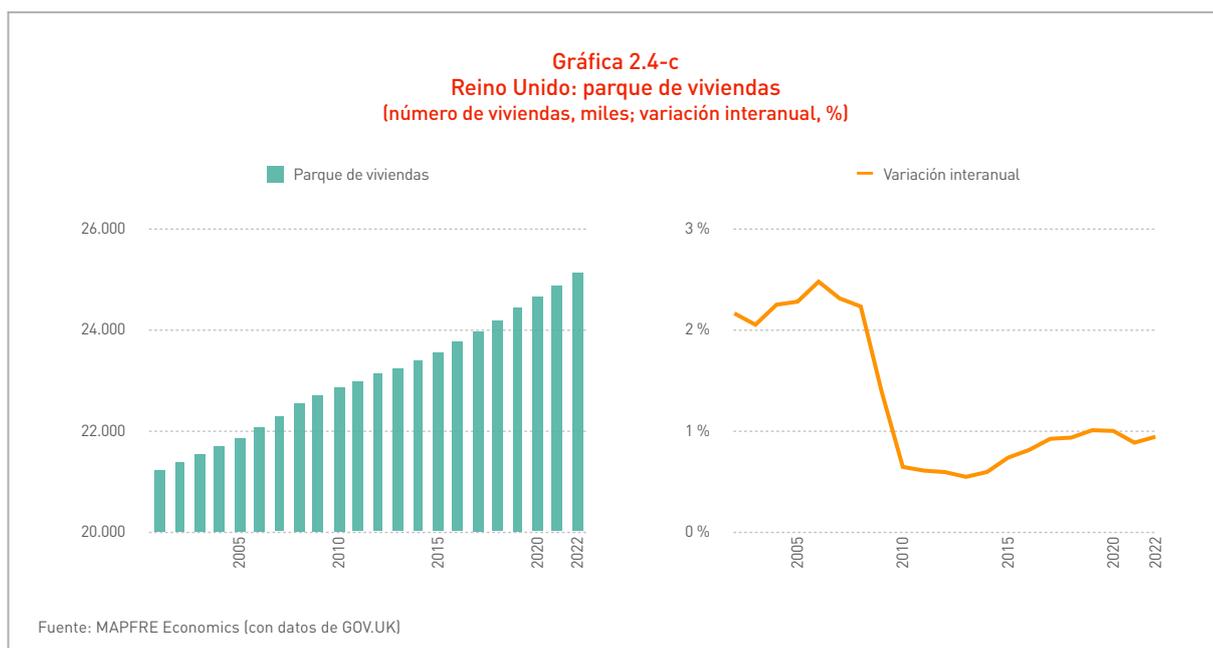
través de las titulizaciones hipotecarias (*securitisations*).

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

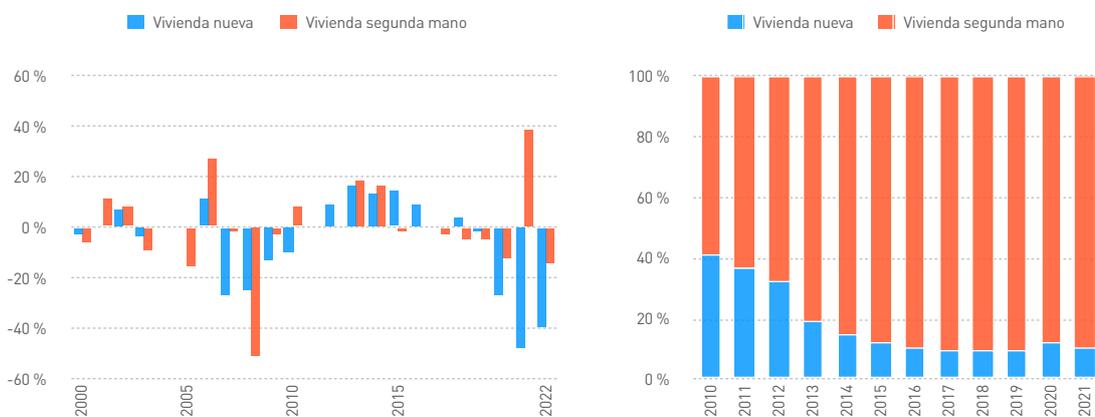
Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

De acuerdo con los datos publicados por el gobierno del Reino Unido, el parque de viviendas se sitúa en 25.106.140 unidades en



Gráfica 2.4-d
Reino Unido: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano
 (variación interanual, %; estructura de distribución, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Office for National Statistics)

2022. Durante las últimas dos décadas, se ha producido un incremento anual que implica un crecimiento del 18,4% desde 2001 (21.207.000 unidades). El crecimiento interanual del parque de viviendas en 2022 es del 0,94%, (en 2021 era del 0,9%), que constituye un dato más bajo que el de los cuatro años previos, y notablemente inferior a los datos existentes antes de la crisis económica de 2008-2009, donde el porcentaje de crecimiento para el período 2002-2008 era superior al 2% (véase la Gráfica 2.4-c).

Construcción y venta de viviendas nuevas

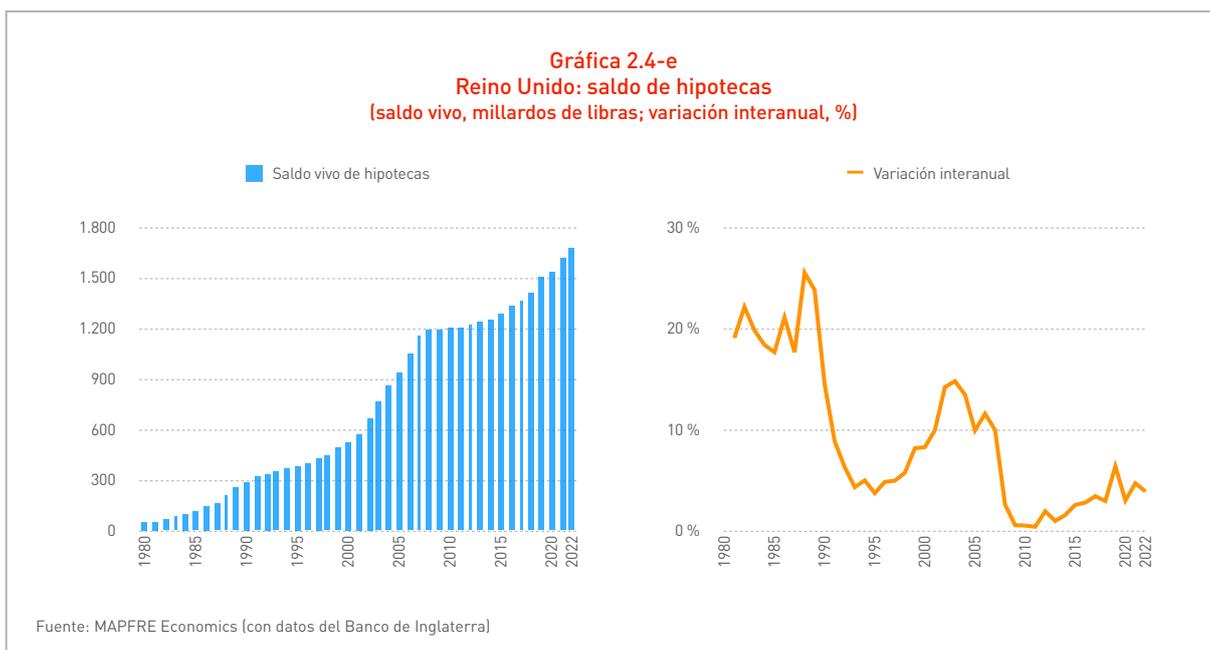
Según los datos de la Oficina Nacional Estadística, durante 2021, las transacciones de viviendas de nueva creación de Inglaterra y Gales experimentaron un crecimiento en línea respecto a los valores prepandemia registrados. En 2021, el número de transacciones de vivienda nueva fue de 94.123, un -4,2% menos que en 2021 y 2020. A septiembre de 2022, experimentaron una fuerte caída [-74,3%], con un volumen de 24.146 transacciones. Respecto a las transacciones de viviendas de segunda mano, en septiembre de 2021 experimentaron un importante crecimiento de un 43,7% respecto al mismo trimestre de 2021, siendo el mayor incremento registrado en las últimas dos décadas. En septiembre de 2022, el número total de transacciones de segunda mano descendió hasta las 672.098, por lo que es probable que, a finales del año, el valor haya sido inferior al de 2021 (véase la Gráfica 2.4-d).

Debe señalarse que, a lo largo de los años, se ha observado una mayor predisposición a la compraventa de viviendas de segunda mano en detrimento de viviendas nuevas, debido a que la inversión residencial se ha visto afectada por la reducción en el inicio de construcción de viviendas y por el posterior retraso en el volumen de obras ejecutadas.

Evolución de los seguros vinculados al hogar

El Reino Unido tiene un porcentaje de propietarios significativamente superior comparado con otros países europeos. Las casas y pisos se compran normalmente con hipotecas de hasta 25 años de duración. El requisito de que las propiedades hipotecadas estén aseguradas da a los prestamistas hipotecarios un fuerte punto de apoyo en este mercado. No pueden obligar a sus clientes a contratar el seguro con una compañía específica, pero la inercia hace que muchos opten por contratar la cobertura con una aseguradora recomendada por su proveedor hipotecario.

El mercado británico presenta elevados niveles de competencia y todas las grandes aseguradoras ofrecen productos de hogar "en línea", lo que se estima viene a reducir la fidelidad de los clientes. Los sitios web que comparan precios son muy relevantes en el mercado del hogar. El precio es un factor clave en el proceso de compra de la mayoría de los clientes, aunque los productos para



particulares con mayores patrimonios se venden igualmente por la amplitud de la cobertura y el servicio al cliente.

La cobertura del seguro de hogar es muy amplia en Reino Unido. La gama normal de riesgos, tanto para edificios como para contenidos incluye las coberturas de incendios, rayos, explosiones, terremotos, tormentas, inundaciones, caída de árboles o antenas, fugas de agua o gas, robo o intento de robo, responsabilidad legal, disturbios civiles y daños dolosos, hundimientos, levantamientos o corrimientos de tierra, impacto de aviones, vehículos o animales, rotura accidental de cristales, pago de honorarios profesionales y gastos de alojamiento alternativos. Las tarifas de los seguros de hogar fluctuaron ligeramente entre 2019 y 2021, con un aumento medio de los precios de la cobertura combinada de continente y contenido (“*buildings and contents*”) del 1,4%⁷⁴.

Desde 2022, la Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido prohibió la doble tarificación (“*price walking*”) a las aseguradoras en los ramos de automóviles y hogar. Esta práctica consistía en no ofrecer a los clientes existentes las mejores condiciones de renovación en comparación con las ofrecidas a los nuevos clientes. También incluye medidas para facilitar que los clientes eviten la renovación automática de una póliza. Los primeros informes sugieren que esto ha provocado un aumento medio general de las primas, ya que las ase-

guradoras ajustan sus modelos de fijación de precios (firma de investigación de mercado, *Consumer Intelligence*), en contraste con las investigaciones llevadas a cabo por la FCA cuyas conclusiones son que las compañías de seguros aumentan los precios para los asegurados leales más que para los nuevos asegurados⁷⁵.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

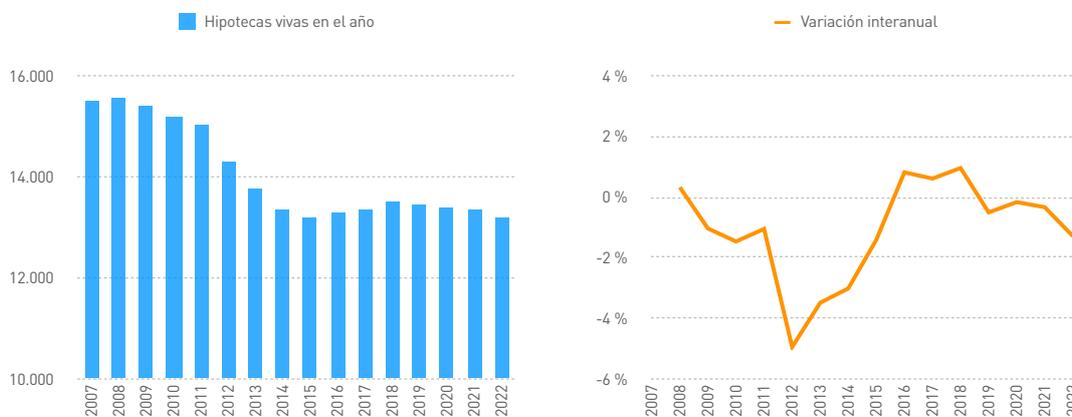
Saldo hipotecario

El Banco de Inglaterra reportó una cifra de saldo vivo en hipotecas nacionales en 2022 de 1.675 millardos de libras esterlinas, con una variación interanual respecto al año anterior del 3,9%, lo que supuso uno de los mayores aumentos desde el año 2007, previo a la crisis financiera (véase la Gráfica 2.4.-e). Se puede observar la fuerte desaceleración del crédito hipotecario en las grandes crisis económicas, si bien el saldo vivo de las hipotecas no se ha visto reducido en ningún periodo, ni siquiera en la crisis financiera del 2008-2009, a diferencia de otros países del Europa, siendo el mínimo de variación con casi un 0% en el año 2011.

Nuevas hipotecas constituidas

Durante 2021, de acuerdo con los datos presentados por el Banco de Inglaterra y la FCA, el monto vivo de operaciones de crédito a hogares para la adquisición de vivienda retomó

Gráfica 2.4-f
Reino Unido: hipotecas vivas sobre el total de fincas
 (número de hipotecas, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de la FCA)

la senda descendente de años anteriores al retroceder un 1,3% en 2022; tendencia iniciada a partir de la crisis de 2008, cuando se alcanzó un máximo histórico (véase Gráfica 2.4-f).

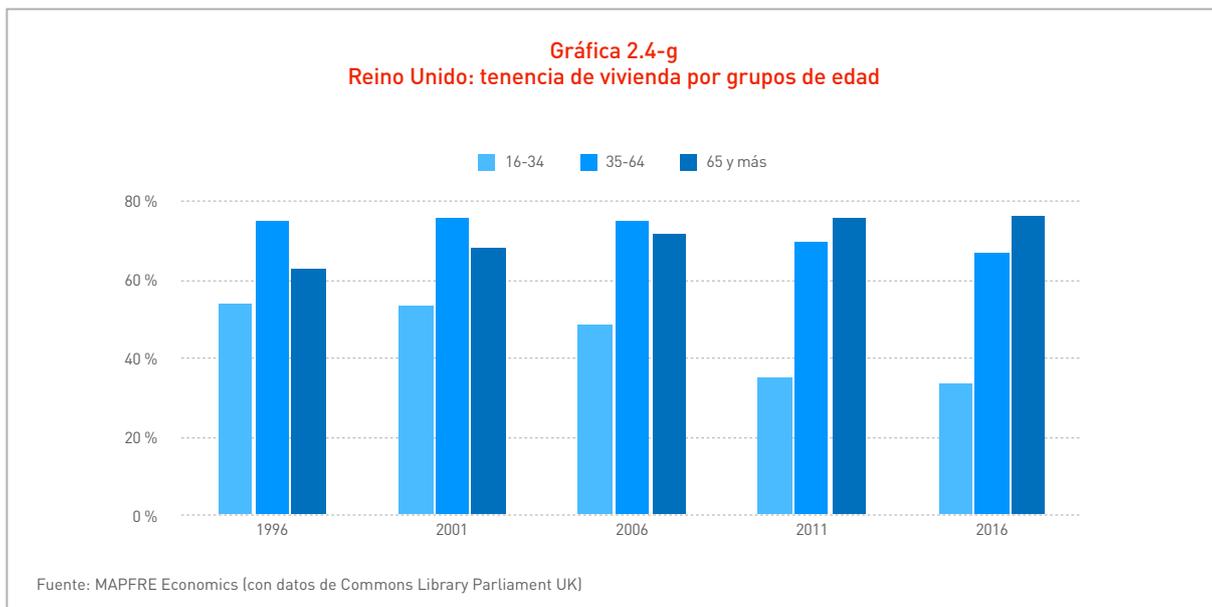
Con datos del informe sobre la propiedad de la vivienda y el mercado hipotecario del Reino Unido (Tony Blair Institute for Global Change), desde 2008 se desarrollaron una serie de regulaciones para endurecer los criterios de los préstamos hipotecarios previos a la crisis económica. Así, en el mercado hipotecario eran los prestamistas quienes asumían en su mayor parte todo el riesgo de crédito asociado a sus préstamos. En este sentido, la FCA introdujo en 2014 una prueba de estrés para asegurar que los prestatarios podrían hacer frente a los pagos de sus hipotecas si los tipos de interés aumentaban en 3 puntos porcentuales por encima del tipo variable estándar del prestamista durante los primeros cinco años del préstamo.

Las condiciones más estrictas para la concesión de préstamos hipotecarios han sido responsables del descenso en las tasas de propiedad sobre viviendas desde 2008. Debido a estas presiones, el gobierno y el Banco de Inglaterra tomaron una serie de medidas para limitar cualquier interrupción en la disponibilidad de hipotecas. Una de ellas fue el programa de Financiación de los Préstamos (*Funding for Lending*) de 2012, que proporcionó fondos para la concesión de préstamos a hogares y empresas a tipos de

interés más bajos que los disponibles en el mercado. Otro fue el programa de Ayudas para Comprar (Help to Buy), que ofrecía una garantía hipotecaria con el objetivo de reavivar la disponibilidad hipotecaria del 95% para los primeros compradores. Desde 2016, el entonces canciller, George Osborne, introdujo una tasa adicional del 3% del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados por la compra de una segunda vivienda, con el objetivo de desincentivar la actividad de compra de viviendas y, a partir de 2017, se empezó a reducir la desgravación de los intereses hipotecarios para los propietarios.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

En el mercado de los seguros de protección del Reino Unido, el seguro de Vida riesgo a plazo es uno de los principales productos relacionados con las hipotecas, aunque la casuística es diversa y existen también seguros de Vida temporales renovables vinculados o no directamente con el préstamo hipotecario, seguros de Vida entera, seguros de invalidez, enfermedad crítica o seguros de protección de ingresos, entre otros. Como resultado del *boom* inmobiliario de 2021, las primas y los contratos de seguros a plazo relacionados con las hipotecas aumentaron, por lo que representan la mayor parte del mercado de protección. A menudo, se suscriben planes multi-prestación que combinan distintas modalidades de protección. Una de las últimas tendencias del mercado ofrece incluso valor añadido mediante



servicios como el apoyo a la salud mental, por ejemplo, ayudando a las personas cuya salud mental se ha visto afectada por problemas al obtener una cobertura hipotecaria.

Hipoteca inversa

Las hipotecas inversas fueron introducidas en Reino Unido por primera vez en 1965. A finales de los años 80, comenzaron a aparecer algunos productos con un alto nivel de riesgo (hoy prohibidos) que causaron importantes problemas a un gran número de personas de edad avanzada. Esto hizo que los consumidores vieran este tipo de producto con rechazo. No obstante, los esfuerzos de las mismas empresas en mejorar la reputación y la regulación han hecho que el mercado cambie drásticamente y crezca año tras año.

Cabe puntualizar que el cambio de regulación no ha sido la única causa de que las hipotecas inversas estén creciendo en Reino Unido. El aumento de la población anciana, quienes en su mayoría tienen la posesión de un bien inmueble (el 77% de la gente mayor de 65 años, el grupo de edad que más casas en propiedad tiene) pero no tienen suficientes ahorros para la jubilación (de media 30.000 libras), hace que haya un gran potencial para el mercado de las hipotecas inversas (véase la Gráfica 2.4-g). Asimismo, en la Tabla 2.4, elaborada con información del Equity Release Council (ERC)⁷⁶, se puede observar el crecimiento de este mercado, con un incremento en el indicador

que mide la actividad en este negocio entre los años 2017 y 2022 del 39%.

Tradicionalmente, las empresas que ofrecían programas de “equity release” eran PYMES y aquellas especializadas en el sector. No obstante, a partir de la entrada de Nationwide en 2017, otras grandes entidades, como L&G, han comenzado a ofrecer hipotecas inversas. Actualmente, existen 12 compañías que forman parte de Equity Release Council: Hodge Lifetime, Retirement Bridge Group, Canada Life, Nationwide Building Society, Responsible Lending, Aviva, Just, Legal & General, LV,

Tabla 2.4
Reino Unido: hipotecas inversas

	2017	2022
Toda la actividad	35.540	49.285
Nuevos planes	20.232	20.597
Devolución de disposiciones	13.209	46.933
Otros	2.099	2.352
Edad promedio		
Nuevos planes de retiro	69,8	68,0
Nuevos planes de prima única	68,6	68,7
Lifetime equity realease		
Número de acuerdos	90	665
Tasa promedio general (fija y variable)	5,37 %	4,16 %
Tasa fija mínima	2,99 %	3,19 %
% de ofertas con tarifa de producto	95,00 %	n.d.
LTV (<i>loan-to-value</i>)	31,50 %	28,00 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Equity Release Council)

OneFamily–Just, Retirement Plus, y More 2 Life. Cabe señalar que, con el objetivo de garantizar que las personas mayores tengan acceso a la mejor opción disponible, la figura del asesor independiente es de gran importancia en un mercado en el que existen tantas alternativas.

Se distinguen dos tipos de productos en el mercado: los *lifetime mortgages* y los *home reversion plans*. Los *lifetime mortgages* son la opción más popular. Mediante estos, el consumidor retiene la propiedad de su vivienda y obtiene un préstamo teniendo como garantía dicha vivienda. El préstamo puede recibirse como pago único, renta periódica, línea de crédito o la combinación de las tres. Puede pagar regularmente los intereses del préstamo o los intereses pueden acumularse hasta el reembolso total del préstamo. En los *home reversion plans*, por su parte, el consumidor vende total o parcialmente su vivienda al proveedor, pero mantiene el derecho de habitarla (sin coste o con uno muy bajo) hasta su fallecimiento o retirada a una residencia.

Desde el punto de vista normativo, el primer paso para la regulación de la hipoteca inversa en el Reino Unido fue en 1991, tras el colapso de los precios de la vivienda en 1989 y la mala reputación que este tipo de producto adquirió. Las principales empresas proveedoras decidieron que, para restaurar la confianza de los consumidores en este tipo de producto y mejorar su reputación, debían garantizar algún tipo de protección a los mismos. Así pues, un gran número de las empresas que operaban en el mercado optaron por la autorregulación y crearon los denominados Safe Home Income Plans (SHIP), y adoptaron un código de conducta vinculante para los miembros de la organización. Aunque no es obligatorio formar parte de esta organización, la mayoría de los proveedores de este tipo de producto lo son y, por esa razón, puede decirse que este código de conducta fue bastante exitoso. Desde 2012, SHIP es ahora ERC (Equity Release Council) y también incluye a los asesores, proveedores, procuradores sobre este tipo de producto.

Posteriormente, en 2000, se aprobó el Financial Services and Markets Act, que califica todo tipo de actividad relacionada con estos productos (aconsejar, vender o entrar en el mercado) como actividades reguladas, lo que significa que consejeros, intermediarios y proveedores deben de estar autorizados para

ello. Además, la autorización para un tipo de producto no conlleva la autorización del otro, sino que son necesarios dos permisos diferentes.

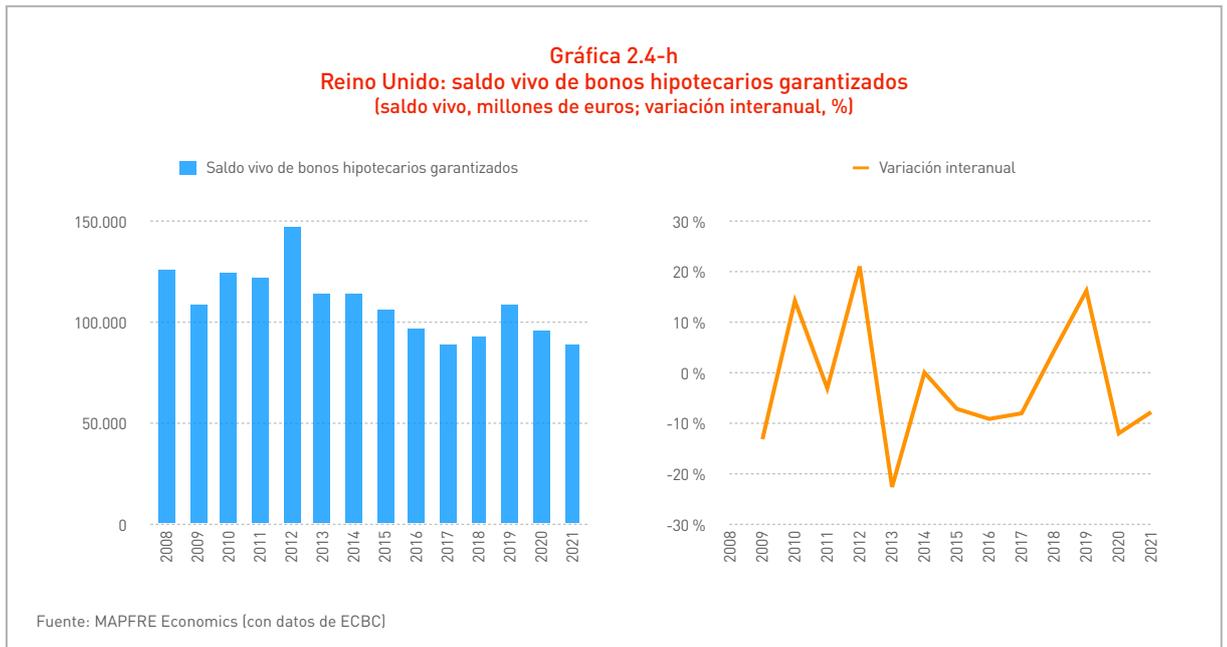
En 2004, la FCA reguló las *lifetime mortgages* y, finalmente, en 2007, los *home reversion plans*. La FCA publica un manual (FCA Handbook) y otro tipo de documentos que, en virtud del Acta de Servicios Financieros y Mercados, tienen fuerza vinculante. La sección tercera del manual (MCOB) contiene detalladas reglas de aplicación a todas las empresas que lleven a cabo actividades de financiación de la vivienda o promociones financieras relacionadas (los *lifetime mortgages* y los *home reversion plans* están incluidos dentro de esta categoría). Dentro de esta sección existen dos apartados previstos especialmente para las hipotecas inversas: MCOB 8 y MCOB 9. El objetivo de MCOB 8 es, por un lado, asegurar que el cliente está bien informado del servicio que va a recibir y, por otro, que las recomendaciones que va a recibir son adecuadas a su situación y necesidades. Por su parte, la finalidad de MCOB 9 es garantizar que la información que se proporciona sobre las características y precio del producto es clara y entendible para el cliente.

Por último, cabe señalar que las rentas obtenidas como parte de los contratos de hipoteca inversa en Reino Unido están exentas de tributación; no lo están las generadas por la inversión de este dinero. La edad a partir de la cual se puede solicitar una hipoteca inversa en Reino Unido es 55 años.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

Bonos garantizados (Covered bonds)

De acuerdo con el Consejo Europeo de Bonos Garantizados (ECBC), el mercado de bonos garantizados en Reino Unido ha sido estable desde 2003 y se basaba inicialmente en los principios generales del Derecho Inglés, antes de que el Tesoro introdujera un marco normativo específico para los denominados “*covered bonds*” en marzo de 2008. El volumen en circulación de bonos garantizados regulados a finales de 2021 ascendía a 88.710 millones de euros, lo que supone una disminución del 7,6% respecto al año anterior (véase la Gráfica 2.4-

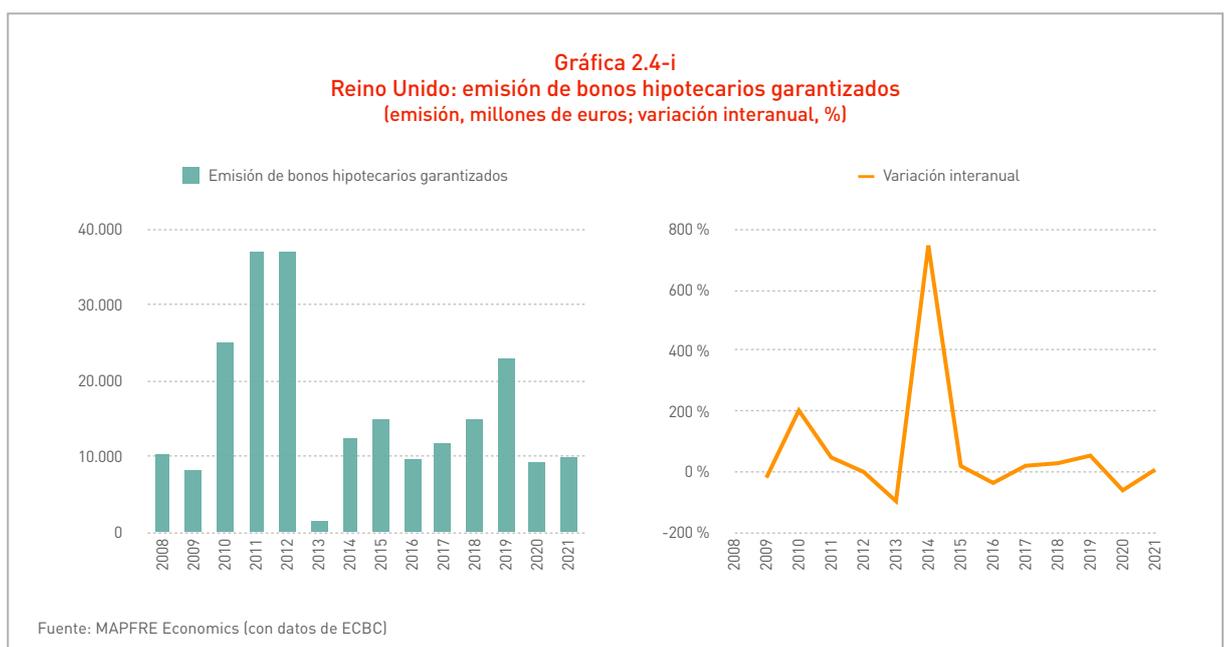


h). El saldo vivo vuelve a decrecer tras la subida de 2019, cuando alcanzó los 108.857 millones de euros, importe que todavía está por debajo de los registrados entre 2008 y 2014.

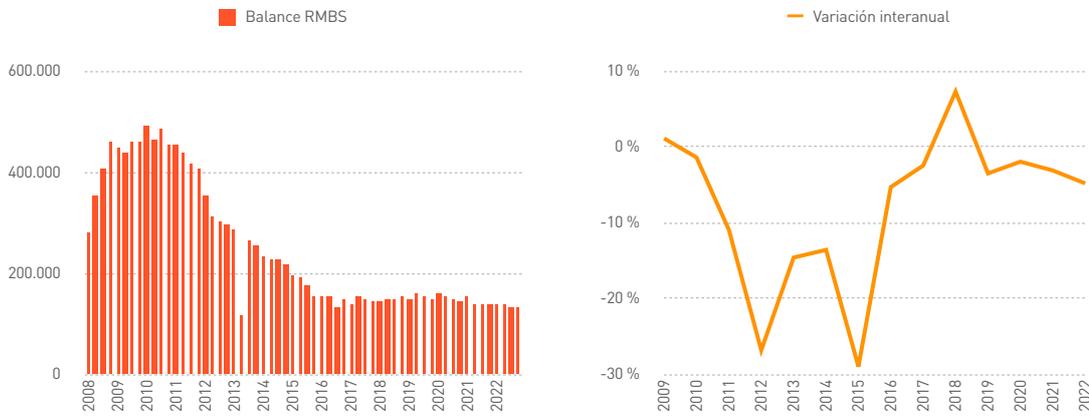
Por otra parte, las nuevas emisiones de bonos regulados en 2021 ascendieron a 9.800 millones de euros (véase la Gráfica 2.4-i), de los cuales 6.200 millones fueron colocaciones privadas y 3.600 millones públicas. Esta cifra constituye un ligero aumento tras la caída sufrida en 2020, cuando la emisión se redujo un 60%, de 22.959 a 9.089 millones de euros,

reflejando el impacto de la pandemia del coronavirus y la disponibilidad de fondos del Banco de Inglaterra en el marco del Term Funding Scheme.

A finales de 2021, el 41% de todos los bonos garantizados británicos estaban denominados en euros, mientras que la libra esterlina representaba la mayor parte del saldo, con un 55%, y las demás divisas sólo un 4% de la cuota de mercado. Las emisiones en euros tienden a ser a tipo de interés fijo, siendo la mayoría de 5 a 10 años, mientras que las operaciones realizadas en libras esterlinas



Gráfica 2.4-j
Reino Unido: RMBS
 (saldo vivo, millones de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AFME)

emitidas desde 2014 son casi exclusivamente bonos a tipo variable a 3-5 años (a partir de 2018, se ha basado en una tasa SONIA diaria compuesta). Desde hace varios años, todas las nuevas emisiones tienen vencimientos "soft bullet", y menos del 3% de los bonos en circulación han tenido vencimiento "hard bullet" a finales de 2021.

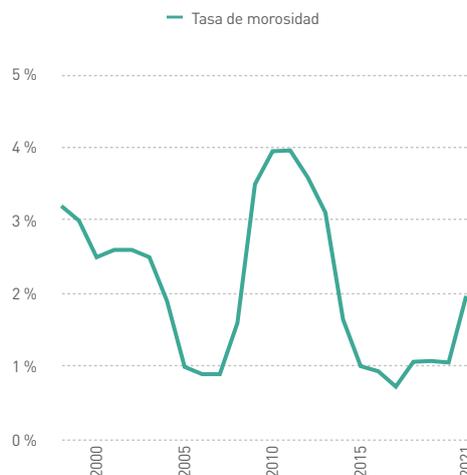
Titulizaciones hipotecarias (Mortgage Backed Securities)

Otro instrumento de titulización hipotecaria son las "Residential Mortgage Backed Securities" (RMBS); un derivado cuyo valor se obtiene mediante préstamos de hipotecas residenciales. Los datos publicados por la Asociación para los Mercados Financieros en Europa (AFME) reflejan cómo el saldo vivo de la RMBS en Reino Unido fue de 138.616 millones de euros en 2021, valor que no representa grandes oscilaciones respecto a los últimos años. En diciembre de 2022, el saldo vivo de la RMBS ha sido de 132.962 millones de euros (véase la Gráfica 2.4-j). Tras la caída sufrida en junio de 2013, cuando se alcanzó un mínimo de 118.500 millones de euros, el saldo vivo de las RMBS británicas no ha recuperado los importes existentes entre 2007 y 2013 que oscilaban entre los 280.000 y 480.000 millones de euros.

Tasa de morosidad

Como se ilustra en la Gráfica 2.4-k, la tasa de morosidad ("non-performing rate") de Reino Unido fue del 1,97% en 2021, siendo la mayor registrada desde 2014. Como se puede observar en la referida gráfica, la tasa de morosidad siguió una tendencia decreciente desde 1998 hasta la crisis económica del 2008-2009, cuando aumentó notablemente,

Gráfica 2.4-k
Reino Unido: tasa de morosidad
 (non-performing loans ratio)
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de CEIC y FRED)

alcanzando su pico en 2011 (3,96%). A partir de ese momento se redujo, comenzando a incrementarse de nuevo desde 2017.

Ratio préstamo-valor

El ratio préstamo-valor (LTV) expresa el porcentaje de préstamo que se concede respecto al valor del inmueble objeto del mismo. La disposición y la capacidad de los hogares para endeudarse con el valor de su vivienda es una función del valor de la vivienda y de cómo la evolución del precio de la vivienda ha influido en la relación préstamo-valor. Por lo general, se considera que un buen ratio préstamo-valor se sitúa por debajo por del 80%. En este sentido, se observa cómo la tendencia media en Reino Unido es que el LTV se sitúe por encima del 80%, habiendo llegado a ser superior al 90% durante 2006 y 2007, aunque al llegar la crisis de 2008-2009, este porcentaje cayó notablemente hasta el 81,6% y desde finales de 2009 siguió una tendencia creciente que volvió a caer en los dos últimos trimestres de 2020 como consecuencia de la pandemia. En el primer trimestre del 2022, el LTV se había situado en el 84,63% (véase la Gráfica 2.4-l).

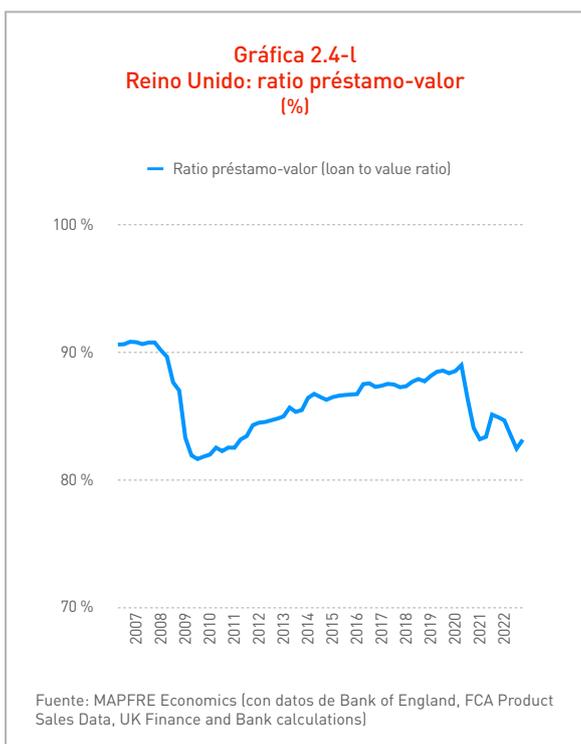
Para aquellos con un LTV superior al 80%, existen muchas hipotecas disponibles, pero conllevará el pago de más intereses. De

hecho, los LTV más elevados han representado gran parte del crecimiento global de los préstamos para la compra de vivienda en los últimos años. Esto está relacionado con el buen comportamiento de las hipotecas para primeros compradores (*First-time Buyers Mortgages*). Si se compara el perfil de los nuevos préstamos desde 2018 con el de hace una década, la mayor parte del crecimiento global de los préstamos pueden atribuirse a las LTV superiores al 75%, gracias a la mejora de la disponibilidad de crédito.

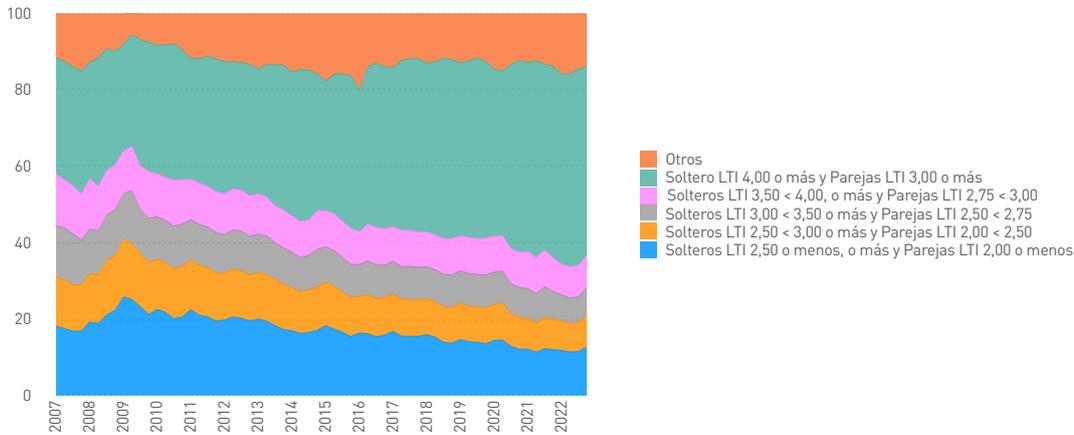
Ratio préstamo-ingresos

El ratio préstamo-ingresos (LTI) representa el porcentaje de la cantidad de crédito solicitado dividida entre los ingresos brutos del solicitante, por lo que determina el riesgo de endeudamiento y se utiliza para calcular la cantidad que el banco está dispuesto a prestar. El máximo que se puede pedir prestado suele ser cuatro veces y media los ingresos anuales. En este sentido, se observa una tendencia creciente desde 2007 de la proporción de préstamos con una LTI alta (30,1% en 2007). En concreto, la proporción de préstamos a prestatarios con una relación LTI de 4 veces o más (3 o más de forma conjunta) disminuyó 2,2 puntos porcentuales hasta el 49,3 % del total en el cuarto trimestre de 2022; esto es, -0,8 puntos porcentuales menos que el año anterior y el más bajo observado desde el tercer trimestre de 2021 (véase la Gráfica 2.4-m). Cabe señalar que este porcentaje es mucho mayor que antes de la entrada en vigor de las medidas macroprudenciales de viviendas introducidas por el Comité de Política Financiera (FPC) del Banco de Inglaterra.

Con la excepción de Irlanda del Norte (que experimentó un importante *boom* en el mercado de la vivienda entre 2007 y 2010), los "First-Time Buyers" de todo el Reino Unido se enfrentan a una relación entre el precio de la vivienda y los ingresos más elevada que hace una década. Se ha producido una agrupación significativa de transacciones por debajo del 4,5 veces, lo que explica casi todo el aumento de los préstamos con LTI más elevados. Las operaciones con LTI iguales o superiores al 4,5 veces se han mantenido, en su mayor parte, por debajo del "límite de flujo LTI" macroprudencial del 15%.



Gráfica 2.4-m
Reino Unido: ratio préstamo-ingresos
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de Inglaterra y FCA)

Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

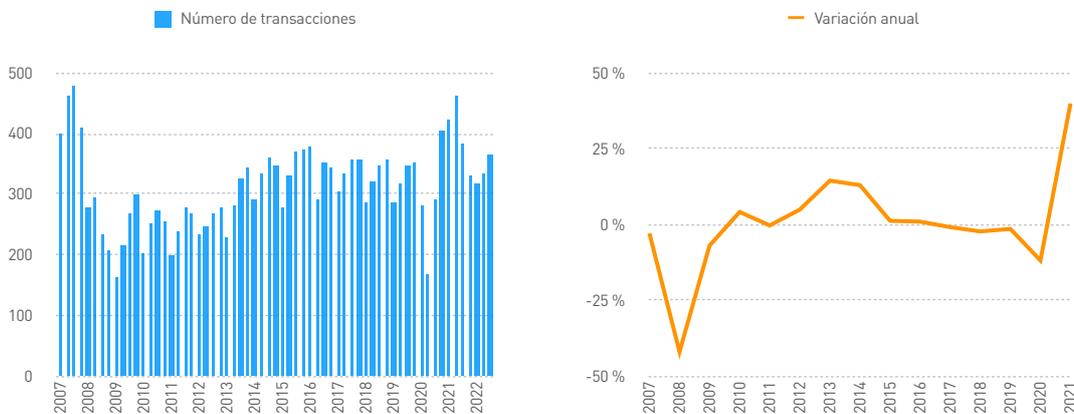
Transacciones inmobiliarias

En 2021, después de un difícil comienzo, pudo observarse un progresivo repunte del mercado inmobiliario de Reino Unido (véase la Gráfica 2.4-n). Los datos publicados por la Oficina Nacional de Estadísticas de ese país reflejan que el volumen total acumulado de transacciones inmobiliarias realizadas durante 2020 (1.144.110 unidades), fue superado en casi un 40% durante

el 2021 (1.600.200 unidades). Sin embargo, a lo largo de 2022 la actividad inmobiliaria se ha ralentizado, siendo el volumen acumulado total de transacciones inmobiliarias estimadas al cuarto trimestre de 2022 (1.379.170 unidades) un 13,8% inferior respecto al dato del mismo periodo del año previo.

De acuerdo con datos de la Agencia Tributaria británica (HMRC), en un análisis a medio plazo, el sector inmobiliario británico ha experimentado diversas oscilaciones. Hasta 2007, se había producido un crecimiento

Gráfica 2.4-n
Reino Unido: venta de viviendas
 (número de transacciones, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oficina Nacional de Estadísticas de Reino Unido)

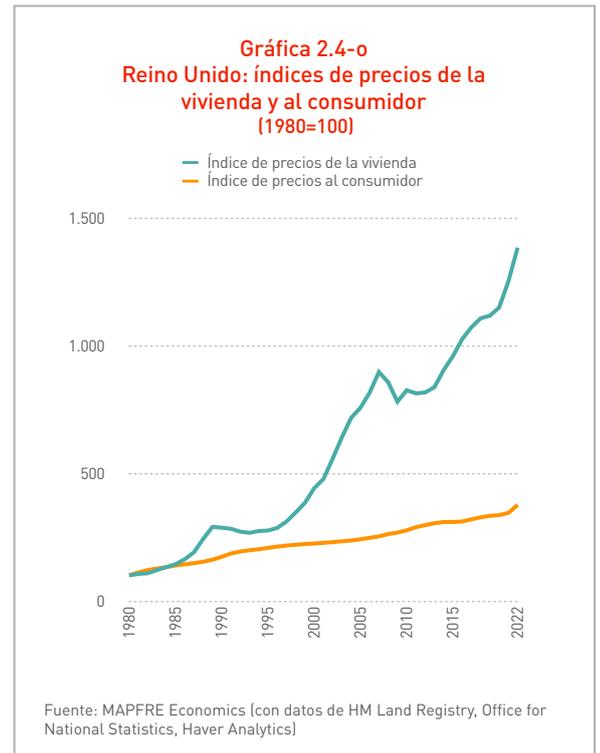
progresivo del volumen de transacciones, alcanzando su pico a mediados de 2006 (1.805.870 unidades). Sin embargo, la crisis financiera y el desplome del mercado inmobiliario provocaron el inicio de la caída en el número de transacciones a finales de 2007. El mínimo se alcanzó durante 2009 (946.560 unidades) tras ponerse fin al periodo de reducción del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (SLDT), en el cual el umbral impositivo más bajo se elevó a 175.000 libras. A partir de entonces se produjo una lenta pero constante recuperación que alcanzó su pico en marzo de 2016, hasta la introducción en abril de tipos de interés más altos para la adquisición de propiedades adicionales.

En 2020, se produjo una nueva caída en el número total de transacciones como consecuencia del confinamiento de la población por la pandemia del Covid-19 y las sucesivas olas epidémicas del virus que afectaron negativamente a la actividad económica general. La variación fue de -46,5% y -16,3% durante el segundo y tercer trimestre de 2020, respectivamente, recuperándose levemente a partir del cuarto (+15,6%).

Precio de la vivienda

En la comparación de la evolución de los precios medios de la vivienda en el Reino Unido con la evolución del índice general de precios en una serie desde 1980, puede observarse que desde mediados de los años ochenta ambas tendencias se separan y el índice del precio de la vivienda aumenta sustancialmente por encima de los precios al consumo, a pesar del ligero retroceso sufrido a raíz de la crisis financiera de los años 2008-2009 (véase la Gráfica 2.4-o). Como se sabe, el precio de la vivienda depende fundamentalmente de la oferta y la demanda de vivienda. Así, el impacto de una mayor demanda sobre los precios de la vivienda y los alquileres dependerá del aumento de la demanda en relación con la evolución de los tipos de interés.

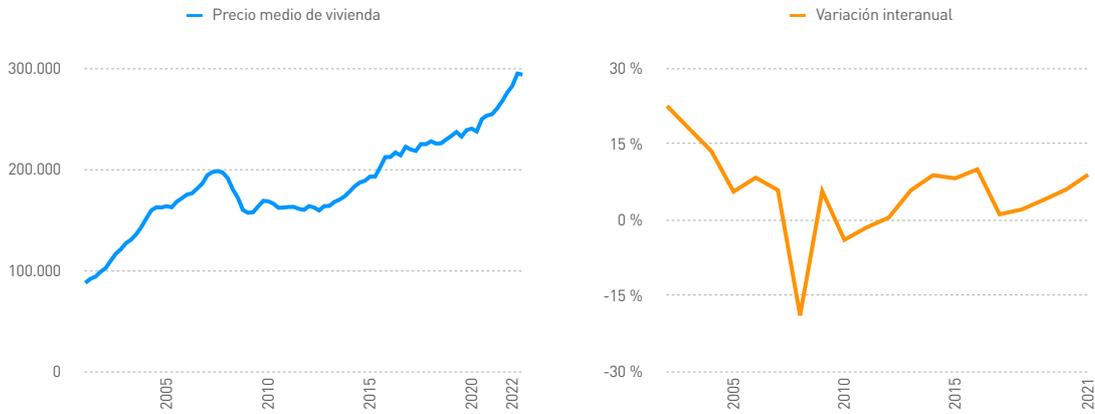
Al concentrar el análisis en las últimas dos décadas, se observa que el precio medio de las viviendas ha crecido progresivamente desde principios de este siglo, salvo el retroceso sufrido durante la crisis financiera de 2008-2009. En marzo de 2001, el precio medio de la vivienda era de unas 88.000 libras esterlinas, mientras que el último dato



registrado en diciembre de 2022 indicaba un precio medio de 294.000 libras esterlinas (véase la Gráfica 2.4-p). La variación anual se ha ralentizado en este último mes, ya que el precio de la vivienda creció abruptamente en septiembre de 2021, coincidiendo con los cambios en el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados.

Históricamente, se aprecia un incremento del precio de la vivienda, con excepción de 2008 cuando cayó casi un 19% respecto al año anterior como consecuencia de la crisis económica. Este incremento está influido por varios factores. De acuerdo con la Universidad de Reading, el aumento de la población británica hasta 2016, ha supuesto un incremento del precio medio en un 32%, mientras que el incremento de la población no-británica, lo ha hecho en un 21%. Asimismo, según el informe de la Unidad Nacional de Asesoramiento sobre Vivienda y Planificación (NHPAU), un incremento de un 1% de los ingresos reales conlleva un aumento del 2% en el precio de la vivienda, y este incremento ha sido del 75% entre 1991 y 2016, lo que implicaría un aumento del precio de las viviendas del 150% durante ese periodo. Otro factor que ha afectado la subida del precio medio de la vivienda ha sido el progresivo descenso de los tipos de interés que ha sido del

Gráfica 2.4-p
Reino Unido: precio medio de las viviendas
 (precio medio, libras; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Halifax y GOV.UK)

11% entre 1991 y 2016. Sin embargo, este dato no se puede extrapolar necesariamente a los tipos hipotecarios, dado que no se mueven paralelamente el uno con el otro. De acuerdo con el NHPAU, por cada incremento del 1% del parque viviendas, el precio de la vivienda se reduce un 2%, lo que habría implicado que, entre 1991 y 2016, esta reducción sería del 40%. Así, se confirma cómo hay muchos más factores que han influido en el aumento del precio medio de la vivienda respecto a los que lo habrían reducido.

Tipos de interés hipotecarios

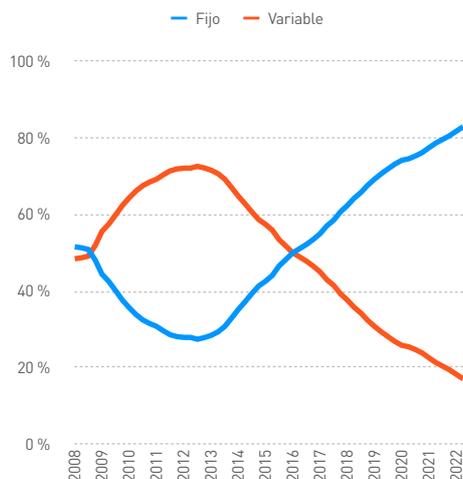
En el Reino Unido, los préstamos hipotecarios más comunes son los de tipo de interés fijo inicial, siendo 25 años la media de madurez de una hipoteca. Más aún, en los últimos años la tendencia ha cambiado, habiendo una mayor predisposición por las hipotecas constituidas a tipo de interés fijo con respecto a las de tipo variable. Antes de 2016, un mayor porcentaje de hipotecas eran constituidas a tipo variable, pero progresivamente el porcentaje ha ido aumentando en favor de las de tipo fijo, siendo el 83% de las hipotecas constituidas en junio de 2022 de esta modalidad (véase la Gráfica 2.4-q).

De acuerdo con la Federación Hipotecaria Europea (EMF), los tipos de interés de las hipotecas aumentaron inicialmente, especialmente en los LTV más altos (por encima del 75%), ya que muchos prestamistas tuvieron en cuenta el

aumento del riesgo o retiraron estos productos del mercado. Sin embargo, en 2021, a medida que se normalizaban las condiciones, los tipos de interés empezaron a bajar.

En cuanto a la evolución de los tipos de interés hipotecarios a tipo fijo (véase la Gráfica 2.4-r), se observa cómo han seguido todos ellos una tendencia decreciente desde la crisis 2008-2009, en la que se aprecia una convergencia en los

Gráfica 2.4-q
Reino Unido: hipotecas
 constituidas según tipo de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del GOV.UK)

Gráfica 2.4-r
Reino Unido: tipos de interés hipotecarios a tipo fijo (%)

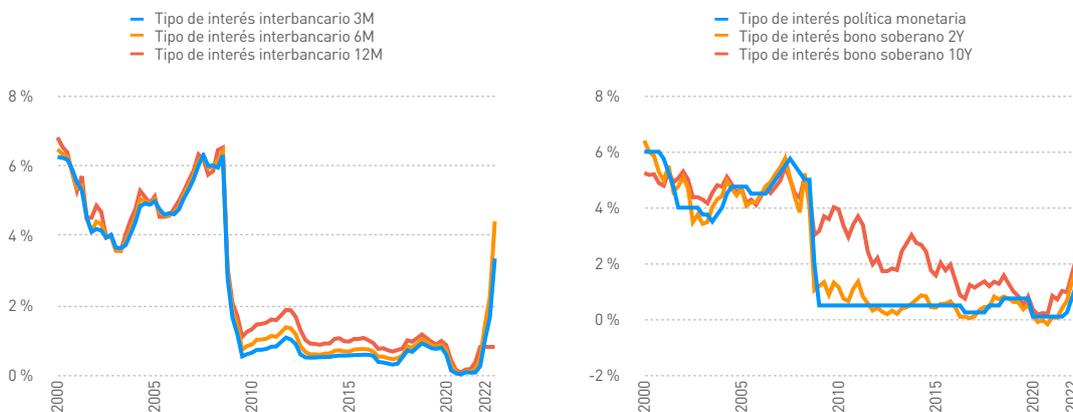


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de Inglaterra)

últimos años, así como el fuerte repunte que han sufrido desde 2022, tras el endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra en su lucha contra el repunte de la inflación. Por otro lado, como puede observarse en la Gráfica 2.4-s, en un análisis de medio plazo es destacable el alza del tipo de interés monetario a partir de 2004, coincidente con el alza de los tipos interbancarios. Esta política cautelosa contribuyó de forma decisiva a contener una burbuja inmobiliaria descontrolada en el resto de los países, y así evitar las consecuencias del estallido de la crisis financiera en 2008. A partir de entonces, se observa una pronunciada caída de los tipos de interés interbancario y de política monetaria

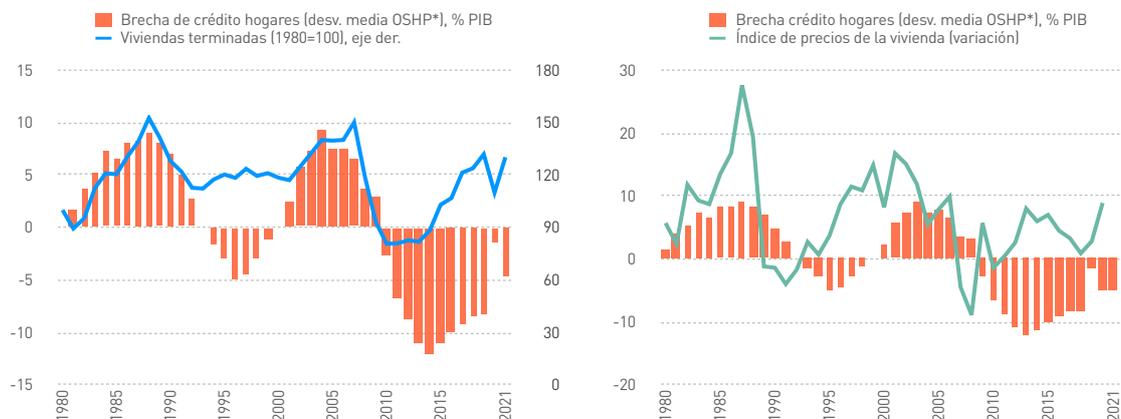
como resultado de la aplicación de una política de expansión monetaria que duraría toda la década. Más recientemente, los tipos de interés interbancarios, de política monetaria y los bonos soberanos están experimentando un aumento pronunciado durante 2022. Todo parte de una política monetaria restrictiva establecida con el objetivo de frenar una inflación, consecuencia de los cuellos de botella post-pandémicos y de la guerra de Ucrania. Este escenario de financiación limitada implicará a corto plazo una fuerza contra el crecimiento del mercado inmobiliario, restringiendo la demanda y ralentizando su expansión.

Gráfica 2.4-s
Reino Unido: tipo de interés interbancario y de política monetaria (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y la EMF)

Gráfica 2.4-t
Reino Unido: brecha de crédito a hogares



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics y Haver Analytics)

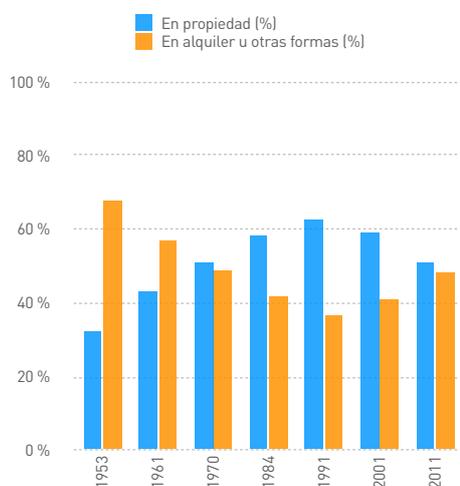
* OSHP = One Sided Hodrick-Prescott

Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, el patrón en el Reino Unido sigue una senda similar a la de los Estados Unidos. Así, se pueden distinguir dos períodos destacables en los que el volumen de la deuda de los hogares en porcentaje del PIB se encontraba significativamente por encima de su media de largo plazo. El primero de ellos es el período de 1984 a 1990, y el segundo de 2002 a 2006, lo cual se vio reflejado tanto en el número de

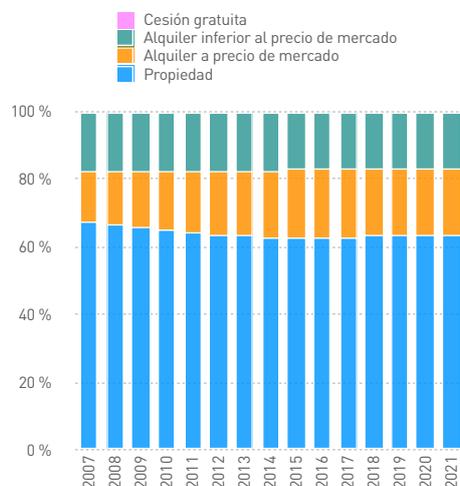
viviendas nuevas iniciadas como en el nivel de precios que experimentaron un fuerte repunte. En contraposición, a lo largo de 2007-2021, el indicador queda por debajo de la media, lo cual se reflejó en un retroceso en el número de viviendas nuevas y en los precios, especialmente en los años 2007 y 2008 (en los que llegaron a experimentar caídas), momento a partir del cual comenzaron a mejorar, a pesar de la amplia brecha en el crédito a los hogares (véase la Gráfica 2.4-t).

Gráfica 2.4-u
Reino Unido: evolución tenencia vivienda en propiedad, alquiler-cesión gratuita (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del GOV.UK)

Gráfica 2.4-v
Reino Unido: distribución hogares por régimen de tenencia de vivienda (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del GOV.UK)

Alquiler residencial

Los datos proporcionados por el gobierno de Reino Unido reflejan la evolución del alquiler residencial, los cuales, desde 2001 y hasta el año 2011, presentaban una reducción de la tenencia de vivienda en propiedad en beneficio del alquiler. Sin embargo, a partir de entonces se puede apreciar un cambio de tendencia y, desde 2016, la proporción de viviendas en régimen de alquiler o cesión ha disminuido ligeramente en favor de la tenencia en propiedad (63,8% en propiedad en 2021 frente al 62,4% de viviendas en propiedad en 2016) (véanse las Gráficas 2.4-u y 2.4-v).

Reino Unido en el ranking del IPIA

Por último, cabe señalar que el Reino Unido ocupa el puesto 25 en el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA) calculado por MAPFRE Economics para 43 países para los cuales se ha podido calcular este indicador sintético (véase la Tabla 4.2-b). Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador es el correspondiente al *crecimiento demográfico* el que contribuye en mayor medida a mejorar la posición del Reino Unido en la muestra de países analizados. La población del Reino Unido en 2023 es de 67,1 millones de habitantes y se estima pueda alcanzar 70,5 millones para finales de siglo⁷⁷. El componente correspondiente al *crecimiento de la renta disponible* y su

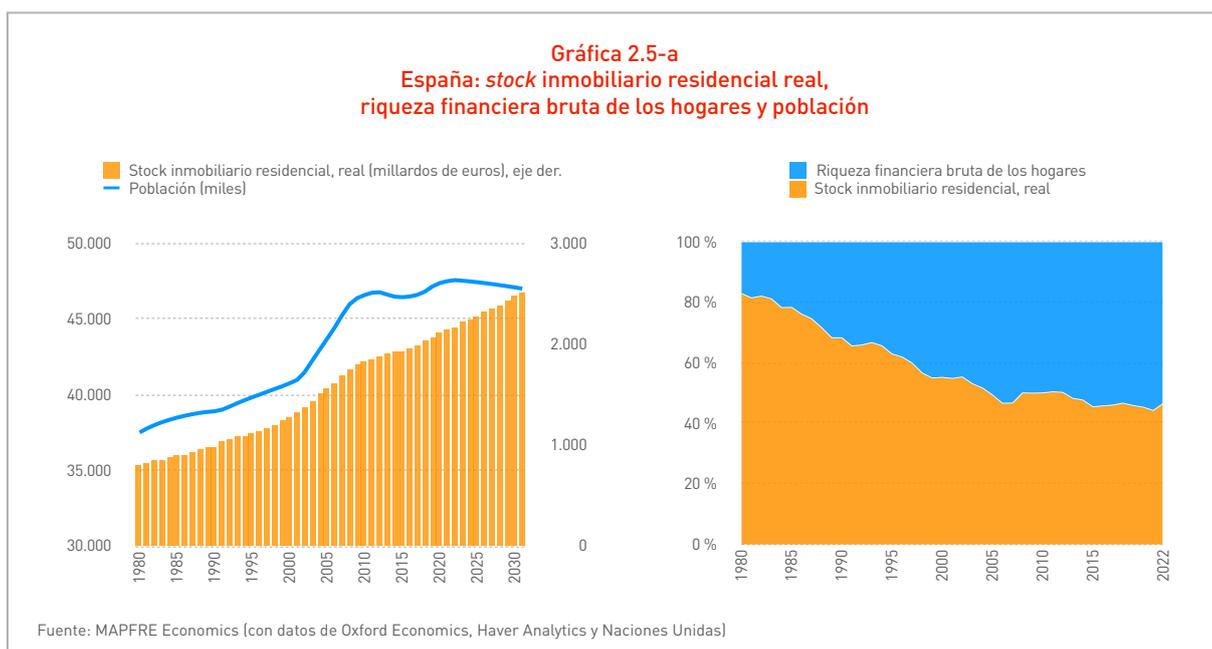
previsible evolución en los próximos años le hace retrasar posiciones, si bien el efecto es en parte compensado por la mayor *sensibilidad positiva de su negocio asegurador ante variaciones en la renta* (véase la Tabla 4.2-a).

2.5 España

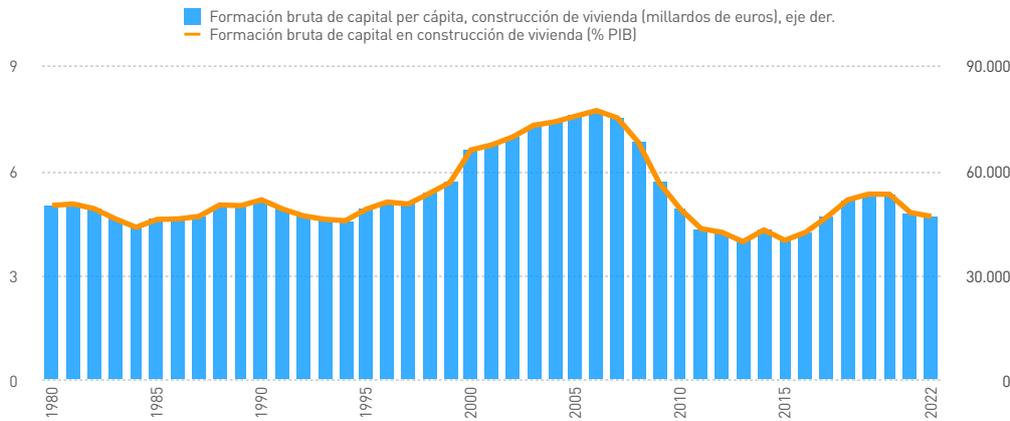
Introducción

En España, el valor estimado del *stock* inmobiliario asciende a 2,2 billones de euros en 2023⁷⁸, representando en torno al 149% del PIB, lo que contrasta con la riqueza financiera bruta estimada de los hogares de 2,5 billones⁷⁹ (216% del PIB). Debe puntualizarse que la evolución del *stock* inmobiliario en las últimas cuatro décadas muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo en la riqueza de los hogares ha venido decreciendo a lo largo de ese período (véase la Gráfica 2.5-a).

Por otra parte, del análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en relación con el PIB se observa que, entre los años 1994 y 2006, este indicador experimentó un crecimiento significativo en España, hasta alcanzar un máximo del 7,7% en el año 2006. A partir de entonces, sin embargo, se observa un acusado descenso hasta un nivel en torno al 4,7% en 2022, inferior al de hace cuatro décadas (véase la Gráfica 2.5-b).



Gráfica 2.5-b
España: formación bruta de capital en construcción de vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

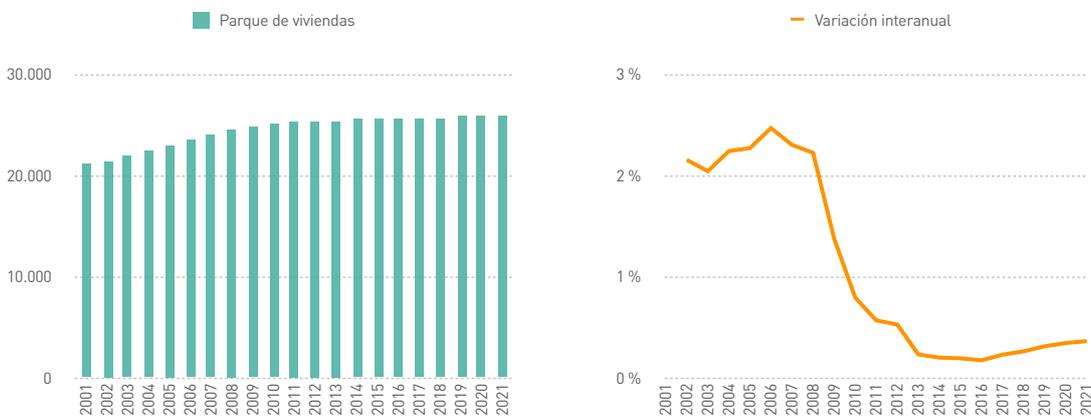
El parque de viviendas en España, estimado por el Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana con datos de 2021, se situaba en 25.976.305 unidades. Al comparar la evolución del indicador desde 2001, el incremento resultante para los últimos 20 años ha sido del 23,5%. Aunque en 2021 el

crecimiento interanual del parque de viviendas es del 0,36%, (0,35% en 2020) y constituye un dato superior al de los siete años previos, es muy inferior al existente antes de la crisis económica de 2008-2009, donde el porcentaje de crecimiento era superior al 2% (véase la Gráfica 2.5-c).

Construcción y venta de viviendas nuevas

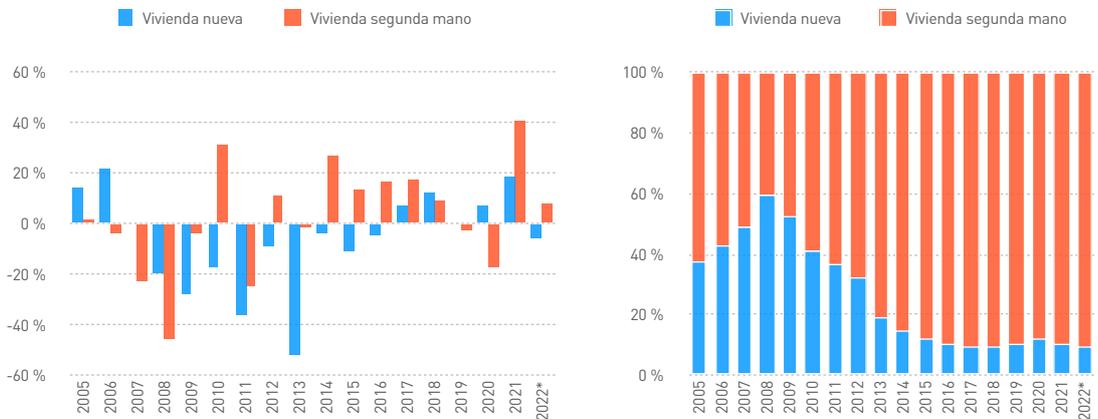
El segundo de los indicadores de especial relevancia para el sector asegurador relacionado con el parque de viviendas es su crecimiento (construcción de nuevas viviendas), en la medida en que determina el mercado potencial de nuevas pólizas para los seguros con coberturas

Gráfica 2.5-c
España: parque de viviendas
(número de viviendas, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana)

Gráfica 2.5-d
España: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano
 (variación interanual, %; estructura de distribución, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana)
 * Datos provisionales.

para el hogar y las comunidades de propietarios, además de los seguros específicos relacionados con el periodo de su construcción. Así, respecto de la vivienda nueva, en estos dos últimos años la inversión residencial se ha visto afectada primero, en 2020, con la reducción en el inicio de construcción de viviendas, y después, en 2021, principalmente con el retraso en el volumen de obra ejecutada. No obstante, a finales de 2021 se empezaron a revertir los elementos que habían venido condicionando negativamente la construcción, como fueron la escasez de mano de obra, los problemas de suministro de materiales de construcción y, correlativamente, un encarecimiento en los costes finales a consecuencia de los efectos económicos de la pandemia (véase la Gráfica 2.5-d).

Mientras que en 2020 las transacciones de viviendas de nueva creación vivieron un significativo crecimiento del 7,3% y las de segunda mano una importante caída del 16,9%, en 2021 ambas categorías han experimentado un crecimiento importante. En el caso del segmento de nueva construcción, el crecimiento se ha situado hasta el 18,9%, aunque el volumen más elevado se lo han llevado las transacciones de segunda mano, donde la variación ha sido del 41,1%, el mayor de los últimos dieciséis años. Este excelente comportamiento de la demanda de vivienda durante 2021 tiene varias explicaciones. Entre ellas, una mejora en la situación económica, un contexto de financiación todavía muy

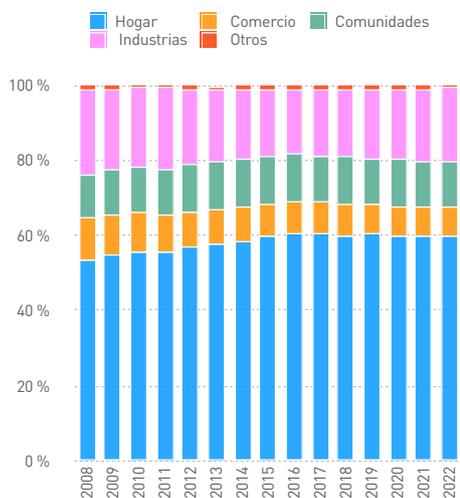
favorable que a las unidades familiares con bolsa de ahorro superior a periodos previos (que les permitió abordar la compra de vivienda suspendida durante la pandemia), y el interés por cambiar de residencia a otra con mayor espacio habitable y con espacios exteriores.

Por el contrario, en 2022 las transacciones de vivienda nueva decrecen un -5,7%, y aunque las transacciones de segunda mano crecen, lo hacen solo a una tasa del 7,9%, en lo que sin duda está influyendo el endurecimiento de las condiciones de financiación por las subidas de tipos de interés que está implementando el Banco Central Europeo desde el mes de julio de 2022 y en 2023, en su lucha contra la inflación.

Evolución de los seguros vinculados al hogar

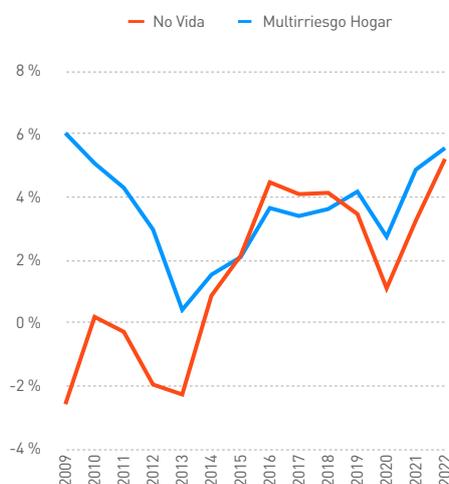
Los seguros multirriesgo protegen una extensa casuística de daños o actividades en ámbitos tan distintos como el personal, el patrimonial y empresarial (hogar, comunidades, comercio, industrias). Con datos a 2022, dentro de los seguros multirriesgo aparece el seguro multirriesgo de *hogar* como el más contratado, con un 60%, seguido por el de *industrias*, con un 19,6%, *comunidades*, con el 12%, y *comercio*, con un 7,3%. Como se ilustra en la Gráfica 2.5-e, en la evolución de estos ramos en los últimos quince años se aprecia cómo el seguro multirriesgo hogar ha ido tomando valor frente al de comercio e industria. En el sector inmobiliario, y concretamente para las

Gráfica 2.5-e
España: distribución de seguros multirriesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

Gráfica 2.5-f
España: evolución primas emitidas en el segmento de No Vida vs Multirriesgo Hogar (variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

viviendas, serían referencia los seguros multirriesgo de hogar y comunidades.

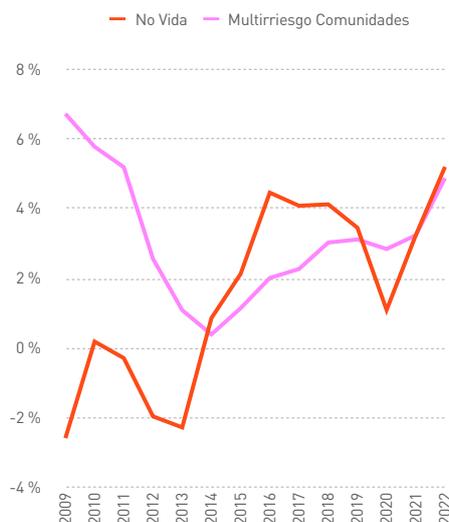
Multirriesgo Hogar

El ramo de hogar ha sido, en 2022, uno de los líderes en el crecimiento del seguro en España, con un volumen de 5.149 millones de euros en primas emitidas, lo que ha supuesto un incremento interanual del 5,5%, superior al de 2021 que fue del 4,9%. Según los últimos datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para 2021 en la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF), el gasto medio por hogar en seguros relacionados con la vivienda en 2021 fue de 300,07 euros y supuso un crecimiento del 1,57% respecto al año anterior.

En un análisis comparativo entre los seguros de multirriesgos del hogar y el conjunto de los seguros de No Vida (véase la Gráfica 2.5-f), se aprecia cómo el primero ha tenido una evolución superior en los últimos cuatro años, y en la crisis de la Eurozona de 2009-2012 y en la pandemia del Covid-19 de 2020-2021 el seguro multirriesgo hogar siempre ha mantenido tasas positivas, a diferencia del conjunto de seguros de No Vida que, hasta 2014, tuvo decrecimientos. Respecto a los indicadores básicos durante el periodo 2021-2022, hay que señalar la reducción de la siniestralidad bruta,

que pasa del 63,6% al 61,1%, y la siniestralidad neta, que se mueve del 62,4% al 61,9%. Asimismo, los gastos brutos se mantienen en ambos años en el 33,8%, con lo que el ratio combinado mejora, al pasar del 96,8% al 96,4%.

Gráfica 2.5-g
España: evolución primas emitidas en el segmento de No Vida vs Multirriesgo Comunidades (variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

Multirriesgo Comunidades

Las primas de los seguros multirriesgos de comunidades, por su parte, han experimentado un crecimiento del 4,9% en 2022, superando los 1.032 millones de euros en emisión de primas directas, frente al 3,2% obtenido en 2021. Si se observa la evolución del seguro multirriesgo de comunidades y el conjunto de los seguros de No Vida (véase la Gráfica 2.5-g), aunque se aprecian diferencias puntuales en algunos periodos (2010, 2014 y 2019), la tendencia en ambas series ha sido muy similar y, como en el caso de los seguros multirriesgo de hogar, el seguro de comunidades no refleja tasas interanuales negativas en el periodo seleccionado. Asimismo, al analizar los indicadores de desempeño del negocio en 2022, el ratio combinado mejora, ya que cambia del 96,9% en 2021 al 95,4% para el 2022. Ello se ha debido a una reducción de la siniestralidad bruta, que pasa del 67,5% al 63,2%, y también a una reducción de los gastos brutos, que disminuyen del 30,2% al 30%. Por último, la siniestralidad neta cae del 65,6% al 64,2% en ese lapso.

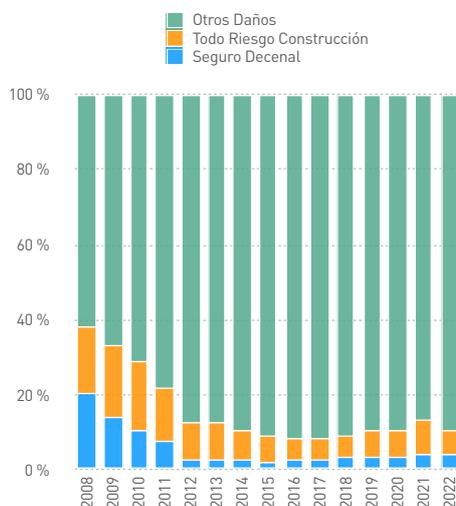
Ingeniería

Dentro de los ramos relacionados con el sector inmobiliario en el ramo de ingeniería, se encontrarían el seguro *decenal* y *todo riesgo construcción*. El primero de ellos tuvo, en 2022,

un crecimiento interanual del 3%, con un volumen de 46,7 millones de euros, en tanto que el segundo mostró un decrecimiento del -25,1%, con 75,8 millones de euros de primas. Si se analiza la evolución de ambos seguros desde 2008 (véase la Gráfica 2.5-h), se evidencia cómo en los años posteriores a la crisis económica de 2008-2009, la actividad constructora cayó drásticamente, lo que conllevó un retroceso importante en el aseguramiento de los inmuebles, hasta caer a tasas interanuales con niveles muy relevantes en el seguro decenal (-47,7% en 2009 y -60,9% en 2012,) y no es sino hasta 2016, con la recuperación económica, cuando se vuelven a tener tasas positivas de crecimiento (aunque con niveles muy alejados todavía hoy en día de los alcanzados con anterioridad a la crisis).

Por otra parte, los efectos económicos de la pandemia del Covid-19 en 2020 también se vieron reflejados en caídas en el sector asegurador para estos ramos: el seguro decenal decreció un -12,0%, y el todo riesgo a la construcción se desaceleró con un crecimiento del 6,5%, cuando venía creciendo a dos dígitos en los dos años previos. Posteriormente, en 2021, ambas modalidades de seguro volvieron a crecer, con tasas del 34,6% para el primero y del 28,9% para el segundo. De acuerdo con los datos más actualizados, se observa nuevamente una desaceleración en 2022 en el seguro decenal (3,0%) y un retroceso en el seguro todo riesgo construcción (-25,1%).

Gráfica 2.5-h
España: distribución de seguros de ingeniería (%)



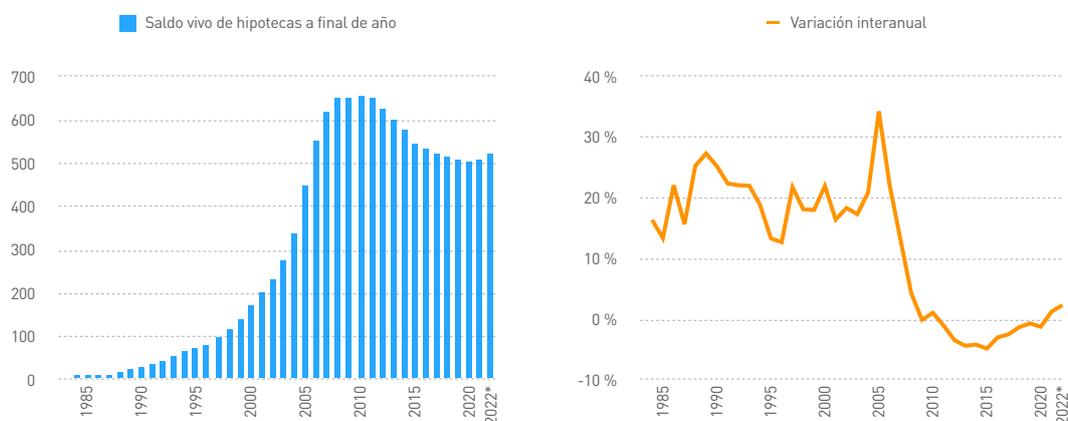
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Saldo hipotecario

Como se ha venido destacando en este informe, el saldo hipotecario vivo y la constitución de nuevas hipotecas son dos indicadores importantes para el negocio asegurador, en la medida en que se hallan directamente relacionados con los capitales asegurados en los seguros de Vida que cubren el riesgo de fallecimiento de los titulares hipotecarios. En este sentido, la tendencia actual en el mercado español es positiva, reportando crecimientos tanto en el saldo vivo como en las hipotecas constituidas, que parecen haber dejado atrás las consecuencias de la crisis inmobiliaria de 2008-2009. Sin embargo, las subidas de tipos de interés y la política monetaria restrictiva que

Gráfica 2.5-i
España: saldo vivo de préstamos hipotecarios
 (importe, millardos de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de España)

* Datos provisionales.

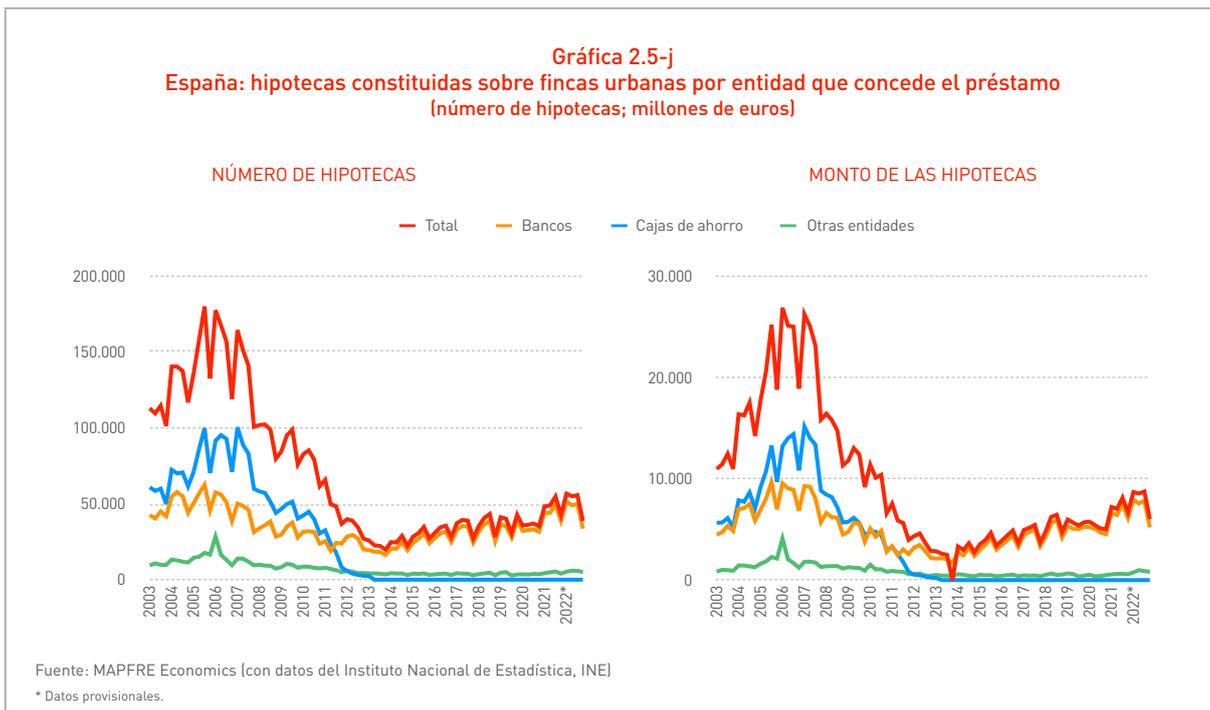
está implementando el Banco Central Europeo ante el repunte de la inflación desde mediados de 2022, está afectando al crédito (que en los primeros meses de 2023 comienza a contraerse) y puede revertir esta tendencia si la situación se mantiene en el tiempo. El Banco de España reportó, en 2022, un balance hipotecario de 524 millardos de euros y una variación interanual del 2,39%. Esto supone una continuación de la tendencia creciente iniciada en 2021 que, a su vez, constituyó el primer crecimiento en el saldo vivo hipotecario desde 2010 (véase la Gráfica 2.5-i).

Nuevas hipotecas constituidas

Por otra parte, el número total de hipotecas constituidas sufrió una fuerte caída después de la crisis económica de 2008-2009, alcanzando su cifra más baja a finales de 2013, con únicamente 19.855 hipotecas constituidas en el cuarto trimestre por un valor de 2.099,7 millones de euros. A partir de entonces se observa un continuo crecimiento, alcanzando en el tercer trimestre de 2022, 55.700 unidades. Sin embargo, en el cuarto trimestre de ese ejercicio (datos provisionales), el valor desciende bruscamente hasta las 38.679 hipotecas, lo que supone una reducción del -30,6% respecto al tercer trimestre de 2022, con un volumen total de 6.025,4 millones de euros a diciembre 2022, tras el inicio de la senda de subidas de tipos de interés implementada por el Banco Central Europeo

después de un largo período en el que el mercado inmobiliario se había beneficiado de un entorno de bajos tipos de interés (véase la Gráfica 2.5-j).

Bajo el criterio de clasificación a partir de las entidades que originan el préstamo hipotecario, las cajas de ahorro eran las principales entidades que los concedían. No obstante, desde la crisis de 2008-2009, los bancos fueron ganando protagonismo y proporcionan actualmente alrededor del 88% del total de los préstamos hipotecarios concedidos. Durante 2022, las nuevas operaciones de crédito a hogares para la adquisición de vivienda siguieron siendo elevadas, a pesar de unos tipos de interés para préstamos bancarios más elevados que en 2021, y con un endurecimiento de los criterios de aprobación de las nuevas condiciones de endeudamiento. En este sentido, del análisis de las hipotecas constituidas en el período 2018-2022 se desprende que, durante el 2022 respecto al 2021, han aumentado las suscritas tanto para las fincas rústicas, como para las fincas urbanas en sus dos categorías (viviendas y solares), aunque en este último caso se sitúan muy por encima de los últimos cuatro años. En el caso de las hipotecas concedidas en 2022 para la compraventa de viviendas, con datos provisionales publicados por el INE, estas suponen un 76,18% sobre el total de préstamos hipotecarios, con un incremento porcentual medio respecto a los últimos siete

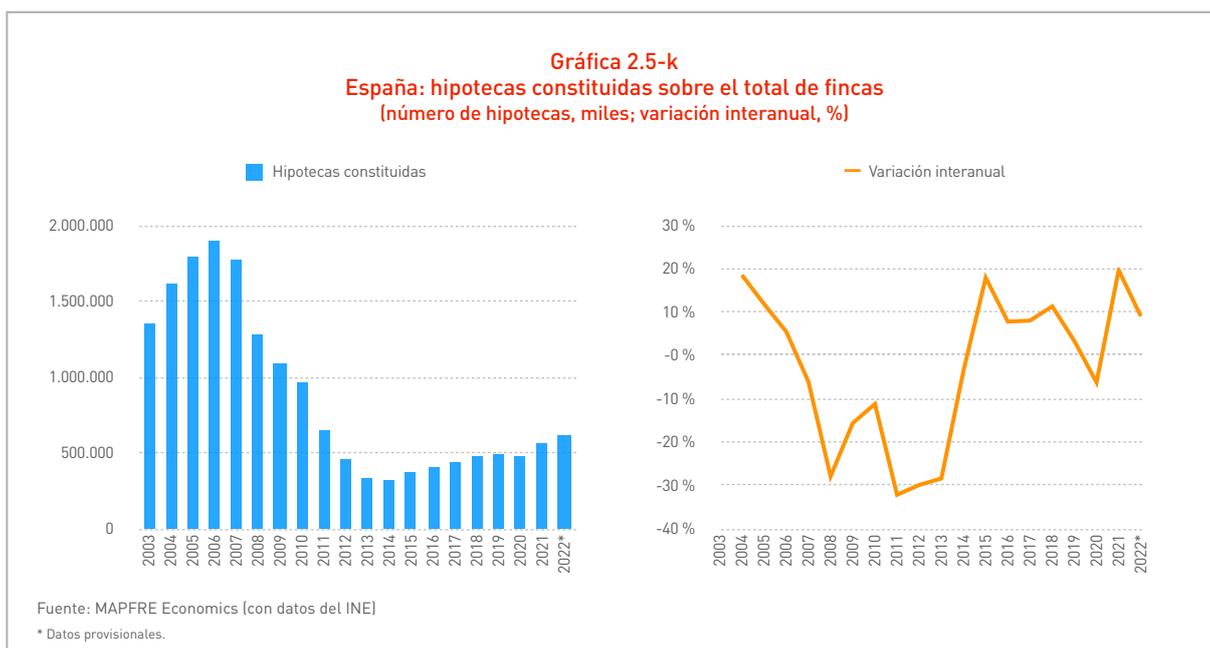


años del 71,61%. Asimismo, mientras que la variación interanual del total de hipotecas, sobre todo tipo de fincas, en 2021 fue elevado 19,6% (el más alto de los últimos 18 años), en 2022 se aprecia una desaceleración en el crecimiento, situándose en un 9% interanual (véase la Gráfica 2.5-k). Así, el número de préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda ascendió, en el cuarto trimestre de 2022, a un total de 110.401, lo que supone un incremento interanual del 5,04%, muy por debajo del que se obtuvo en 2021 (25,1%). Lo

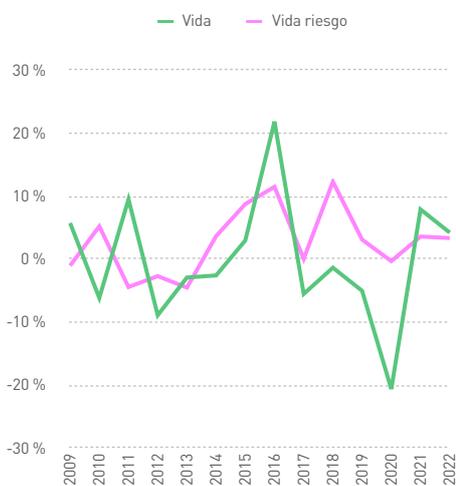
anterior es evidencia de una desaceleración en el ritmo de compra-venta de viviendas por parte de los hogares españoles.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

En 2022, el seguro de Vida en España registró un volumen de primas de 24.535 millones de euros, lo que supone un aumento del 4,2% respecto a 2021. En particular, los seguros de Vida riesgo están asociados en buena medida a la evolución de los préstamos hipotecarios, por



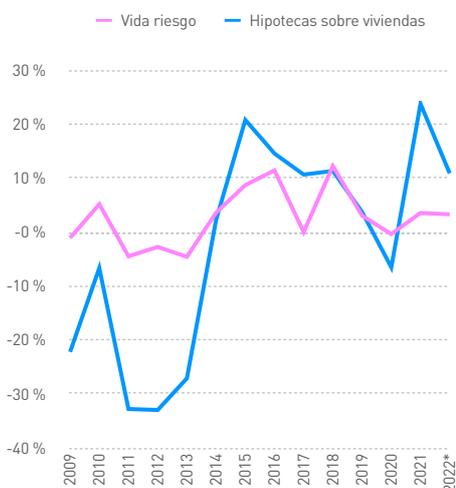
Gráfica 2.5-l
España: evolución primas emitidas en el
segmento de Vida vs Vida riesgo
(variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

lo que la evolución de las condiciones financieras en cada momento determina la contratación para este tipo de seguros. Este producto protege ante el posible impago de la hipoteca por parte del comprador, en caso de muerte o invalidez. Puede contratarse poniendo como suma asegurada el importe de la hipoteca y designando al banco beneficiario por el importe pendiente de amortizar y al

Gráfica 2.5-m
España: evolución primas emitidas en el ramo
de Vida riesgo vs hipotecas sobre viviendas
(variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)

*Datos provisionales de hipotecas sobre viviendas

asegurado por la diferencia. También puede suscribirse estableciendo como suma asegurada el capital pendiente, la hipoteca total o una parte de ella, durante toda la vida del préstamo, donde el banco es el beneficiario con carácter irrevocable, o simplemente puede contratarse como protección personal o familiar, sin una designación específica a la entidad financiera como beneficiario. Como cobertura o como seguro aparte, existe también la posibilidad de incorporar una protección por impagos, la cual cubre las cuotas del préstamo en caso de desempleo o incapacidad temporal del asegurado mientras dure esta situación.

Al comparar la evolución entre las primas de los seguros de Vida y las de Vida riesgo, se observa que en algunos períodos (como, por ejemplo, el 2009-2013) no han mostrado un comportamiento acompasado, aunque, en general, la tendencia ha marchado en ambos casos en el mismo sentido, a pesar de las diferencias sustanciales en los crecimientos, resistiendo mejor las primas de Vida riesgo las crisis económicas (véase la Gráfica 2.5-l). Cabe señalar que, en 2022, se produjo un descenso de la siniestralidad del ramo de Vida riesgo por la positiva evolución de la pandemia del Covid-19 que había generado un repunte significativo en los dos años previos.

Por otra parte, si se analiza la evolución en el número de hipotecas constituidas sobre viviendas con respecto a la contratación de seguros de Vida riesgo en los últimos catorce años (véase la Gráfica 2.5-m), aunque se observa que ambas siguen tendencias similares a lo largo del tiempo, las fluctuaciones en el caso de las tasas de variación de las hipotecas suscritas para viviendas resultan ser bastante más elevadas, acentuándose en aquellos años en los que se producen crisis o crecimientos en la actividad económica del país.

Hipoteca inversa

En España, la hipoteca inversa está regulada por la Ley 41/2007 (modificando la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario de 1981), siendo actualizada por el art. 5 de la Ley 1/2013, y por la disposición final 8 de la Ley 5/2015 y, más recientemente, por el RDL 24/2021 art.18.2 redacc. RDL 11/2022 y RDL 24/2021 disp. trans. 5ª redacc. RDL 11/2022. Es

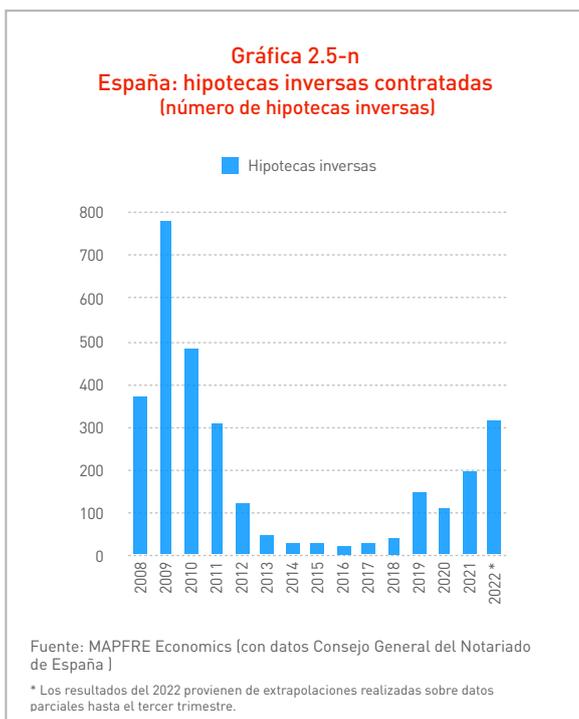
un producto enfocado a personas con necesidades de financiación, que sean mayores de 65 años (aunque determinadas entidades suben el límite a 70 años), o que estén afectados por algún tipo de dependencia o grado de discapacidad igual o superior al 33%. Asimismo, la ley establece la asistencia de un asesoramiento independiente al cliente por parte de las entidades que conceden este producto. El cliente, a cambio de hipotecar su vivienda en propiedad, recibirá una renta mensual que puede ser vitalicia, temporal/simple, un pago único o un combinado de las dos últimas. En una hipoteca inversa vitalicia, el cliente recibe una renta mensual durante toda su vida, en la inversa temporal recibirá rentas solo en un periodo acordado, y en el caso de una hipoteca de disposición única, el cliente recibirá una única suma, generalmente al inicio de la contratación.

Las diferencias entre estas modalidades no solo radican en el plano temporal. En el caso de la hipoteca vitalicia, se percibe una renta inferior a la temporal al tener una duración ilimitada, salvo que se contrate un seguro de renta vitalicia, en cuyo caso completaría el cómputo de rentas respaldadas por el valor de la vivienda objeto del préstamo cuando la supervivencia del cliente superara el plazo máximo del crédito. En el ámbito fiscal, las rentas derivadas del seguro de rentas vitalicias

no están exentas de tributar, aunque solo tributaría la parte correspondiente a la rentabilidad incluida en esa renta, mientras que en la hipoteca inversa temporal no tributan las rentas abonadas.

La vivienda objeto de la hipoteca inversa será la habitual, y el cliente deberá tener la plena propiedad sobre el inmueble y estará libre de cargas. Asimismo, las rentas resultantes (salvo las obtenidas por el seguro de renta vitalicia) estarían exentas del IRPF. Además, con la entrada en vigor del RD-ley 17/2018, el prestatario tampoco tiene que pagar el Impuesto de Actos jurídicos documentados. En la hipoteca inversa, el deudor siempre mantiene la propiedad y uso de la vivienda, puede alquilarla, o puede cancelarla anticipadamente, devolviendo el capital prestado más intereses y gastos inherentes al préstamo. En caso de fallecimiento del titular de la hipoteca, o del último de los beneficiarios, serán los herederos quienes liquidarán la deuda pendiente, decidiendo si venden el inmueble para saldar la deuda contraída, o se quedan con la vivienda liquidando la deuda existente (con sus fondos o con una nueva hipoteca).

Como se desprende de los datos publicados por el Consejo General del Notariado que se ilustran en la Gráfica 2.5-n, el intervalo temporal donde más hipotecas inversas se firmaron fue de 2008 a 2011, coincidiendo con el inicio de la crisis. En años posteriores, la firma de hipotecas inversas se reduce drásticamente, y es a partir de 2019 cuando comienzan a suscribirse en mayor número. Conviene señalar que, en España, a pesar de ser un país con un porcentaje muy elevado de viviendas en propiedad, este instrumento financiero no ha terminado de arraigarse por diferentes motivos, entre los que destacan la usualmente importante diferencia entre el valor del inmueble hipotecado y el importe de las rentas periódicas que percibe el cliente, las cuales vienen a ser solo un complemento a la pensión pública en la mayor parte de las operaciones. Además, se trata de un producto complejo que requiere de un asesoramiento independiente para su adecuada comprensión. También, dependiendo de la edad del solicitante y el periodo pactado, en la mayoría de los casos es necesaria la contratación de un seguro de renta vitalicia, lo que reduce el importe final de entrega en la hipoteca,



restando atractivo a su contratación. Por último, es imprescindible una buena armonía y entendimiento entre los herederos, bien cuando se produzca el fallecimiento del deudor hipotecario o último beneficiario, o bien cuando finalice el periodo contratado, ya que en caso contrario dificultaría la decisión final sobre la vivienda y la deuda contraída por el cliente⁸⁰.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

Las entidades aseguradoras españolas son inversores habituales en activos financieros emitidos en el mercado hipotecario. Los modos más comunes que emplean las entidades bancarias españolas para financiar la concesión de préstamos hipotecarios, además de las subastas de liquidez del banco central y los depósitos bancarios, son los bonos garantizados (“covered bonds”) y las titulizaciones con garantía hipotecaria (RMBS) en los que las entidades aseguradoras invierten parte de sus carteras.

El modelo de titulización que han desarrollado las entidades financieras españolas ha venido determinado, en gran medida, por los diferentes desarrollos normativos que se han introducido en las últimas décadas. Así, fueron las carteras de préstamos hipotecarios las primeras en ser titulizadas en 1992, siguiendo la estela de otros países, por tratarse estos de activos homogéneos y de elevada calidad crediticia. La Ley 2/81, del Mercado Hipotecario, y el Real Decreto que posteriormente la desarrolló (RD 685/1982), crearon y delimitaron la figura de las *cédulas hipotecarias*, los *bonos* y las *participaciones hipotecarias*. Estos tres títulos hipotecarios abrieron la puerta a las entidades de crédito para obtener financiación con base en su cartera hipotecaria⁸¹.

Desde entonces, la normativa que regula este tipo de emisiones ha evolucionado de manera significativa y se encuentra actualmente en proceso de revisión en el marco de la normativa de la Unión Europea con el objetivo de reducir, en la medida de lo posible, la fragmentación regulatoria y potenciar un mercado de capitales único en la Unión. En el ámbito asegurador, la reforma del marco de Solvencia II ha introducido un tratamiento

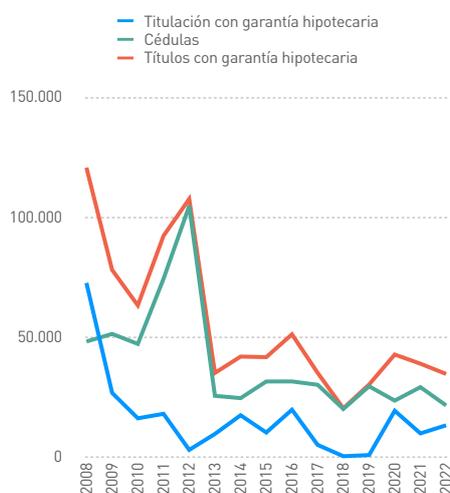
específico adecuado a su menor nivel de riesgo en la fórmula estándar del requerimiento de capital de solvencia tanto para los bonos garantizados (“covered bonds”) como para las titulizaciones (“securitizations”) que cumplan con unos determinados criterios de elegibilidad⁸².

Bonos garantizados (covered bonds)

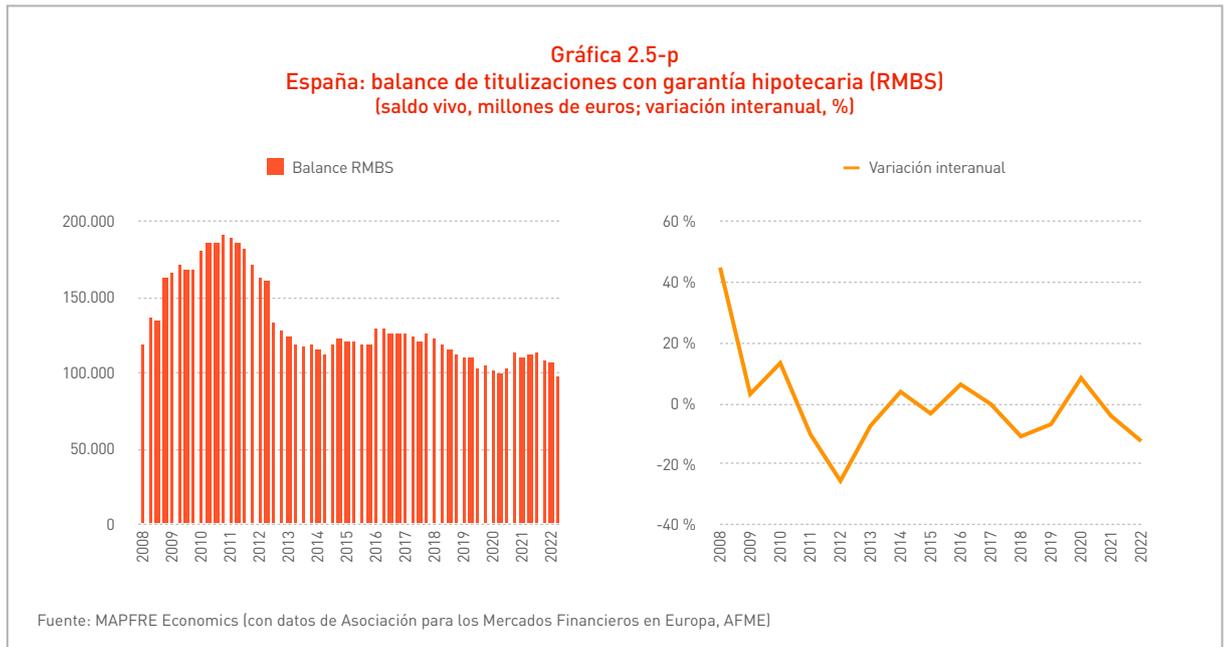
De acuerdo con la Asociación Hipotecaria Española (AHE), en la primera mitad de 2022, las nuevas emisiones de títulos hipotecarios admitidos a cotización han ascendido a 34.522 millones de euros (un 11% menos que en 2021). Las cédulas, que en España vienen a ser la principal fuente de refinanciación bancaria para la cartera hipotecaria, durante los primeros 6 meses de 2022 registraron un volumen de emisiones por importe de 21.400 millones de euros. A su vez, el saldo de los bonos hipotecarios se había elevado a 13.122 millones de euros hasta junio de 2022, un 34% más respecto a la totalidad del año anterior que fue de 9.759 millones de euros⁸³ (véase la Gráfica 2.5-o).

En España, el primer recurso de refinanciación de los activos bancarios hipotecarios ha cambiado desde el 8 de julio de 2022, debido a la transposición de la Directiva Europea 2019/2162 (Directiva de Cédulas Hipotecarias) y

Gráfica 2.5-o
España: emisión de títulos hipotecarios por año de admisión a cotización (millones de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Asociación Hipotecaria Española, AHE)



al ordenamiento tras la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 24/2021. Según la European Mortgage Federation (EMF), los cambios han reforzado el mercado para hacerlo más competitivo y eficiente, e incluyen el establecimiento de una serie de garantías (tales como la obligatoriedad de mantener un colchón de liquidez que cubra el pago de capital e intereses durante al menos 180 días para mitigar el riesgo de impago), regula la segregación del patrimonio separado (*cover pool*), y exige el nombramiento de un órgano de control (*cover pool monitor*), así como la designación de un administrador concursal independiente. También se establece la exigencia de que todos los activos que conformen el conjunto de cobertura deben tener una tasación actualizada en el momento de su incorporación, con la singularidad de admitir excepcionalmente para las primeras emisiones el valor de referencia que la entidad esté empleando (conforme a la Circular 4/2017), que en ningún caso podrá superar el valor de tasación en origen. Todo ello, debería permitir un mejor funcionamiento del mercado de bonos garantizados, precisamente en un momento en el que la obtención de fondos a través de las líneas LTRO (*longer-term refinancing operations*) estará menos garantizada de acuerdo con los últimos movimientos anunciados por el Banco Central Europeo, lo que abre posibilidades de inversión a las entidades aseguradoras en activos financieros de alta calidad crediticia, de acuerdo con su modelo de negocio.

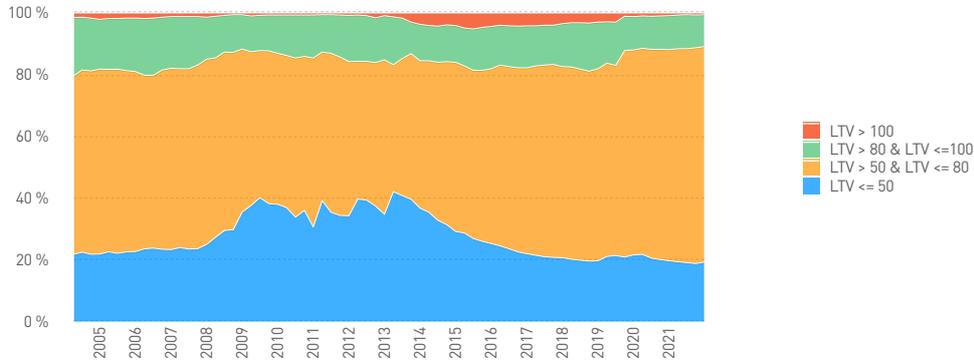
Titulaciones con garantía hipotecaria (securitizations)

De acuerdo con los datos de la Asociación para los Mercados Financieros en Europa (AFME), el saldo vivo de titulaciones con garantía hipotecaria (RMBS) en España mantiene una tendencia decreciente, cuya caída más pronunciada se produjo en septiembre de 2012, reduciéndose un 17% con respecto al trimestre anterior. En 2022, dicho saldo ha disminuido respecto al año precedente (97.433 millones de euros en junio de 2022 frente a 111.155 millones de euros en junio de 2021), siendo el saldo vivo de 2022 el menor registrado en la serie analizada (véase la Gráfica 2.5-p).

Ratio préstamo-valor

El ratio préstamo-valor (LTV) expresa el porcentaje de préstamo concedido respecto al valor de la vivienda otorgada como garantía. Por lo general, se considera que un buen ratio LTV se sitúa por debajo del 80%, como es lo habitual en la mayor parte de los préstamos hipotecarios en el mercado español. La Gráfica 2.5-q ilustra una serie histórica de la distribución de los préstamos según distintos tramos del LTV, destacando el período comprendido entre 2007 y 2014, en el que se aprecia un endurecimiento en las condiciones de los préstamos concedidos, aumentando significativamente la proporción de préstamos con un LTV igual o inferior al 50%, a raíz de las crisis de 2008-2009 y 2011-2012 en la Eurozona.

Gráfica 2.5-q
España: ratio préstamo-valor
(LTV, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de España)

Tasa de morosidad y créditos dudosos

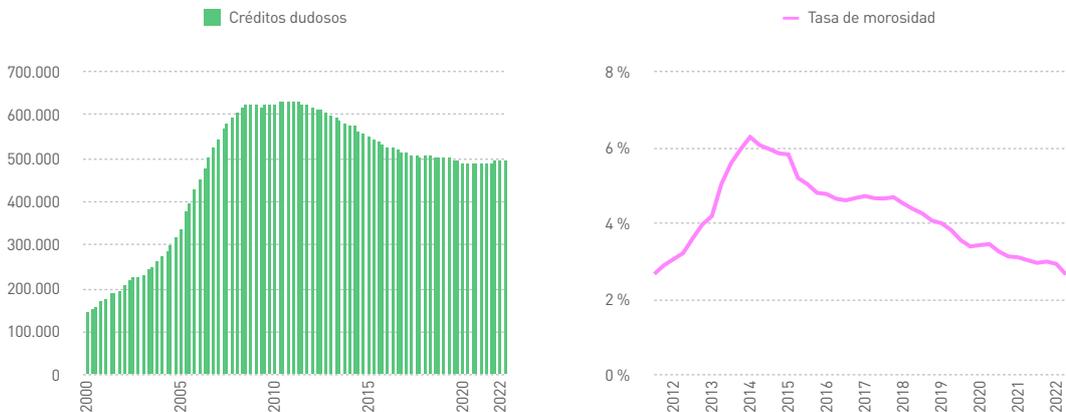
La Gráfica 2.5-r muestra información respecto a la evolución de la tasa de morosidad crediticia a lo largo de la última década. En junio de 2022, el ratio de créditos dudosos representaba el 2,7% de la cartera crediticia viva, por debajo del 2,9% observado en el trimestre anterior, y del 3% de junio de 2021. Asimismo, se observa cómo la tasa de morosidad hasta esa fecha muestra una tendencia decreciente que comenzaba en 2014, cuando alcanzó una ratio del 6,3% durante el primer trimestre. En este mismo sentido, los datos publicados por el Banco de España

reflejan cómo, a principios de este siglo, se produjo un gran crecimiento del importe total de créditos dudosos, alcanzando, a finales de 2010, un total de 632.449,4 millones de euros. A partir de ese momento, se observa un ligero decrecimiento que ha tendido a estabilizarse en los últimos años, siendo el total de créditos dudosos de 496.514,9 millones de euros en junio de 2022, un 1% superior al importe de junio de 2021.

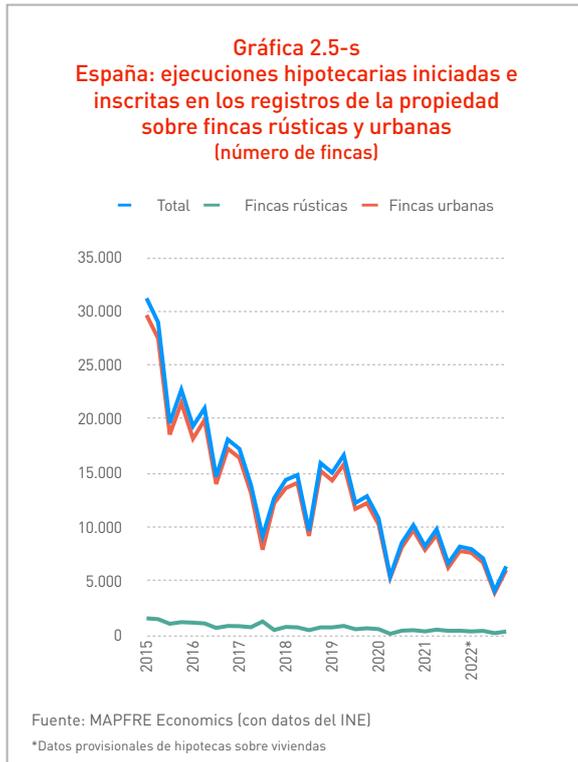
Ejecuciones hipotecarias

De acuerdo con datos del INE, las ejecuciones hipotecarias iniciadas e inscritas en los

Gráfica 2.5-r
España: importe de créditos dudosos y tasa de morosidad del crédito inmobiliario
(créditos dudosos, millones de euros; tasa de morosidad, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AHE y el Banco de España)



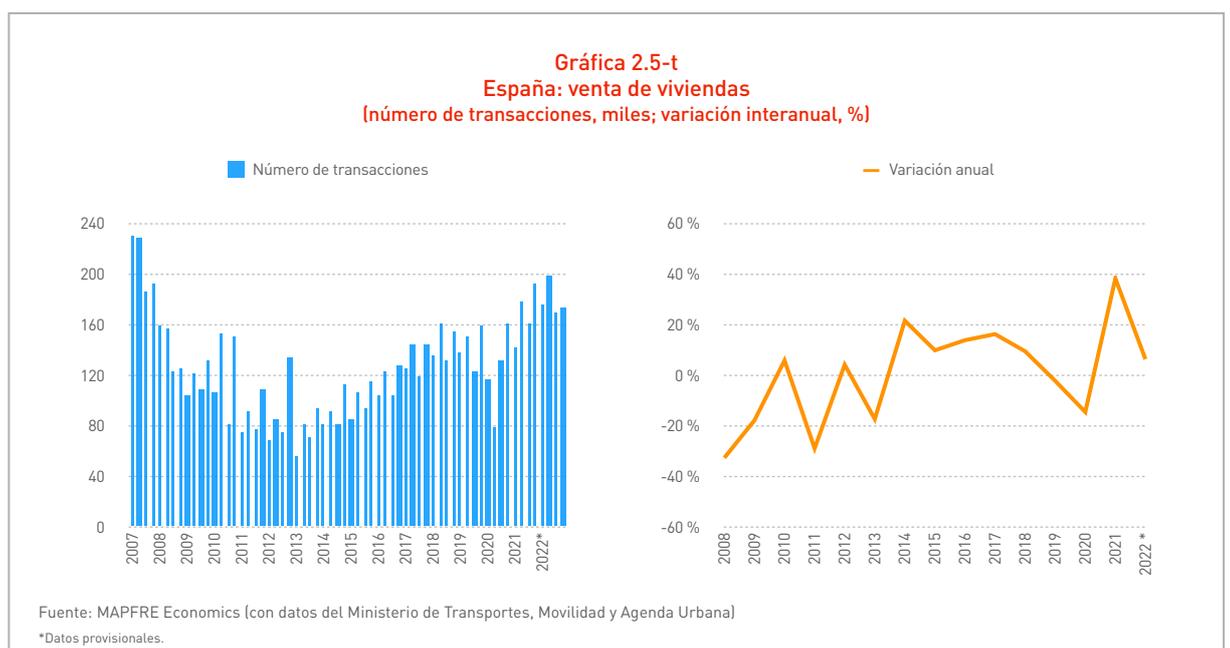
registros de la propiedad sobre fincas rústicas y urbanas durante el 2022 han sido de 25.551 unidades, un 22,3% menor que las registradas en el año anterior. Respecto a las ejecuciones hipotecarias sobre viviendas, estas concentran el 66,0% del total de las ejecuciones (véase la Gráfica 2.5-s). Cabe destacar que la cifra del total de ejecuciones ha sufrido una tendencia descendente progresiva en los últimos siete años, ya que en el mes de junio de 2015

llegaron a alcanzar 28.954 ejecuciones hipotecarias, en diciembre de 2018 un total de 15.926 y, finalmente, en el segundo trimestre de 2020, se registra un mínimo de 5.440 ejecuciones. Aunque a lo largo del 2022 han ido descendiendo progresivamente, hasta llegar en septiembre a un mínimo de 4.105 unidades, en diciembre vuelven a elevarse hasta 6.366 ejecuciones.

Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Transacciones inmobiliarias

Iniciada en 2021 la recuperación en el número de transacciones inmobiliarias después de la profunda caída sufrida en el año 2020, se confirma que la actividad en el sector inmobiliario en España se ha mantenido e incrementado durante el año 2022. Los datos publicados por el Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, a través del Observatorio de Vivienda y Suelo, muestran que el volumen total acumulado de transacciones inmobiliarias de viviendas realizadas durante 2022 (717.558 unidades), supera al que se registró en el 2021 (674.249 unidades). A pesar de esos datos, en la variación interanual en 2022 (6,42%) se aprecia una caída importante respecto al crecimiento registrado en 2021 (38,35%), donde el volumen de transacciones va menguando, en buena medida por la situación económica existente, con una elevada inflación y la continua subida de tipos de interés iniciada



en el mes de julio de 2022, factores que dificultan la compra-venta de viviendas y que han influido en el número de transacciones del segundo semestre del año (véase la Gráfica 2.5-t).

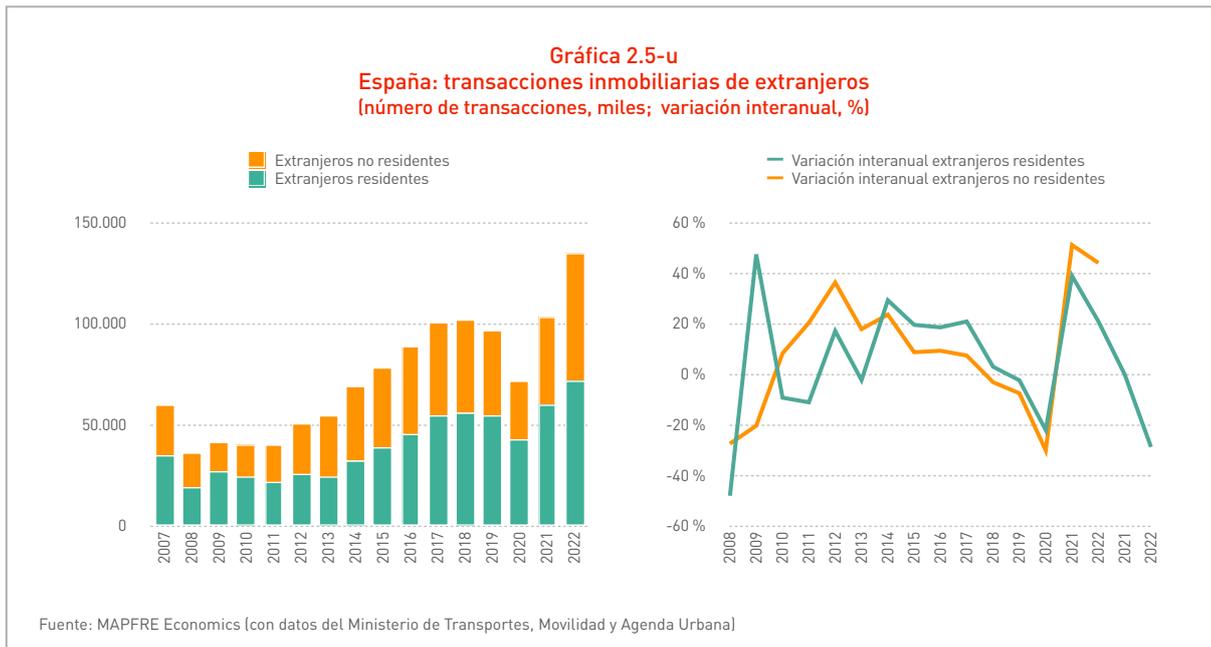
En un análisis de medio plazo, se confirma que el sector inmobiliario español ha sufrido numerosas alteraciones. En este sentido, destacan los años siguientes a la crisis económica de 2008-2009, donde el mercado hipotecario se vio muy afectado, reduciéndose bruscamente el número de transacciones inmobiliarias. Sobresale también en el intervalo 2011-2012, en medio de la crisis de la deuda soberana, cuando se produjeron caídas interanuales en el número de transacciones superiores al -25% durante varios trimestres consecutivos.

Sin embargo, no solo los factores externos a la economía española han afectado al mercado inmobiliario; los cambios normativos internos en el sistema fiscal también han influido en las decisiones de los agentes económicos respecto a las transacciones inmobiliarias. En este sentido, cabe señalar la subida del IVA en el 2010, la eliminación de la deducción fiscal en la vivienda habitual en 2012 y la supresión de los coeficientes de corrección de la inflación y de abatimiento en el cálculo de las plusvalías en el impuesto del IRPF en 2014; todas estas medidas supusieron una alteración en el volumen de la actividad inmobiliaria en el trimestre correspondiente.

Otros factores más recientes que han impactado a esta actividad económica han sido los confinamientos de la población durante 2020 por la pandemia del Covid-19, con caídas de un -16,1% y un -47,2% interanuales en el primer y segundo trimestre, respectivamente, y las sucesivas olas epidémicas del virus; todo ello menguó la actividad económica y el número de transacciones inmobiliarias, las cuales, no obstante, fueron recuperándose levemente a partir del tercero (+6,8%) y cuarto trimestres (+1,2%) de 2020. En el 2021, por el efecto base, las tasas de crecimiento interanual en todos los trimestres se han disparado con valores superiores al 20%, alcanzando un 125,5% en el caso del segundo trimestre, el cual coincide con el confinamiento estricto que se aplicó en el mismo periodo del 2020.

Por otra parte, al analizar las transacciones inmobiliarias de viviendas por Comunidad Autónoma en 2022, se observa, que, a diferencia del 2021, donde todas las comunidades tenían tasas interanuales positivas, en 2022 hay algunas con tasas negativas (Cantabria con el -2,78%, Ceuta y Melilla con el -6,85%, y Madrid con el -0,74%). El resto con valores mejoran respecto al año anterior, destacando Canarias, con el 26,9%; Valencia, con el 14,4%; Baleares, con el 7,6%, y Andalucía con un 5,8%. En cuanto al porcentaje de variación de transacciones por provincias sobre el total nacional, figura en primer lugar Las Palmas de Gran Canaria, con el 28%, y Santa Cruz de Tenerife, con el 26%. Le siguen Alicante, con un 25,8%, y Cáceres con el 15%. Por último, destacan en crecimiento provincias como Soria, con 13,8%, Orense, con el 13,5%, y Ávila con un 11,9%.

Por lo que se refiere a las transacciones inmobiliarias llevadas a cabo por los extranjeros (residentes y no residentes), mientras que en 2021 supusieron el 15,3% como dato definitivo del total nacional, en 2022 ese porcentaje aumenta hasta al 18,8%. Al igual que en 2021, cuando se experimentó una subida importante en las variaciones interanuales de transacciones realizadas por los extranjeros, en el año 2022, aunque han aumentado menos ambas categorías, también han tenido un comportamiento muy positivo, con un 20,9% para las transacciones de los extranjeros residentes y un 44% para el caso de los extranjeros no residentes (véase la Gráfica 2.5-u). Con datos provisionales en el cuarto trimestre de 2022, el total de transacciones inmobiliarias llevadas a cabo por extranjeros (residentes y no residentes) fue de 134.592 (un 18,76% del total nacional), ligeramente superior a lo que se registró en 2021. A nivel provincial, las zonas de costa (salvo por la excepción de Madrid, con el 6,2%) se siguen manteniendo como las preferidas por los extranjeros residentes sobre el total de sus transacciones durante 2022 (Alicante, 22,1%; Málaga, 12,5%; Barcelona, 7,6%; Canarias, 8,5%, y Baleares, 5,8%). Finalmente, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Observatorio de Vivienda y Suelo para el segundo trimestre del 2022, los extranjeros suponen el 19% del total de compra de vivienda en España; las nacionalidades de los compradores extranjeros más destacadas



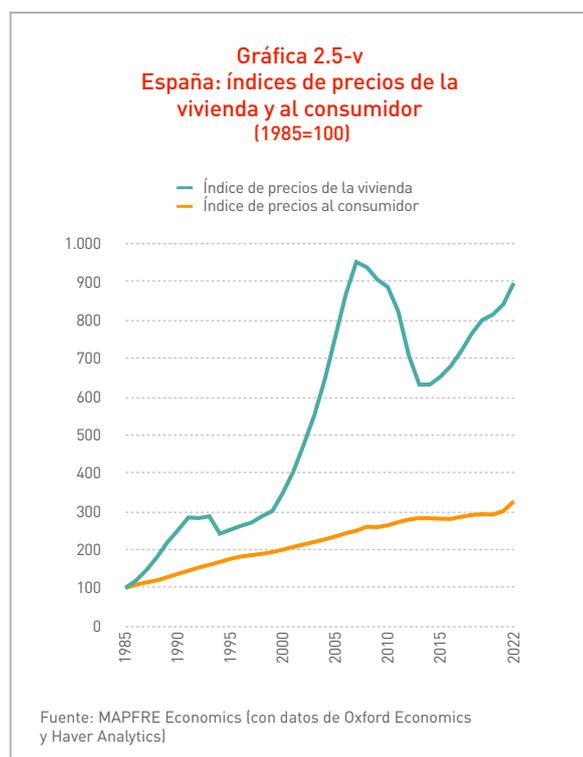
serían: Reino Unido, con el 9,8%; Alemania, 9,0% y Francia con el 6,6%.

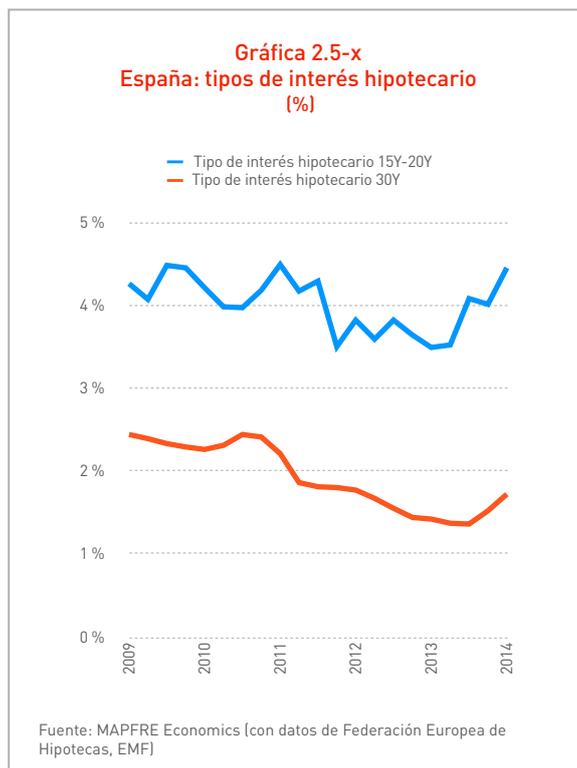
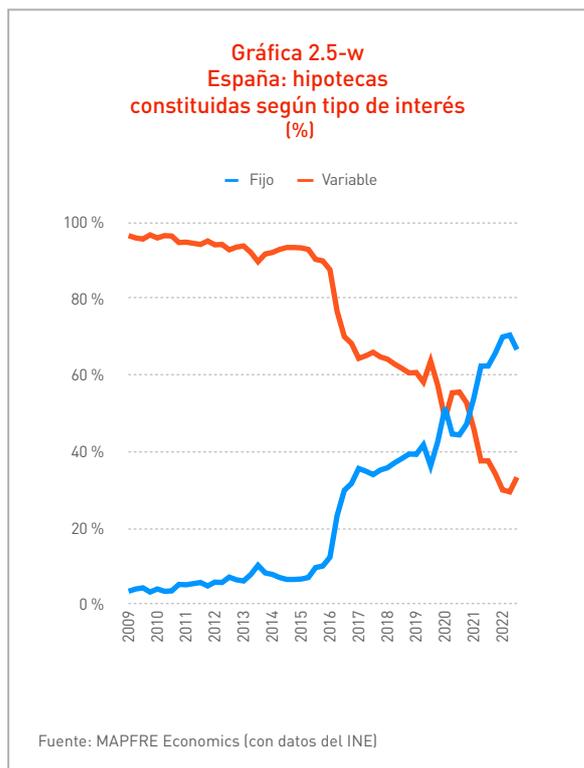
Precios de la vivienda

Si se compara la evolución de los precios medios de la vivienda en España con la evolución del índice general de precios en una serie desde 1985⁸⁴, se observa que ambos índices siguen una senda creciente, más irregular en el caso de los precios de la vivienda que experimentaron un incremento significativamente más pronunciado entre los años 2000 y 2007, truncado por la crisis inmobiliaria de 2008-2009 y su réplica en la Eurozona (y particularmente en España) en los años 2011-2012, no recuperando de nuevo su senda creciente hasta el año 2014 (véase la Gráfica 2.1-v). En cualquier caso, se observa que el índice de precios de la vivienda ha tenido, a lo largo del período analizado, una tendencia al crecimiento sustancialmente mayor a la que ha presentado el índice general de consumo. El INE ha señalado que el Índice General de Precios de Vivienda (IPV) registró una variación interanual del 5,58% para el cuarto trimestre del 2022, nivel bastante superior al publicado para el mismo periodo del 2021, que se estableció en el 1,2%. Respecto al IPV de vivienda nueva, el 2022 ha cerrado con un aumento medio del 6,2% frente al 6,4% del 2021, mientras que en el IPV de vivienda de segunda mano en 2022 marca un 5,3% frente al 6,4% del 2021.

Tipos de interés hipotecarios

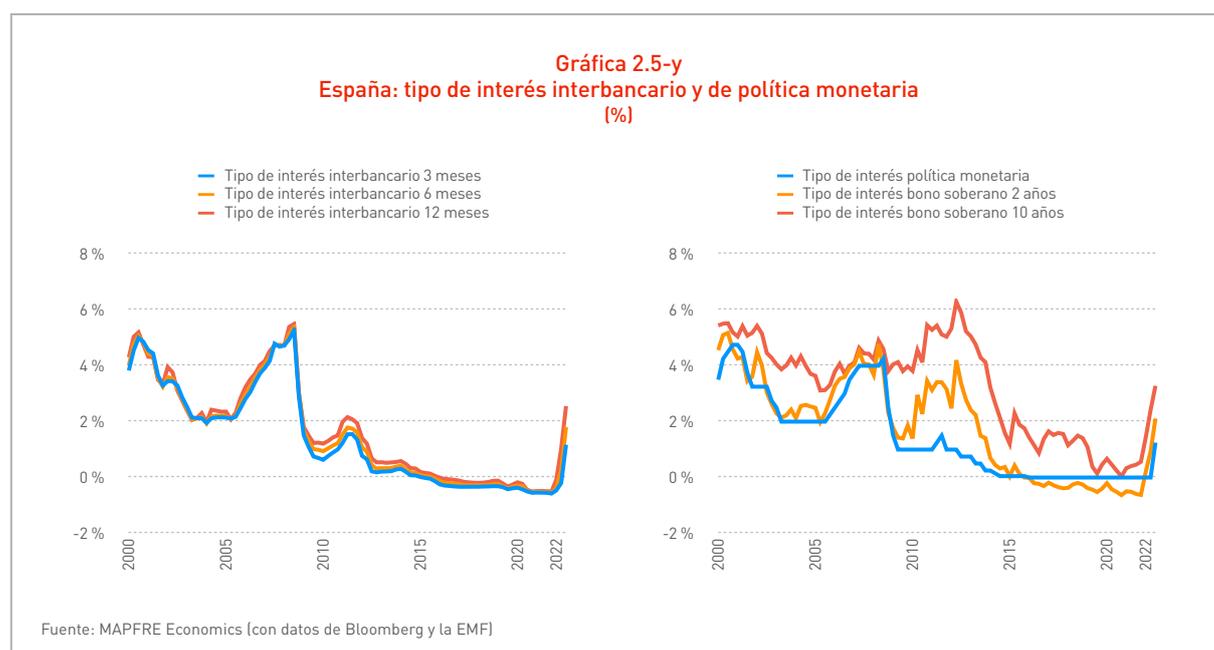
En cuanto al tipo de interés hipotecario habitual en los créditos hipotecarios concedidos en España, según los datos publicados por el INE, a diciembre de 2022, el 36,3% de las hipotecas constituidas sobre viviendas se formalizaron a tipo de interés variable y el 63,7% a tipo fijo. Antes de la pandemia, el volumen de hipotecas constituidas





a tipo variable era considerablemente superior al de tipo fijo, de modo que, entre 2009 y 2016, una media del 90% del total se efectuaban a tipo de interés variable. No obstante, a partir de 2015, la tendencia fue revirtiéndose y acelerándose a causa de la pandemia, momento en el que el tipo de interés fijo se impuso como opción mayoritaria. La tendencia siguió esa senda hasta que el tipo fijo alcanzó el 70% en marzo de 2022. Sin embargo, la

senda parece haber iniciado una nueva reversión a raíz de una subida en el tipo de interés fijo, de la mano de la implementación de una política monetaria más restrictiva por parte del Banco Central Europeo, y una aversión al riesgo post-pandémica que parece haber comenzado a reducirse (véase la Gráfica 2.5-w).



Por otro lado, según los datos de la Federación Europea de Hipotecas (EMF), en España el tipo de interés hipotecario con un periodo de fijación entre 5 y 10 años era del 4,45% en el tercer trimestre de 2022, lo que supone una subida del 11% respecto al trimestre anterior y alarga el crecimiento que se inició en 2020. Por su parte, el tipo de interés hipotecario con un periodo de fijación superior a 10 años fue del 1,72%, lo que continúa con la senda creciente iniciada durante el primer trimestre de 2022 (véase la Gráfica 2.5-x). Como se puede apreciar, los datos actúan en consonancia con las subidas de tipos por parte del BCE con el objetivo de frenar la inflación.

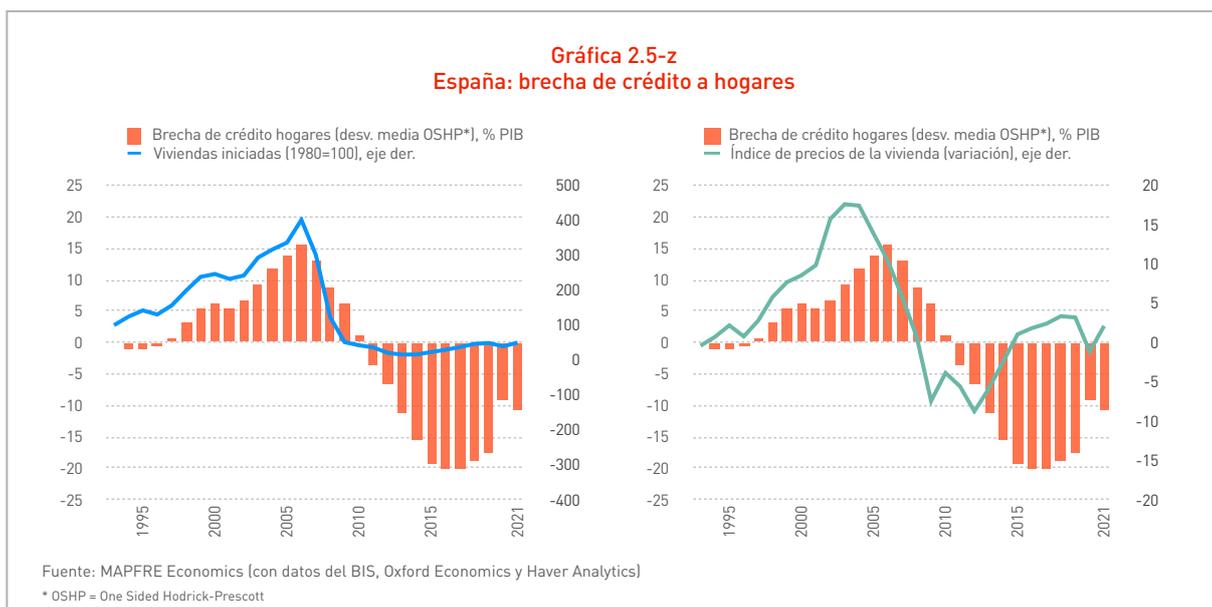
En este sentido, como se desprende de los datos que se ilustran en la Gráfica 2.5-y, es de destacar que los tipos de interés interbancarios, los de política monetaria y el de los bonos soberanos están experimentando un aumento pronunciado en 2022. Todo parte de una política monetaria restrictiva por parte del Banco Central Europeo establecida con el objetivo de frenar una inflación no vista desde la introducción del euro. Este escenario de endurecimiento de las condiciones de financiación implicará, al menos al corto plazo, una fuerza contra el crecimiento del mercado inmobiliario, restringiendo la demanda y ralentizando su expansión, en un mercado acostumbrado a un prolongado entorno de bajos tipos de interés desde hace una década y que ahora enfrenta un aumento acelerado de los tipos de interés.

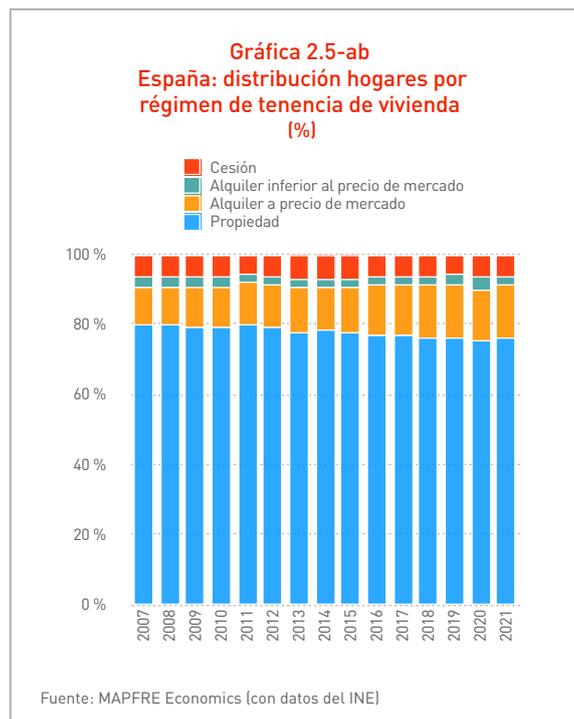
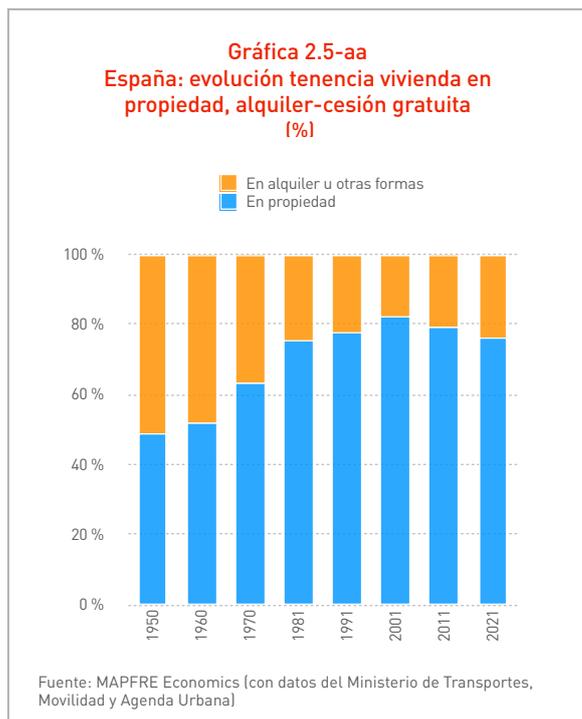
Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares, desde finales de la década de los noventa y hasta el año 2006, se puede distinguir un período en el que el volumen de la deuda de los hogares se encuentra significativamente por encima de su media de largo plazo, alcanzando su punto culminante en 2006, año previo al inicio de la crisis inmobiliaria; ello se vio reflejado tanto en el número de viviendas nuevas iniciadas como en el nivel de precios (véase la Gráfica 2.5-z), que experimentaron un fuerte repunte (en este sentido, puede considerarse que la brecha de crédito actuó como un indicador adelantado de la crisis inmobiliaria de 2008-2009). Posteriormente, se observa un período, que va de 2007 a 2021, en el que la brecha del crédito a los hogares queda por debajo de la media, lo cual se reflejó en un retroceso en el número de viviendas nuevas y en los precios, especialmente entre los años 2007 y 2011, momento a partir del cual comenzaron a mejorar, a pesar de la amplia brecha en el crédito que comenzó a reducirse a partir del año 2016.

Alquiler residencial

La evolución del alquiler residencial en España, que publica el Observatorio de Vivienda y Suelo, muestra el continuo aumento de la tenencia de vivienda en propiedad en contra del alquiler desde 1950 y hasta el año 2001. No obstante, la tendencia revierte en el





2011, punto a partir del cual se incrementa el número de arrendamientos respecto a la tenencia en propiedad que representaba el 78,9% frente al 21,1% de arrendamientos (véase la Gráfica 2.5-aa). Los últimos datos decenales publicados en 2021 muestran que la tendencia sigue incrementándose en favor de la de vivienda en alquiler (24,2%) u otras formas respecto a la tenencia en propiedad (75,8%).

Un dato revelador en el año de 2020 es que, a diferencia de los anteriores cinco años, el peso de hogares con contrato de alquiler a precio de mercado se reduce al 14,7% en 2020 (15,4% en 2019), aumentando aquellos hogares con alquileres con precio por debajo del mercado que pasan del 2,7% al 3,3% en 2020. Por último, y también significativo, es el aumento en el número de viviendas en régimen de cesión, el cual alcanza en 2020 el 6,8%, desde el 6,0% recogido en 2019. En 2021, el peso de hogares con contratos de alquiler a precio de mercado aumenta hasta un 15,2%, y se reducen aquellos con alquileres con precio por debajo del mercado hasta el 2,8%. También se reduce el número de viviendas en régimen de cesión hasta un 6,2% (véase la Gráfica 2.5-ab).

Asequibilidad para la adquisición de vivienda

Según indica el Banco de España en su informe anual de 2021, por término medio, el 33,4% de la renta disponible de los hogares sería, cuando menos, el esfuerzo sin deducciones necesario para llevar a cabo la adquisición de una vivienda. En dicho informe se señala la conveniencia de minorar la desigualdad de acceso a la vivienda que, en los últimos años, se ha endurecido tanto para las viviendas en propiedad como en alquiler, en especial para los hogares con rentas más bajas y los jóvenes. Aunque el Proyecto de Ley de Derecho a la Vivienda intentaría reducir estas dificultades, incluyendo como instrumentos un control de rentas, ello podría tener efectos adversos, además de que no contempla acciones específicas como la seguridad jurídica efectiva a los propietarios de viviendas en régimen de alquiler.

El informe señala igualmente la necesidad de revisar ciertas regulaciones que no facilitan la construcción de vivienda nueva o que restringen el uso residencial de los inmuebles, de tal forma que se podrían rebajar las tensiones en los precios inmobiliarios en aquellos mercados locales donde no haya oferta suficiente.

España en el ranking del IPIA

España ocupa el puesto 35 en el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)*; índice sintético calculado por MAPFRE Economics para un universo de 43 países (véase la Tabla 4.2-b). Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador, en general todos ellos contribuyen a retrasar la posición de España; es especial, el índice ponderado de los *factores económicos y demográficos* (véase la Tabla 4.2-a). Cabe señalar que la población de España en 2023 es de 47,5 millones de habitantes, y se estima que ha entrado en una senda de decrecimiento que podría llevarla a los 30,8 millones para finales de siglo, según estimaciones de Naciones Unidas⁸⁵.

2.6 Alemania

Introducción

En el caso de Alemania, en 2023 el valor estimado del *stock* inmobiliario ascendía a 5,3 billones de euros⁸⁶. Ello representa en torno al 164% del PIB, estimándose la riqueza financiera bruta en 7,8 billones de euros (241% del PIB)⁸⁷. La evolución del *stock* inmobiliario en las últimas cuatro décadas muestra un valor creciente en términos reales, si bien su peso relativo en la riqueza de los hogares ha venido

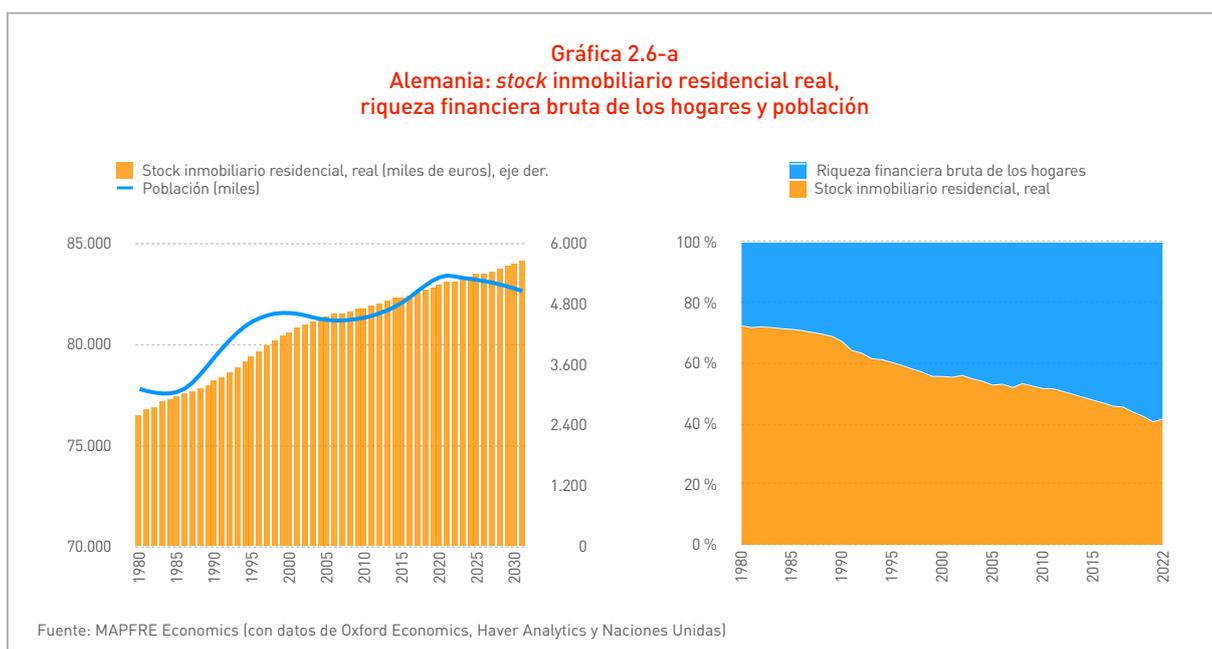
decreciendo a lo largo de ese período (véase la Gráfica 2.6-a). Por otra parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en relación con el PIB en Alemania desde el año 1980, la cual se ilustra en la Gráfica 2.6-b, muestra una tendencia decreciente desde niveles cercanos al 8%, con un repunte significativo en la segunda mitad de la década de los noventa, y hasta niveles que en la última década se encuentran estabilizados en el entorno del 6% del PIB.

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

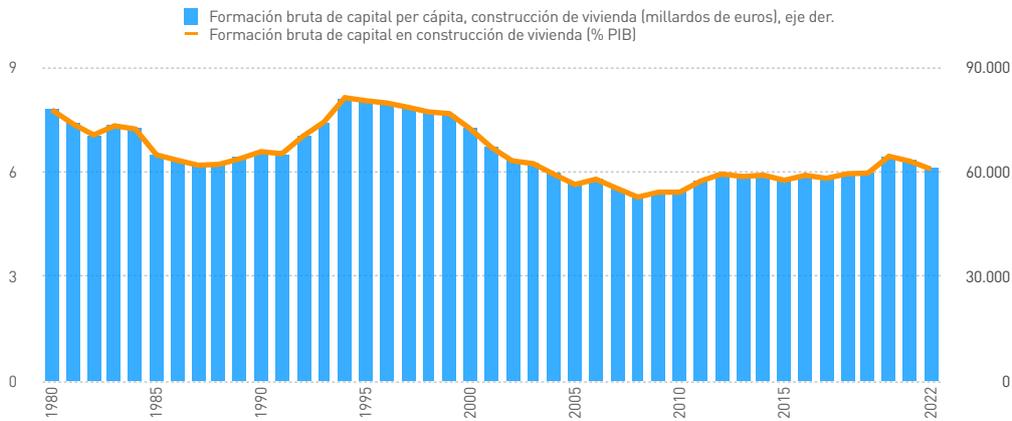
Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

El número de viviendas residenciales en Alemania ascendía, en 2021, a 41,7 millones, con un crecimiento del 0,7%⁸⁸. Este dato implica una continuación de la tendencia positiva del crecimiento desde 2011. Un análisis a medio plazo, que se ilustra en la Gráfica 2.6-c, ilustra una senda de crecimiento desacelerado desde 2001 hasta 2010, año en el cual la Gran Recesión motivó un decrecimiento puntual y acusado en la serie. No obstante, a partir del año siguiente, el parque de viviendas alemán se volvió a ajustar a una tendencia positiva, hasta llegar a un crecimiento de 0,69% en 2020. En términos globales, el parque



Gráfica 2.6-b
Alemania: formación bruta de capital en construcción de vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

residencial ha crecido un 9,9% acumulado con respecto a 2001.

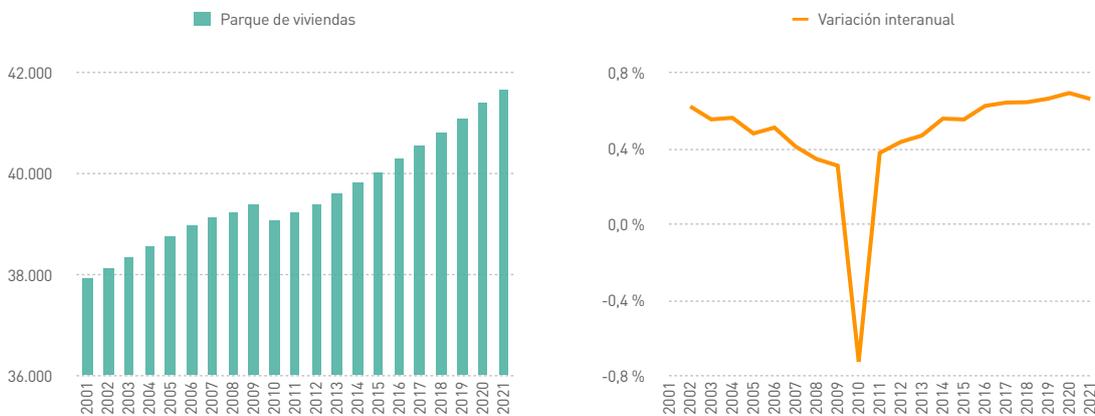
Construcción y venta de viviendas nuevas

Históricamente, es destacable la intensificación en la oferta residencial alemana entre 1991 y 2001, sobre todo en Alemania del Este, como consecuencia de la reunificación de las dos Alemanias tras la caída del muro de Berlín. Este hecho ha contribuido al desarrollo de un exceso de oferta residencial en algunas regiones del país, lo que a su vez ha mantenido unos precios de compra y de alquiler residenciales asequibles durante las décadas posteriores.

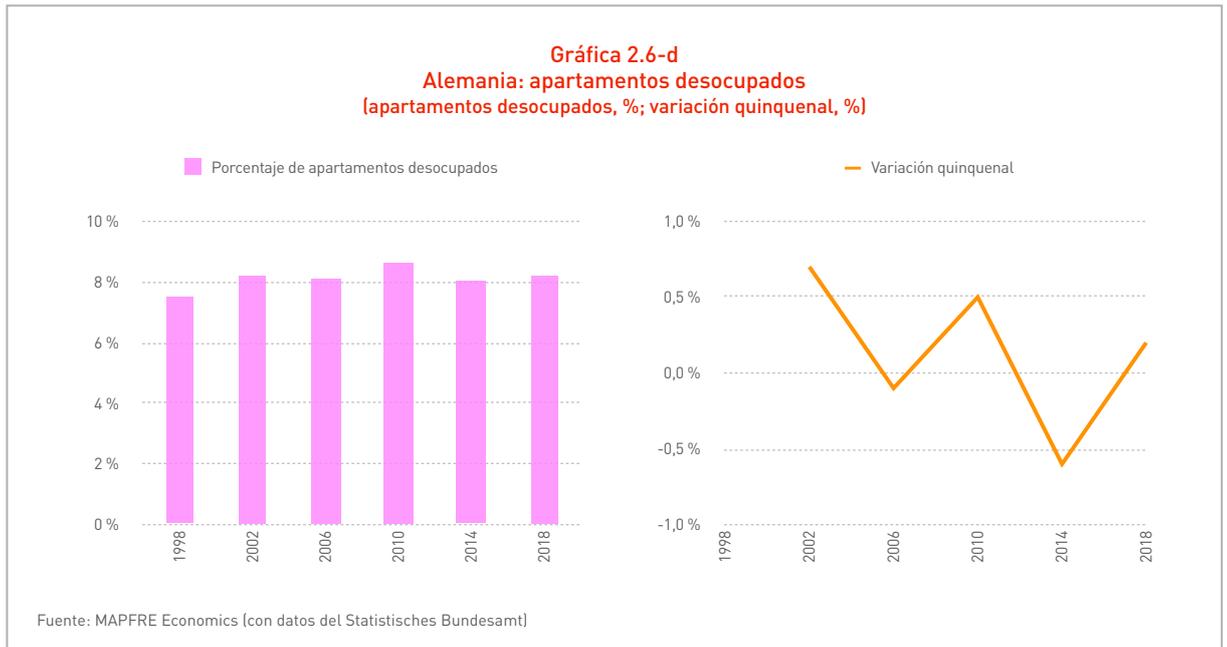
En un plano más actual, es reseñable cómo el crecimiento se ha sostenido durante 2021, año afectado por los efectos de la pandemia del Covid-19, pese a los cuellos de botella en el suplemento de materiales y al resentimiento económico. Ello constituye una evidencia del crecimiento subyacente de la demanda residencial provocado, en buena medida, por la ola de inmigración experimentada ese mismo año. Para 2022, se espera una intensificación de dicho crecimiento, ante una demanda residencial amplificada tras la llegada de los refugiados ucranianos.

En cuanto al porcentaje de viviendas desocupadas, en 2018 el Statistisches Bundesamt

Gráfica 2.6-c
Alemania: parque de viviendas
(número de viviendas, miles; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Statistisches Bundesamt)



reportó que un 8,2% del parque de viviendas (residenciales y comerciales) estaba desocupado. Esto significa un crecimiento de un 0,2% quinquenal, el cual continúa con una tendencia en relativa estabilidad desde 2002 (véase Gráfica 2.6-d).

Evolución de los seguros vinculados al hogar

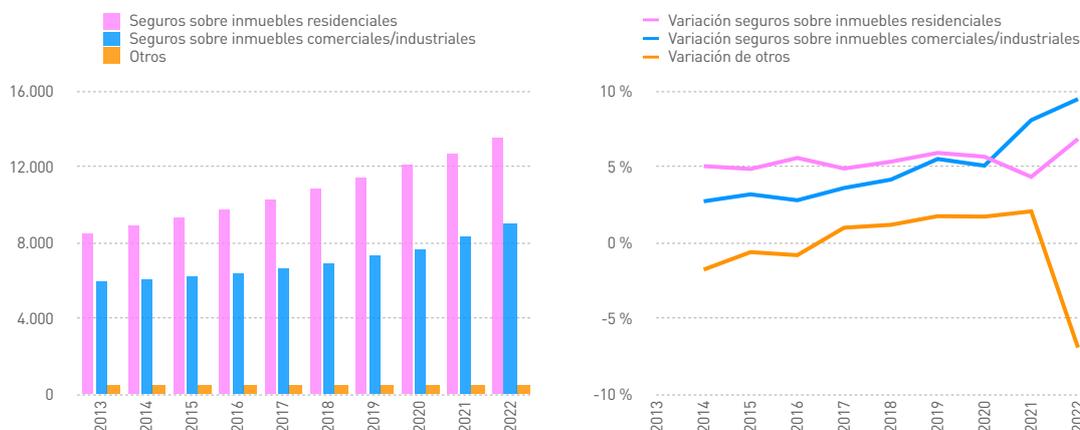
El mercado alemán de seguros de No Vida es un sector maduro con un elevado índice de penetración en todos los ramos. Durante los últimos años, la competencia ha sido muy importante en la captación de nuevos clientes con precios muy competitivos. De acuerdo con información de la Asociación Alemana de Seguros (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft eV - GDV), el total nacional de primas directas de seguros No Vida en 2021 fue de 77.288 millones de euros, lo que supuso un incremento del 3,19% con respecto al 2020. Dentro de los ramos más importantes, el de patrimoniales representa en torno al 30% de las primas, frente al 38% del de automóviles. En el caso de los seguros relacionados con los inmuebles, y más concretamente con viviendas de particulares, se encuentran el seguro de hogar, el seguro para propietarios de casas, el seguro de protección de alquiler y el seguro elemental⁸⁹.

El denominado seguro de hogar en Alemania (Hausratversicherung), es un seguro de contenido, que protege los enseres domésticos

o menaje del hogar contra daños por agua, incendio o robo, con módulos adicionales (acristalamientos exteriores, reparación de grandes electrodomésticos, garajes, sótanos, etc.). Por su parte, el seguro para propietarios de casas (Wohngebäudeversicherung) es un seguro de continente, que cubre los daños causados por incendios, tormentas y agua al inmueble, incluyéndose los costes de reparación hasta la reconstrucción del edificio, amparando de esta forma al propietario de la ruina financiera.

Los seguros de protección del alquiler (Mietschutzversicherung), sirven como garantía de alquileres atrasados o impagados, así como aquellos daños a la propiedad y costes de renovación causados por los inquilinos. El seguro elemental (Elementarversicherung) también llamado complementario de protección contra climas extremos (Zusätzlichen Schutz gegen weitere Naturgefahrenes), es un seguro que completa a los seguros de hogar y de propietarios de casas, con una cobertura adicional, ya que cubre los riesgos por fenómenos atmosféricos (tormentas, granizo y rayos), con módulos ampliados como los generados por desastres naturales, terremotos, deslizamientos de tierra, avalanchas de nieve, etc. Además de los ramos mencionados, existen otros que aseguran una gran variedad de coberturas relacionadas con la vivienda, como son el seguro de responsabilidad civil, el seguro de protección jurídica inmobiliaria, el seguro de la construcción, los se-

Gráfica 2.6-e
Alemania: primas de seguros sobre inmuebles
 (primas, millones de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AXCO)

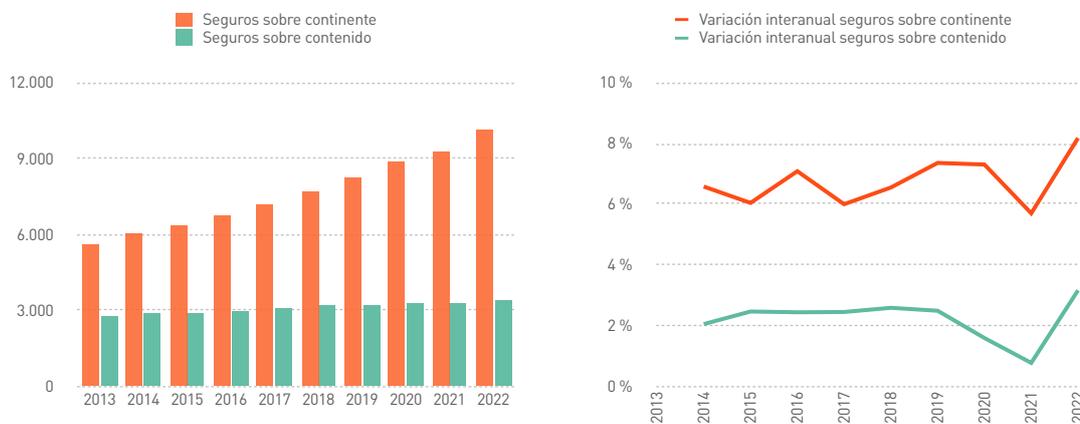
gueros de hogar para viviendas plurifamiliares o apartamentos, y los seguros de edificios y dependencias.

En este sentido, en la Gráfica 2.6-e se aprecia que, en el periodo 2021-2022, la distribución del mercado asegurador alemán en el ámbito inmobiliario se concentró principalmente en el segmento de inmuebles residenciales por encima del segmento de inmuebles comerciales/industriales y otros. Concretamente, en 2022, supuso un 58,4% el aseguramiento de inmuebles residenciales, frente al 39,4% de inmuebles comerciales/industriales, y un 2,2%

en otros inmuebles. Asimismo, en la variación interanual, se observa cómo, a diferencia de años anteriores, a partir de 2020 el crecimiento en el ramo de seguros sobre inmuebles comerciales/residenciales crece por encima del ramo de seguros sobre inmuebles residenciales con tasas superiores del 8%, mientras que en otros inmuebles se observan variaciones pequeñas (inferiores al 2%), así como una caída muy destacada a partir en 2022, en torno al 6,9%.

En el análisis de la distribución de seguros sobre inmuebles residenciales durante el

Gráfica 2.6-f
Alemania: primas de seguros sobre inmuebles residenciales
 (primas, millones de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AXCO)

periodo 2014-2022 que se ilustra en la Gráfica 2.6-f, se observa cómo los seguros sobre continente siempre han sido muy superiores en número respecto a los seguros sobre contenido; el porcentaje en 2022 alcanzaría el 74,81% para el primero y el 25,19% para el segundo. Esa diferencia tiende a crecer si se examinan las tasas de crecimiento, ya que, en el periodo considerado, los crecimientos en los seguros sobre continente han tenido de media valores superiores al 6%, mientras que el aseguramiento sobre el contenido mantiene de media crecimientos del 2,2%.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Saldo hipotecario

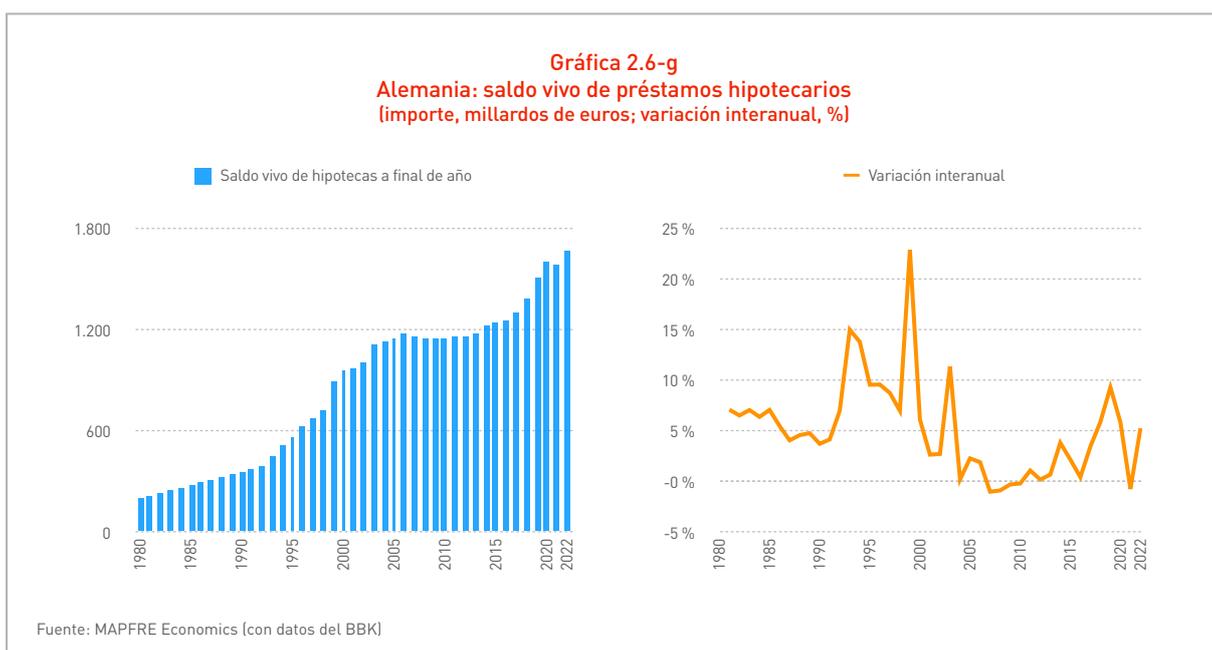
El saldo vivo de hipotecas alemán reportado por el Bundesbank, ha alcanzado en el último trimestre de 2022 la cifra de 1.676 millardos de euros, con un crecimiento interanual del 5,35% (véase la Gráfica 2.6-g). Cabe señalar que el saldo ha crecido de forma constante desde 2011, aunque de forma mucho más acelerada a partir de 2014, hasta sufrir una desaceleración en el 2020 y un retroceso en el año 2021. Sin embargo, el dato de 2022 constituye el dato nominal más alto de la historia alemana y, en líneas generales, esta reactivación súbita puede atribuirse a un crecimiento en la demanda inmobiliaria catalizada por las políticas monetarias y fiscales promulgadas por

el banco central y el gobierno alemán tras la crisis del Covid-19.

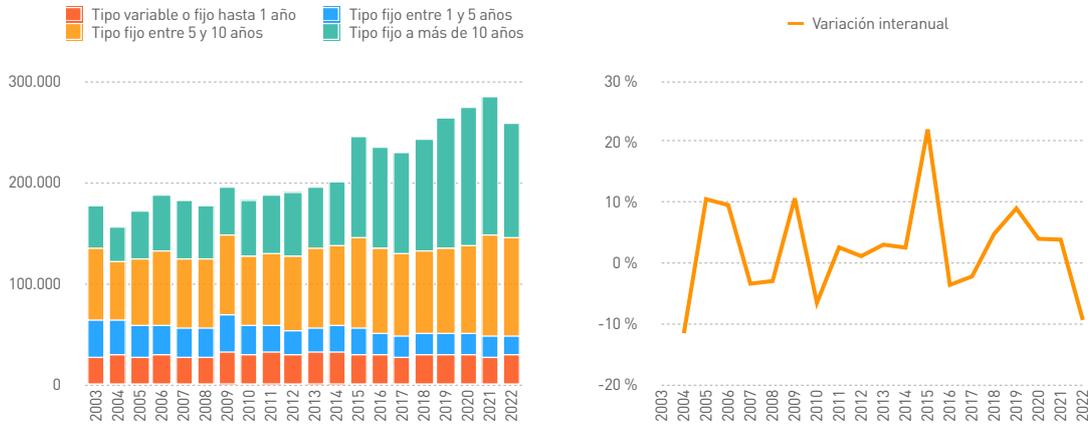
Hay que señalar que el mercado hipotecario alemán se caracteriza por ser un sistema financiero estrictamente regulado y controlado. Esto tiene como consecuencia la restricción del acceso a la propiedad para un amplio sector de la población. No obstante, la otra cara de la moneda es que constituye un sistema robusto, con tasas de morosidad comparativamente bajas, preparado para combatir crisis financieras y donde es difícil que se generen burbujas inflacionarias locales⁹⁰.

Nuevas hipotecas constituidas

El banco central alemán (Bundesbank) ofrece una variable que recoge el importe de préstamos concedidos destinados específicamente a la compra de viviendas, desglosado en función del tipo de interés. La Gráfica 2.6-h muestra el comportamiento de esta variable. Conforme a esta información, se observa que el importe total de los préstamos concedidos para la vivienda en 2022 ascendía a 257,4 millardos de euros, con un retroceso del -9,4% respecto a 2021 (año en el que alcanzó su máximo absoluto). El comportamiento reciente de la serie mostraba una tendencia creciente entre los años 2017 y 2021. En líneas generales, este crecimiento se puede atribuir a un aumento de la demanda catalizada por las políticas monetarias ultra acomodaticias que se han mantenido por largo tiempo en un entorno



Gráfica 2.6-h
Alemania: préstamos a hogares para vivienda en función del tipo de interés
 (concesiones, millardos de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BBK)

sostenido de bajos tipos de interés. Sin embargo, las subidas aceleradas de tipos de interés implementadas por el Banco Central Europeo desde el mes de julio de 2022 (primera subida de la serie desde el año 2011) han tenido su efecto negativo en el último año y pueden alterar esta tendencia en los próximos años.

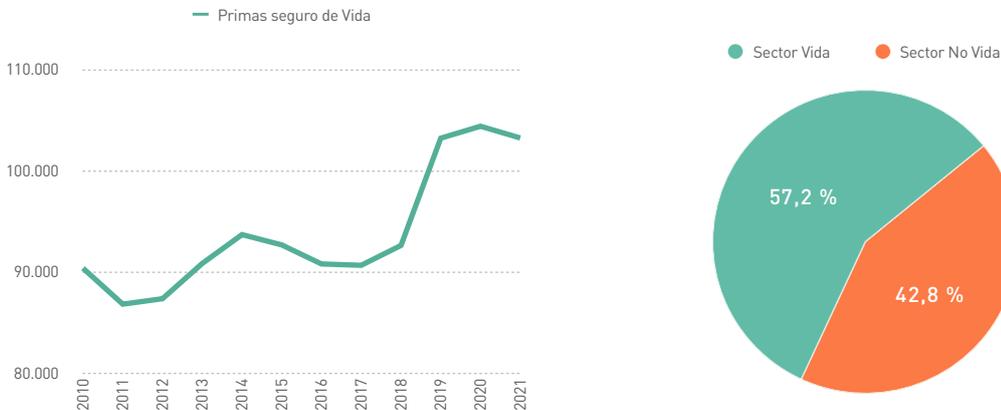
Evolución de los seguros de Vida riesgo

Los seguros de Vida son un factor esencial para el mercado hipotecario e inmobiliario. Gracias a estos, las entidades prestamistas se aseguran de que el pago del importe prestado

siga cumpliéndose en caso de fallecimiento del prestatario, de modo que el riesgo se reduce considerablemente. En el mercado alemán, el ramo de los seguros de Vida es muy relevante dentro del mercado asegurador, capturando en 2021 un 57% de las primas de seguros totales (véase Gráfica 2.6-i).

En cuanto al volumen de primas del sector de los seguros de Vida, este asciende a los 103.231 millones de euros, con una variación interanual del -1,1%. Históricamente, destaca el importante crecimiento de este ramo en 2019, el cual se ha mantenido desde entonces. La

Gráfica 2.6-i
Alemania: primas de seguros de Vida
 (primas, millones de euros; estructura de las primas de seguros en 2021, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de BAFIN)

variación del peso del ramo sobre el total de primas de seguros, pese a reportar en 2021 un decrecimiento de -4,88 pp con respecto a 2010, se debe principalmente al crecimiento en negocio de No Vida y no a un descenso nominal del sector Vida, siguiendo la tendencia europea establecida durante la última década.

En Alemania, el principal producto del sector Vida es el seguro de vida clásico, llamado comúnmente *seguro de vida a término*, que indemniza a los beneficiarios en caso de fallecimiento del tomador. Además de ello, algunas aseguradoras añaden, de forma opcional, un seguro de incapacidad laboral, con el cual, en caso de una enfermedad o condición que limite la capacidad del tomador para trabajar, el seguro seguiría en vigor, pese a que ya no se estaría obligado a pagar las cuotas pactadas. El pago de la indemnización es inmediato y se encuentra libre de tributación en el IRPF. Asimismo, el capital asegurado no tiene un límite establecido y, generalmente, puede ser incrementado si el tomador lo desea. En caso de desempleo u otra circunstancia que implique un cuello de botella financiero, la mayoría de las compañías ofrecen un contrato de primas y coberturas reducidas, y la opción de restauración del contrato original en un plazo limitado, bajo ciertas condiciones.

Cabe resaltar la diferencia de este tipo de seguro con un *seguro de vida dotal*, ya que este, aunque asegura el capital a los herederos del tomador en caso de su fallecimiento, también funciona a modo de plan de pensiones individual, liberándose así el capital asegurado tras la jubilación del tomador, y no solo tras su muerte. Es importante recalcar que los *seguros de vida a término* están dirigidos a aquellos clientes que quieran proteger financieramente a sus dependientes en caso de su fallecimiento, pero también son requisitos (no obligatorios, pero sí solicitados) por parte de aquellas entidades prestamistas que demandan una garantía de pago en caso de la muerte del prestatario. Adicionalmente, son imprescindibles para autónomos y empresarios, para que su fallecimiento no impida la continuación de la empresa y asegure a sus empleados y socios comerciales.

Por último, otro de los productos ofrecidos en el mercado alemán es el *seguro de beneficio por muerte*, que asegura los gastos funerarios

hasta un importe límite de alrededor de 15 mil euros, en media, dependiendo de la compañía.

Hipoteca inversa

Menos de la mitad de las personas en Alemania viven en su propia propiedad. Recientemente, la tasa de propiedad de vivienda en Alemania incluso disminuyó y, por primera vez desde 1993, en 2018 la tasa cayó hasta el 42%. En ningún otro país de la Unión Europea la tasa de propiedad de vivienda es tan baja, especialmente la de las personas más jóvenes. Sin embargo, algunas estimaciones indican que la tasa de propiedad de vivienda en Alemania entre las personas de 70 a 79 años, en 2018, alcanzaba el 58%, la proporción más alta de todos los grupos de edad⁹¹.

Por lo anterior, la hipoteca inversa representa un posible modelo de jubilación inmobiliaria en Alemania. El esquema está dirigido a jubilados a partir de 65 años; mediante un modelo de préstamo, en el que la vivienda del propietario sirve como garantía, la persona recibe un pago único o una pensión mensual. El mayor atractivo de la hipoteca inversa es que los propietarios pueden permanecer en su propiedad y a la vez completar sus ingresos de pensión, a diferencia de la anualidad inmobiliaria en la que se realiza una venta de la vivienda pagando el monto como renta vitalicia o anualidad temporal. La Tabla 2.6 muestra un cuadro comparativo de las principales alternativas de la hipoteca inversa en Alemania⁹², con respecto a la anualidad inmobiliaria (compraventa de inmuebles que reserva el derecho de residencia de los vendedores hasta el fallecimiento, pagando el comprador a estos una anualidad hasta que fallezcan), la venta parcial (en la que solo se compra un porcentaje de la vivienda a modo de inversión) y la transmisión del usufructo.

En la hipoteca inversa, el banco o compañía de seguro otorga un préstamo al propietario tomando como garantía su vivienda titulizada. Este seguirá siendo el propietario y ocupante de la propiedad, y solo después de la muerte del propietario el banco o compañía aseguradora podrá vender la propiedad y pagar el préstamo con los ingresos de la venta (también podría ser pagada por los herederos). Como requisito, la vivienda debe estar libre de cargas para ser aceptada (o al menos ligeramente gravada), y ofrecer el derecho de

Tabla 2.6
Alemania: alternativas de la hipoteca inversa

	Hipoteca inversa	Anualidad inmobiliaria	Venta parcial	Usufructo
Pago de los gastos de mantenimiento	✓	✗	✓	✓
Tarifa de uso mensual	✗	✗	✓	✗
Posibilidad de recompra	✗	✗	✓	✗
Alquiler en mudanza	✗	✗	✓	✓
Libertad de uso y diseño	✗	✗	✓	✓
Herencia posible	✗	✗	✓	✗
Pago único	✗	Opcional	✓	✓
Pagos mensuales de pensión	✓	✓	✓	✗
Compra a valor corriente de mercado (sin deducción)	✗	✗	✓	✗

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de DEGIV)

residencia de por vida. Si se establece un pago único, el monto final del préstamo asciende al valor de mercado de la propiedad. En el caso de pagos mensuales, se pagará entre 15-35% del valor de la propiedad y el jubilado recibirá entre 60-80 % del valor en cuotas mensuales constantes, incluso hasta los 110 años (o bien se puede acordar plazos más cortos con pagos más altos). Cabe señalar que el propietario seguirá teniendo las obligaciones de impuesto sobre la propiedad, medidas de mantenimiento y reparación, entre otras. Si los familiares del jubilado heredarán la propiedad, deben entrar en el contrato de préstamo y devolver el financiamiento al banco o vender la propiedad y

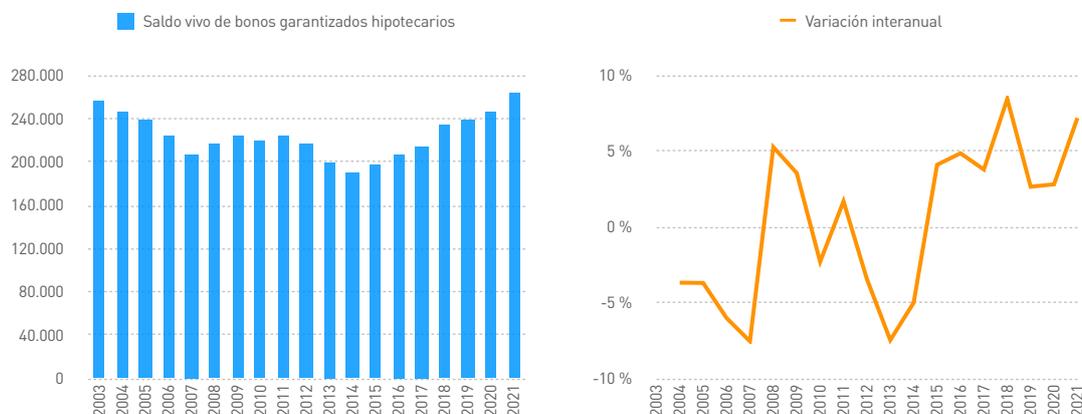
reemplazar la hipoteca con el producto de la venta, reduciendo la masa hereditaria.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

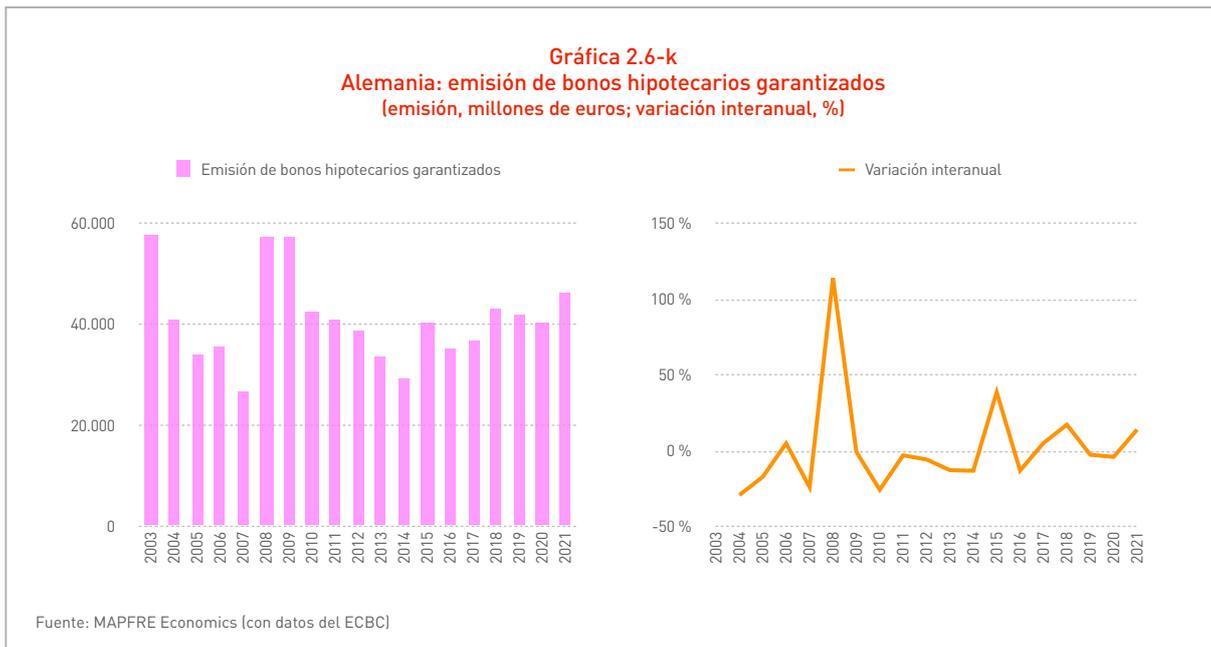
Bonos hipotecarios garantizados (Pfandbriefe)

Los Pfandbriefe representan un amplio segmento del mercado de bonos garantizados (*covered bonds*) y del mercado de deuda privada alemán. Generalmente, se trata de bonos emitidos por instituciones hipotecarias o públicas, y están garantizados por un *pool* de activos que, en el caso de bancarrota de la entidad emisora,

Gráfica 2.6-j
Alemania: saldo de bonos hipotecarios garantizados (saldo vivo, millones de euros; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del ECBC)



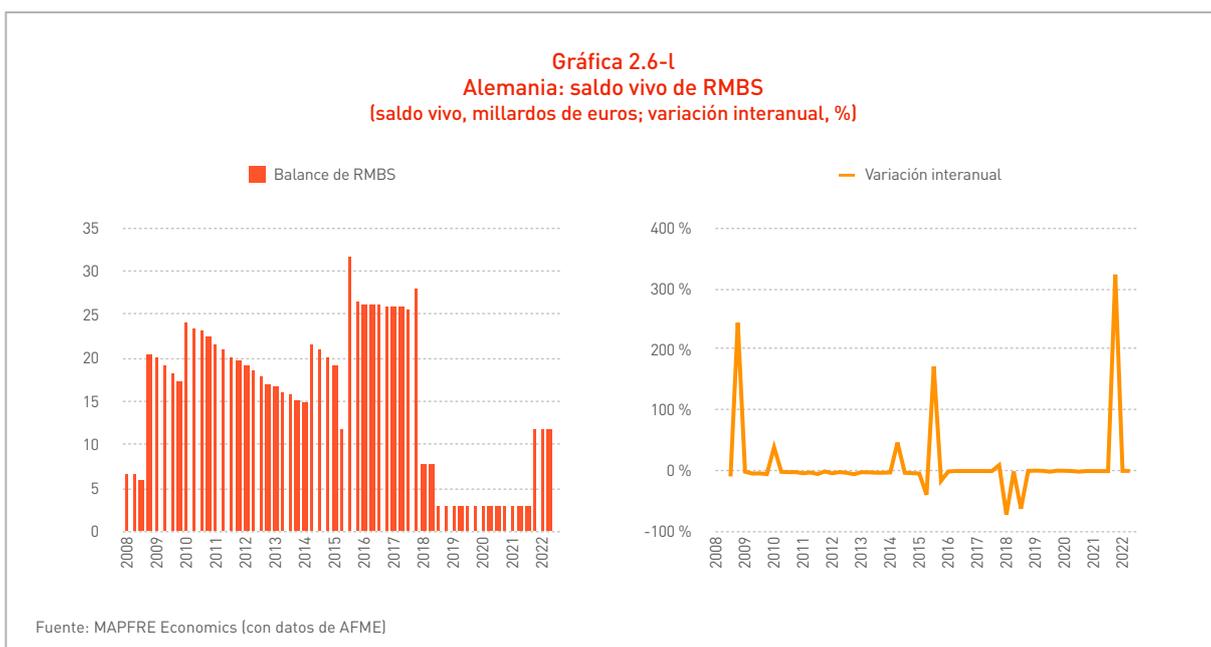
continúa remitiendo beneficios al inversor. Por esta razón, es considerado un instrumento financiero muy seguro, típicamente catalogado con calificaciones AAA.

Los últimos datos del Consejo Europeo de Bonos Garantizados (ECBC), reportan que, en 2021, el saldo vivo de Pfandbriefe hipotecarios ascendía a los 264.016 millones de euros, con un crecimiento anual del 7,19% (véase Gráfica 2.6-j). Esto constituye un claro síntoma de un mercado hipotecario en ebullición, ampliando su capacidad financiera. De hecho, el saldo ya venía creciendo a buen ritmo desde 2015, tras

un periodo de decrecimiento entre 2012 y 2014, y entre 2003 y 2007. En cuanto a la emisión de Pfandbriefe, en 2021 se emitieron 45.812 millones de euros de deuda, lo que constituye un 13,82% más que en 2020 (véase Gráfica 2.6-k).

Titulizaciones hipotecarias

Otro instrumento de titulización hipotecaria en Alemania son las Residential Mortgage Backed Securities (RMBS). Su uso es menos común que en otros países europeos, capturando únicamente un 2,8% del saldo vivo total en la



Unión Europea, muy lejos de Francia, Holanda, Reino Unido o España. Los datos ofrecidos por la Asociación para los Mercados Financieros en Europa (AFME), disponibles desde 2008, reportan un saldo vivo en el segundo trimestre que alcanzó los 11,7 millardos de euros, muy superior los 2,8 millardos reportados en el segundo trimestre de 2021 (véase Gráfica 2.6-l).

Analizando la serie histórica, se confirma que el saldo vivo de RMBS en Alemania, pese a haber superado un período de estabilidad a niveles mínimos entre 2019 y 2021, ha estado a niveles muy superiores. En 2009, en plena crisis financiera, la cifra rondaba los 20 millardos de euros, descendiendo de manera progresiva hasta llegar al período 2015-2018, en el cual se reportaban cifras en torno a los 25 millardos de euros, las máximas de la última década.

Tasa de morosidad

La tasa de morosidad (*non-performing loans*) recoge el porcentaje de préstamos fallidos sobre el total de préstamos. Para el caso del mercado alemán, el valor reportado en 2019 fue de 1,05%, con un decrecimiento de 0,19 pp con respecto al año anterior (véase Gráfica 2.6-m). En 2005, la tasa de morosidad era de un 4,05% y empezó a descender hasta 2008, cuando la crisis crediticia internacional propició un crecimiento en los impagos de los préstamos. Sin embargo, en comparación con otros países, la tasa de morosidad no aumentó en exceso en Alemania. De hecho, desde

entonces la tasa se ha reducido de manera considerable, hasta llegar a los niveles actuales. Este es otro de los síntomas de la aversión al riesgo alemana, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, y de un sistema financiero restrictivo y cauteloso.

Ratio de coste-ingresos

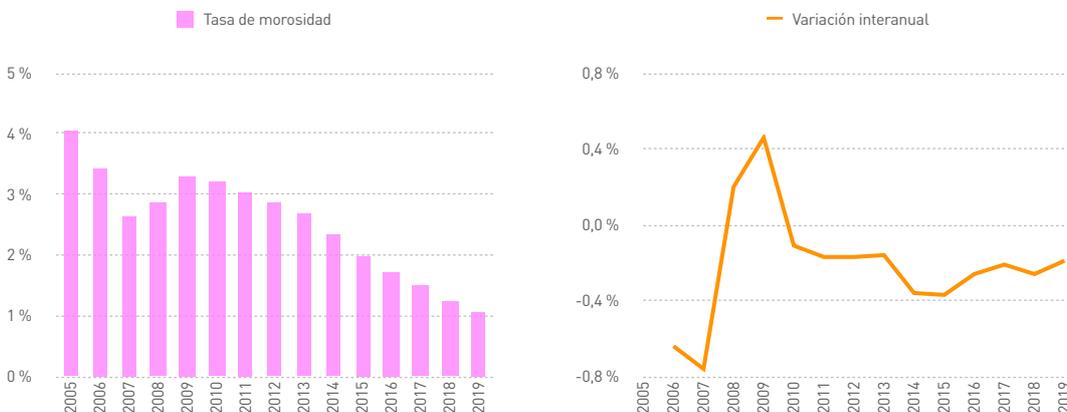
El ratio de coste-ingresos bancarios recoge la relación entre los ingresos bancarios y los costes de adquisición asumidos. En el caso de Alemania, en el segundo trimestre de 2022, este ratio desciende a un 69%, con un decrecimiento interanual de 2,3 pp (véase Gráfica 2.6-n). Consecuentemente, y sin entrar en un análisis más profundo sobre la cuenta de resultados de las entidades bancarias, se puede decir que el rendimiento bancario se ha incrementado ligeramente. Así, el ratio de coste-ingresos alemán ha seguido una senda creciente desde 2015 hasta el primer trimestre de 2020, cuando llegó a estar en un 91%. Desde entonces, el ratio descendió rápidamente, hasta estabilizarse en torno al 70% a partir de 2021.

Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

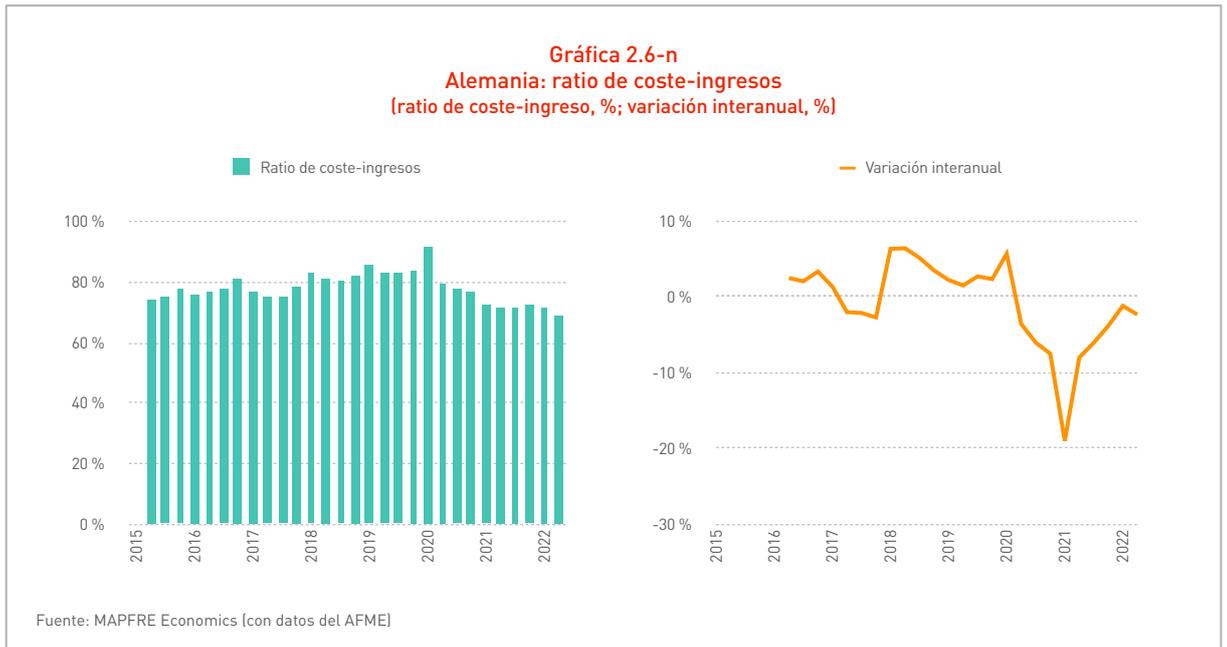
Transacciones inmobiliarias

Los datos publicados por el proyecto BORIS-D (informe sobre el mercado de inmuebles alemán publicado por un comité de expertos en

Gráfica 2.6-m
Alemania: tasa de morosidad
(tasa de morosidad, %; variación interanual, %)

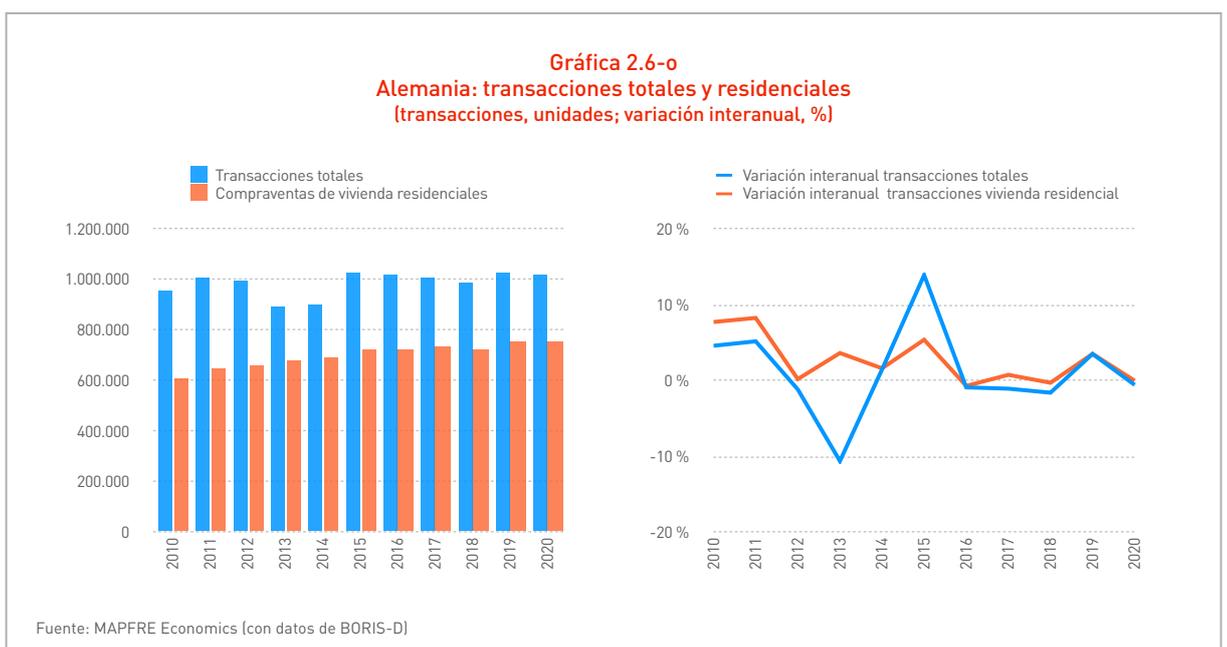


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Mundial)



valoración inmobiliaria), disponibles hasta 2020, reportan una leve caída en el número de compraventas inmobiliarias en dicho año (1.018.900 transacciones; con un decrecimiento interanual del -0,6%). Este dato prolonga, en un contexto pandémico, la tendencia relativamente estable que sigue la serie desde 2016, tras experimentar un crecimiento sustancial el año 2015 (véase Gráfica 2.6-o). Previo a ello, destaca la fortaleza del mercado inmobiliario alemán durante la crisis de 2008-2009, cuando el mercado internacional sufría un enorme retroceso. Esta estabilidad se ve especialmente reflejada en el segmento de transacciones de

viviendas residenciales. Las razones detrás de esta robustez se basan en el desarrollo demográfico (bajas tasas de fertilidad compensadas por un flujo migratorio positivo), una renta disponible per cápita relativamente estable, un tipo de interés cauteloso y otras características del sector financiero inmobiliario (alto porcentaje de hipotecas a tipo fijo y mixto, bajo ratio LTV para primeros compradores y costes de transacción fiscales elevados). En resumen, una oferta bajo férreo control y una demanda acorde a ello⁹³.



Los datos oficiales referentes a los años 2021 y 2022 aún no están disponibles, pero se estima un comportamiento incierto en cuanto a la demanda inmobiliaria, impulsada por factores culturales y poblacionales, pero restringida tras la reciente subida de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo. Las causas de este alza en la demanda se basan en una explosión demográfica a raíz de los fenómenos migratorios que observa Alemania, una reducción progresiva en el número de personas por unidad familiar y un incremento en las necesidades de espacio residencial por parte de la población. En cuanto a la oferta, está en una etapa de rezago, debido a los cuellos de botella surgidos en las cadenas de suministros (particularmente por la escasez de hierro y madera, fundamentales para la construcción de inmuebles).

Precio de la vivienda

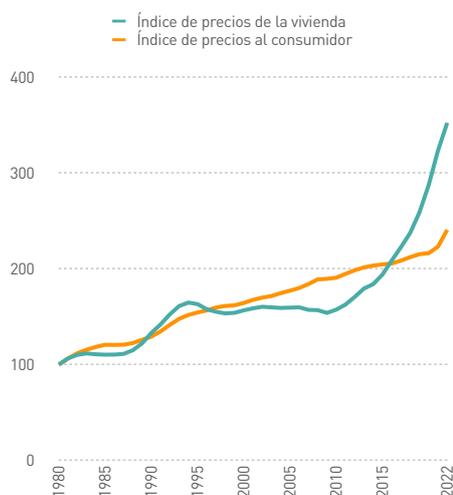
En cuanto a la evolución de los precios medios de la vivienda en Alemania, la comparativa con la evolución del índice general de precios en una serie desde 1980 muestra que ambos índices siguen una senda creciente hasta la primera mitad de la década de los años noventa. A partir de entonces, ambas sendas se separan y los precios de la vivienda toman una senda ligeramente decreciente desde el año

1994, coincidiendo con la época de la reunificación alemana, hasta el año 2010 en el que vuelve a cambiar la tendencia en los precios de la vivienda, significativamente por encima del índice general de precios desde entonces (véase la Gráfica 2.6-p).

Por otra parte, los precios de compraventa de las viviendas residenciales en Alemania han experimentado un crecimiento constante y acusado durante la última década, que se ha visto frenado este 2022 tras la subida de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo. Según datos del Banco Internacional de Pagos, los precios en 2021 llegaron a crecer un 59,5% con respecto a 2010, un incremento de notable magnitud. No obstante, el ciclo ascendente que ya había durado más de una década llegó a su fin en 2022, producto de la referida subida de tipos de interés (véase Gráfica 2.6-q).

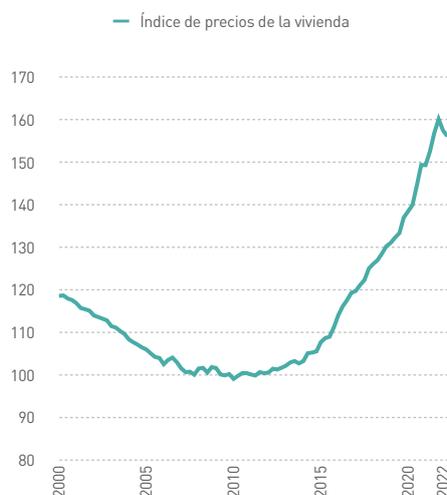
En cuanto a la serie histórica, a principios de este siglo los precios residenciales medios mantuvieron unos niveles estables, con ligeros decrecimientos esporádicos. Como se comentó anteriormente, las actitudes cautas de la oferta y la demanda inmobiliaria alemana evitaron que la crisis internacional afectara significativamente a este mercado. No obstante, a partir de 2011 los precios empezaron a subir, acelerándose aún más

Gráfica 2.6-p
Alemania: índices de precios de la vivienda y al consumidor (1980=100)

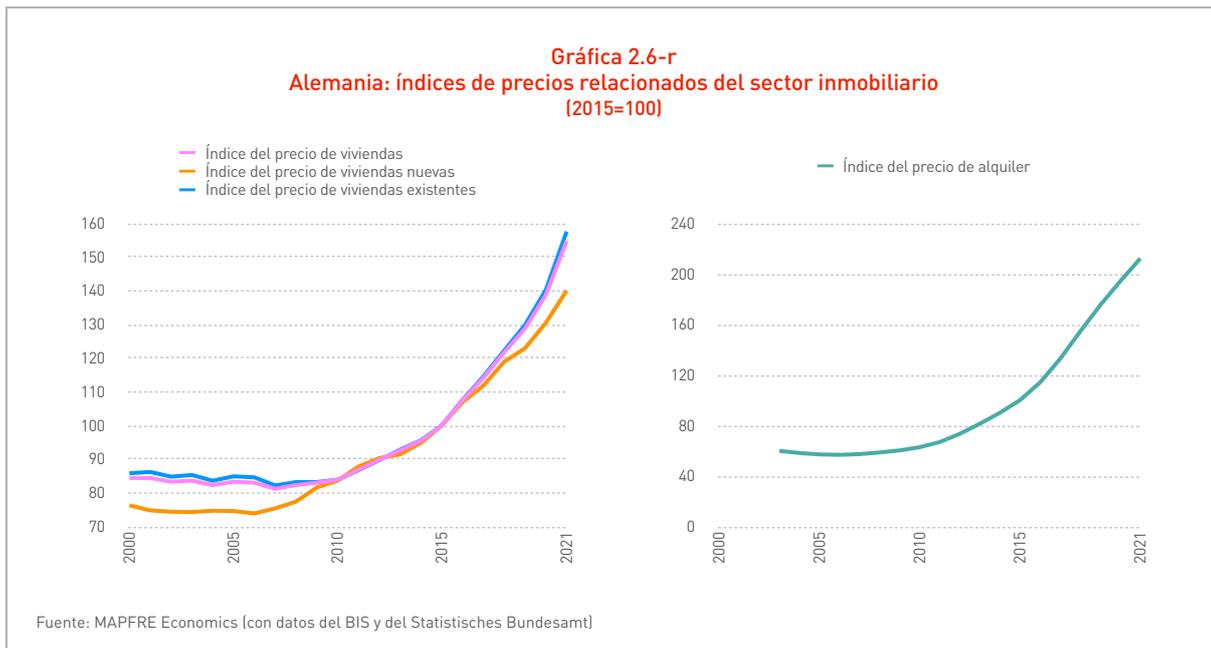


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)

Gráfica 2.6-q
Alemania: índices de precios de la vivienda (2010=100)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)

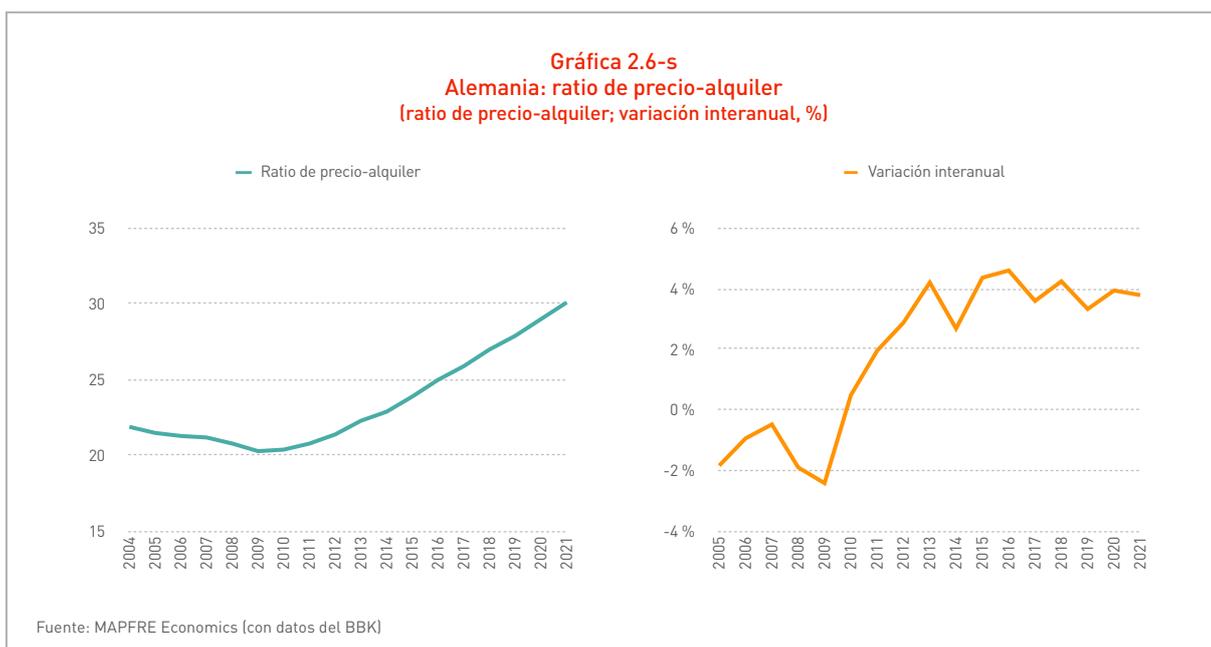


durante la segunda mitad de la década. Con la llegada de estas subidas se establece un período de auge en el mercado inmobiliario, impulsado por los bajos tipos de interés de la década y la explosión demográfica, que llegaría a su fin en 2022, tras el aumento de dichos tipos.

Es importante destacar cómo, pese a la subida general de precios de la última década, son las viviendas de segunda mano las que han experimentado una inflación más alta en comparación a las viviendas de nueva construcción. En 2021, las viviendas existentes habían crecido un 57,5% con respecto a 2015, y

las viviendas nuevas un 40%. Con respecto a los precios de la vivienda en alquiler, estos siguen una trayectoria muy en sintonía con los precios de compraventa ya mencionados: constancia durante la primera década del siglo y explosión a partir del 2010. Sin embargo, la subida de los precios de alquiler es aún más vertiginosa. En 2021, los precios eran un 112% más altos que en 2015; es decir, más del doble que hace 6 años y más del triple que en 2010 (véase la Gráfica 2.6-r).

Por otro lado, el ratio de precio-alquiler de la vivienda en Alemania era de 30,1 (significa que,



teóricamente, el precio de compra de una vivienda es 30 veces mayor que su alquiler durante un año, con una variación interanual del 3,79% (véase Gráfica 2.6-s). Este dato continúa con el incremento del ratio, que lleva haciéndolo de manera constante en un 3-4% desde 2010. Las consecuencias de un ratio precios-alquiler en crecimiento son las de un mercado de compraventa inmobiliaria que cada vez pierde más atractivo con respecto a la alternativa del alquiler.

Notas regionales sobre precios residenciales

En cuanto a los precios de vivienda residencial, destaca la predominancia de la ciudad de Múnich con respecto al resto de ciudades (véase Gráfica 2.6-t). De hecho, según el último informe del Bundesbank, es la cuarta ciudad más cara de Europa y la séptima del mundo (detrás de Hong Kong, Seúl, París, Geneva, Tel Aviv y Zúrich), costando en media en 2022 10.349 euros el metro cuadrado. El resto de las ciudades grandes alemanas no se quedan atrás: Frankfurt es la novena de Europa, y Dusseldorf, Stuttgart, Hamburgo, Augsburgo, Berlín y Colonia se encuentran entre las 30 primeras.

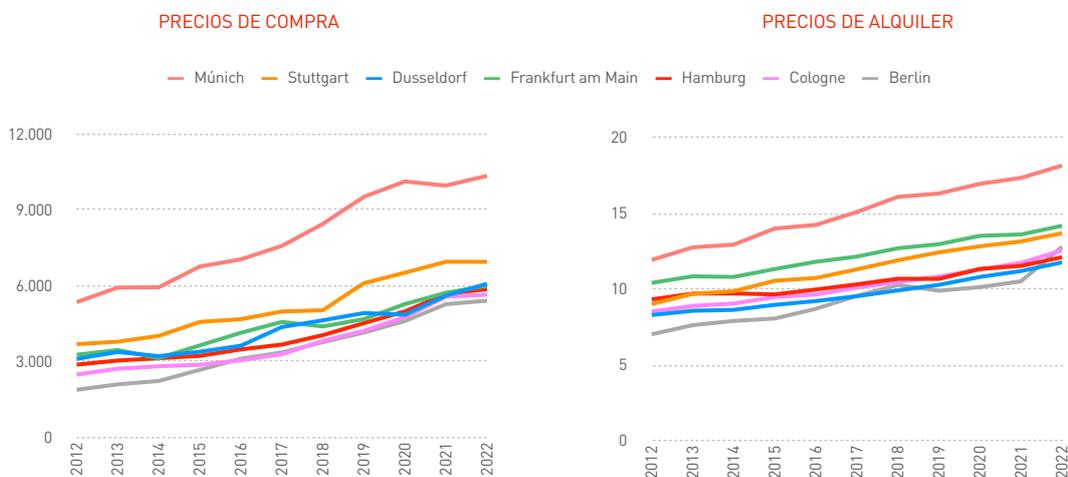
Para los alquileres la historia viene a ser la misma: una amplia dominancia de la ciudad de Múnich, en la cual, en 2022, el precio por metro cuadrado de alquiler ascendía a los 18

euros al mes (con una variación interanual del 4,6%). Al igual que con la compraventa, los precios han aumentado de manera constante en la mayoría de las ciudades grandes alemanas, donde destaca Frankfurt como la segunda ciudad más cara de alquiler, pese a estar detrás de Stuttgart en el precio medio de transacciones, y el reciente crecimiento acusado de Berlín (con un aumento interanual del 21,7% en 2022).

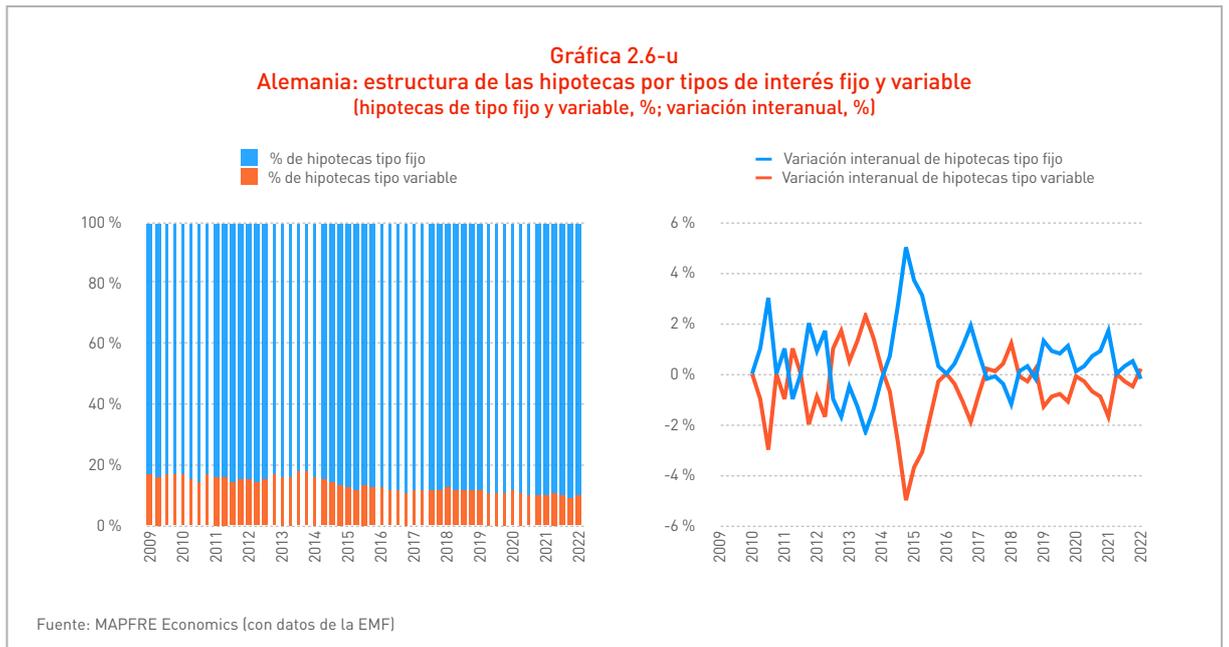
Tipos de interés hipotecarios

Otro rasgo que contribuye a la estabilidad alemana en el mercado inmobiliario es la distribución de sus productos hipotecarios. Destaca el carácter conservador de la demanda de hipotecas ya que, en el primer trimestre de 2022, la cantidad de hipotecas con al menos un año a tipo de interés fijo ocupa el 90,4% del total de hipotecas nuevas constituidas. En contraposición, solo el 9,6% de hipotecas se contrataron a un tipo de interés puramente variable (véase Gráfica 2.6-u). Esta estructura se contrapone a la de otros países europeos, donde el porcentaje de hipotecas a tipo de interés variable es mucho mayor (Portugal, España o Grecia). Así, la tendencia histórica de los prestatarios alemanes ha sido, y sigue siendo, la de recurrir a un tipo de interés fijo, especialmente a medio y largo plazo. Prueba de ello es que el máximo valor que se registra en el porcentaje de hipotecas de tipo variable

Gráfica 2.6-t
Alemania: precios por metro cuadrado de viviendas residenciales
(precios, euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Empírica)

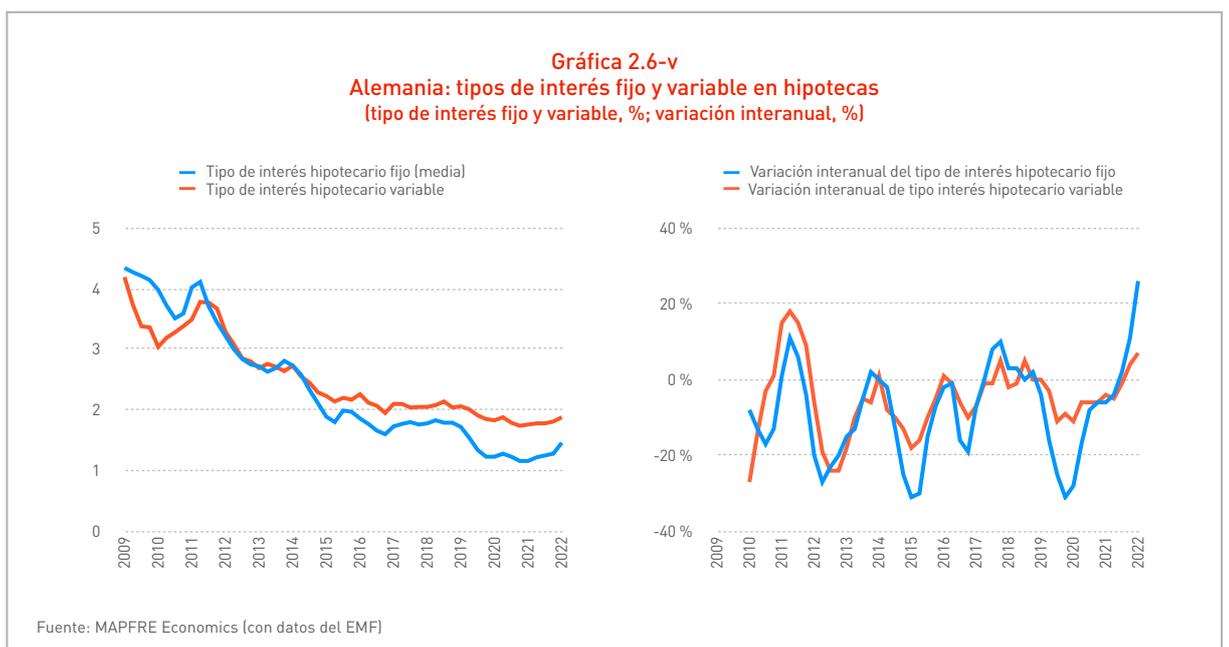


desde 2009 es de un 18,1% sobre el total de hipotecas y, con datos del Bundesbank referidos a 2022, el porcentaje de préstamos destinados a vivienda con un tipo fijo igual o superior a 5 años suponían un 81% del total.

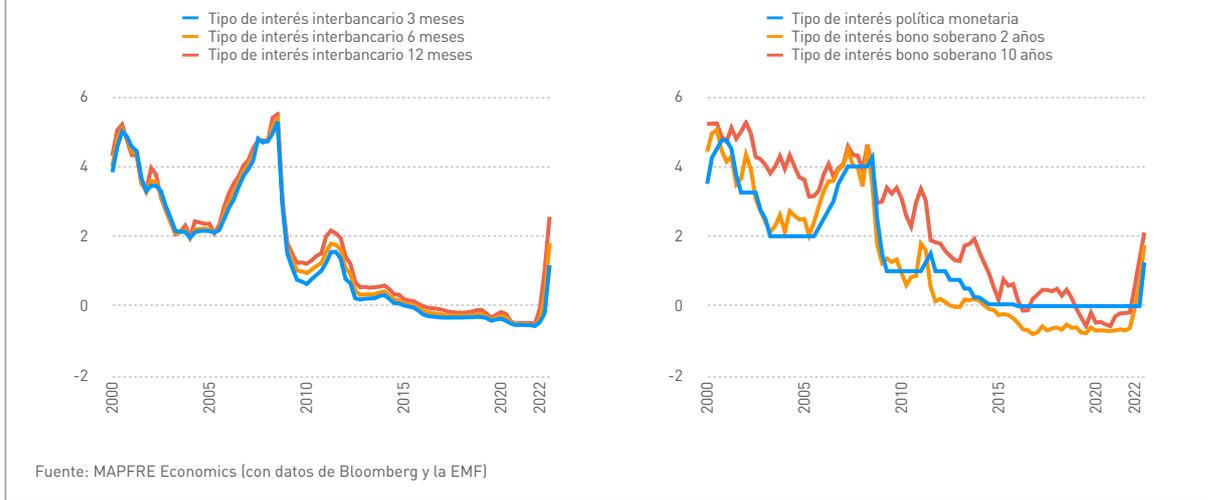
Con respecto al nivel de los tipos de interés hipotecarios, en el primer trimestre del 2022 se reportó un 1,88% en el tipo variable y un tipo fijo medio de 1,46%, ambos creciendo desde que alcanzaron sus valores mínimos de la década en el último trimestre de 2020 (véase Gráfica 2.6-v). Ambos tipos, tras llegar a valores considerables en los años posteriores a

la Gran Recesión, descendieron a paso constante a partir de los últimos trimestres de 2011, al ritmo que marcaban las políticas de expansión monetaria. Al llegar la crisis del Covid-19 y el parón de la actividad económica, medidas aún más expansionistas motivaron un tipo de interés excepcionalmente bajo que se está corrigiendo en la actualidad, con la elevación del tipo de interés de política monetaria para frenar la crisis inflacionaria.

Respecto a la competitividad entre tipos de interés fijos y variables, los valores medios más altos en los años inmediatamente posteriores a



Gráfica 2.6-w
Alemania: tipo de interés interbancario y de política monetaria (%)



la crisis del 2008-2009 eran del tipo de interés fijo. Posteriormente, con la llegada de las políticas monetarias ultra acomodaticias, los tipos se igualaron hasta 2014, momento a partir del cual el tipo variable se colocó por encima del fijo, hecho que continúa hasta la actualidad y que ha motivado que más prestatarios elijan hipotecas a tipo de interés fijo. Estos dos factores (tipos de interés fijos más bajos que variables y aversión al riesgo financiero), sumados a una oferta restrictiva (bajo LTV, bajo importe de préstamos y elevados costes de transacción) hacen del mercado hipotecario alemán uno cauteloso y resistente a crisis internacionales.

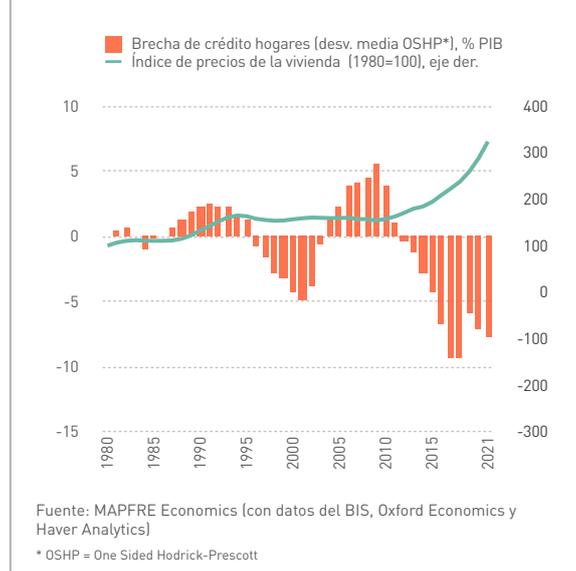
Por último, a efectos comparativos, en la Gráfica 2.6-w se puede observar que los tipos de interés interbancarios, de política monetaria y el rendimiento de los bonos soberanos han experimentado un aumento en los últimos meses, como resultado de una política monetaria restrictiva, establecida con el objetivo de frenar una inflación. Este escenario de financiación limitada implicará a corto plazo un contrapeso frente al crecimiento del mercado inmobiliario, restringiendo la demanda y ralentizando su expansión. En un análisis de medio plazo, es destacable el alza del tipo de interés monetario a partir de 2004, coincidente con el alza de los tipos interbancarios. Esta política restrictiva contribuyó de forma decisiva a contener una burbuja inmobiliaria descontrolada en el resto de los países, y así evitar las consecuencias mayores de su estallido en

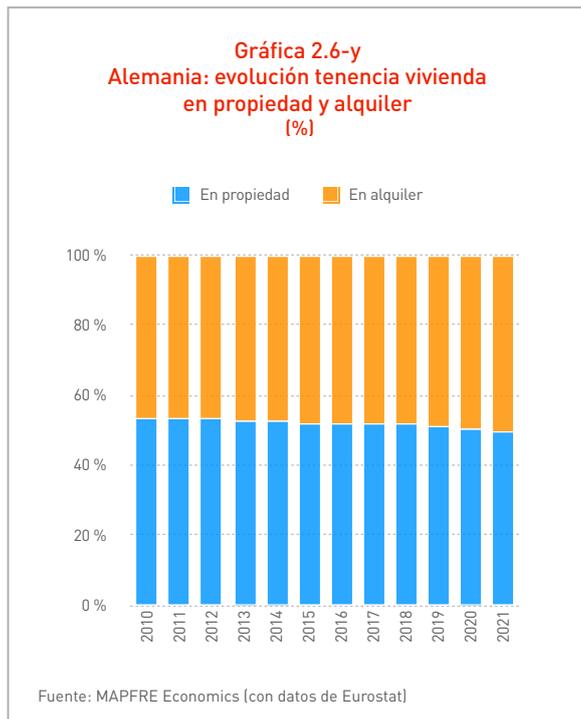
2008. A partir de entonces, se aplicó una expansión monetaria que duraría toda la década siguiente.

Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, cabe destacar que en Alemania la crisis financiera de los años 2008-2009, y su réplica en la Eurozona en 2011-2012, afectó de forma diferente que en mercados como los Estados Unidos, Reino Unido o España. En

Gráfica 2.6-x
Alemania: brecha de crédito a hogares





estos últimos, los precios permanecieron bastante estables y solo comenzaron a repuntar con posterioridad a partir del año 2014, coincidiendo con el entorno de bajos de interés por las políticas monetarias ultra acomodaticias aplicadas por el Banco Central Europeo en los últimos años (véase las Gráficas 2.6-x).

Alquiler residencial

El régimen de tenencia de vivienda en Alemania está muy dividido. Prácticamente la mitad de la población vive en una vivienda en propiedad, mientras que la otra mitad vive en alquiler. La tendencia reciente, sin embargo, favorece al alquiler, que ha crecido 3,7 pp desde 2010, y que en 2021 se ha alzado por primera vez en la última década como la opción residencial mayoritaria con un 50,5% de la población viviendo en este formato (véase Gráfica 2.6-y). Esta distribución se debe en gran medida al sistema restrictivo que se observa en el mercado inmobiliario alemán, cuyo control inflacionario (elevados costes de transacción, bajo ratio LTV y tipos de interés altos) dificulta considerablemente la decisión (y la factibilidad) de la compra de una casa.

Además, la sociedad alemana es, a grandes rasgos, una sociedad arrendataria. Al contrario que en la mayoría de los países anglosajones y

Europeos, la aspiración de comprar una casa no está tan profundamente fundada en la norma cultural de la sociedad. Aparte de este factor cultural, políticamente tiene lugar una incentivación en favor de este modelo que beneficia a ambos intereses: por una parte, a los arrendatarios, garantizándoles condiciones favorables en el precio del alquiler, las características de la vivienda y las reparaciones necesarias; y, por el otro, a los arrendadores, por medio de deducciones fiscales que hacen del alquiler de viviendas un negocio más atractivo. Estos factores logran hacer del mercado de alquiler inmobiliario privado alemán un mercado de gran tamaño y relevancia⁹⁴.

Alemania en el ranking del IPIA

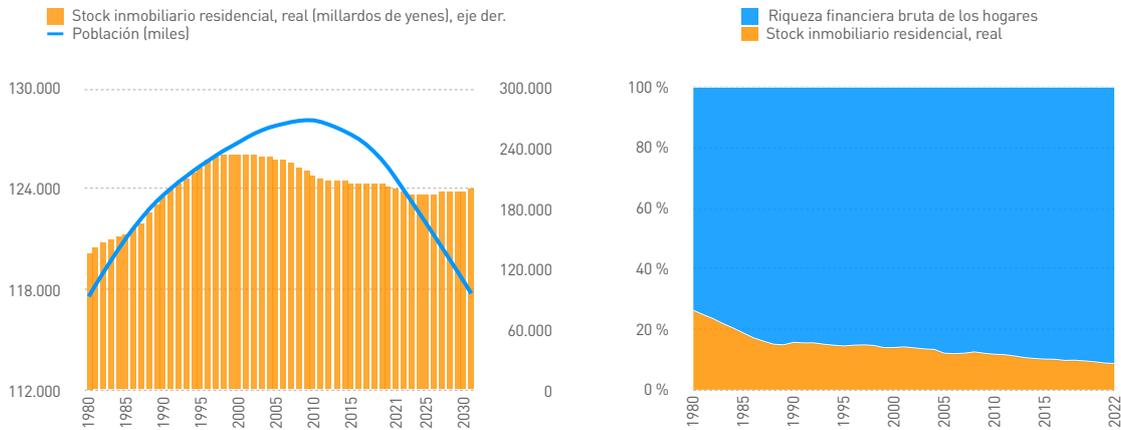
El mercado inmobiliario alemán ocupa el puesto 27 en el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)* calculado por MAPFRE Economics para 43 países (véase la Tabla 4.2-b). Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador, es el correspondiente al *crecimiento del crédito hipotecario* el que contribuye en mayor medida a elevar la posición de Alemania en la muestra de países analizados (véase la Tabla 4.2-a). Por el contrario, el componente relativo al *crecimiento de la renta disponible* y su previsible evolución en los próximos años le hace retrasar posiciones. La población de Alemania en 2023 es de 83,3 millones de habitantes y se estima que ha entrado en una senda de ligero decrecimiento que le puede llevar a los 68,9 millones para finales de siglo, según estimaciones de Naciones Unidas⁹⁵.

2.7 Japón

Introducción

En 2023, el valor neto estimado del *stock* inmobiliario de Japón ascendía a 195,6 billones de yenes⁹⁶, monto que representa en torno al 35,5% del PIB japonés, siendo el valor de la riqueza financiera bruta estimado de 2.127,8 billones de yenes⁹⁷ (386% del PIB). La evolución del *stock* inmobiliario en las últimas cuatro décadas muestra un valor creciente en términos reales hasta finales de la década de los noventa, para después entrar en una senda

Gráfica 2.7-a
Japón: stock inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics, Haver Analytics y Naciones Unidas)

decreciente, con un peso relativo en la riqueza de los hogares que ha venido disminuyendo a lo largo de todo el período (véase la Gráfica 2.7-a).

Por su parte, el análisis de la formación bruta de capital en construcción de vivienda en términos relativos en relación con el PIB japonés muestra una caída significativa que arranca desde los finales de los años ochenta en los que alcanzaba niveles cercanos al 9%, iniciando desde 1988 una senda marcadamente decreciente hasta representar el 3,3% en 2022 (véase la Gráfica 2.7-b).

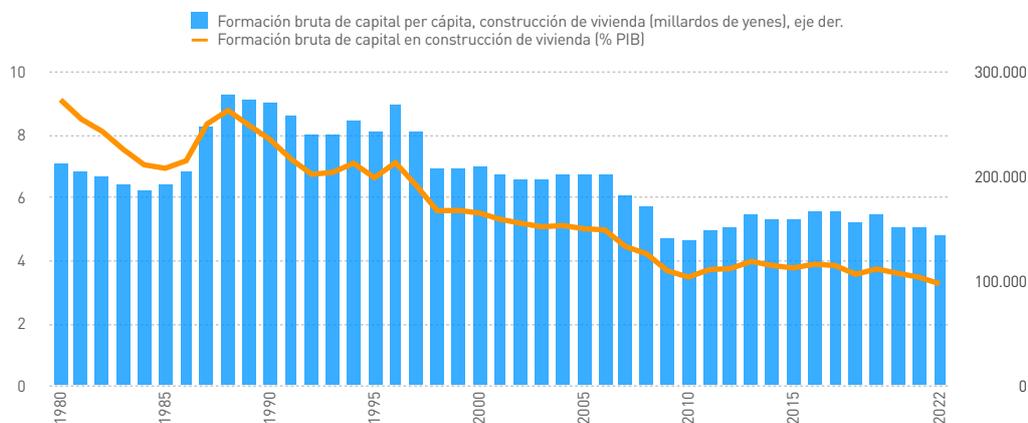
Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

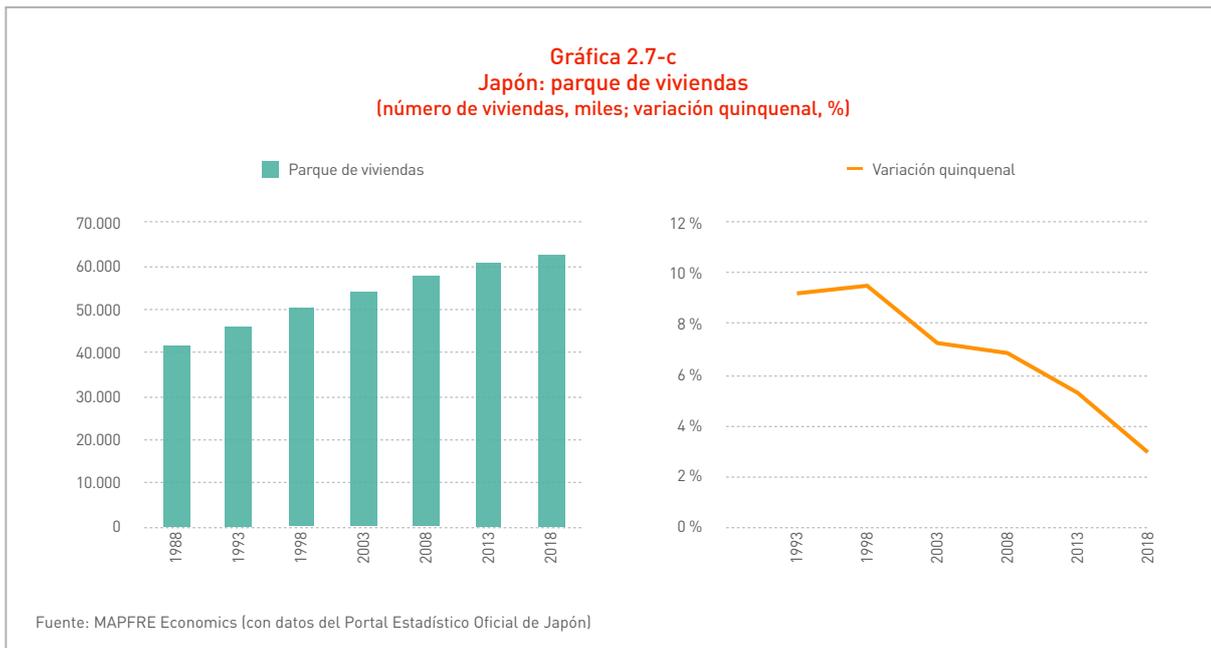
Parque de viviendas

El censo quinquenal publicado por el Portal Oficial de Estadísticas de Japón estima que el número de viviendas residenciales existentes en 2018 fue 62.407.400, lo que representa un crecimiento de 2,93% con respecto a 2013. Esta última cifra constituye el dato más bajo de crecimiento quinquenal del parque de viviendas

Gráfica 2.7-b
Japón: formación bruta de capital en construcción de vivienda



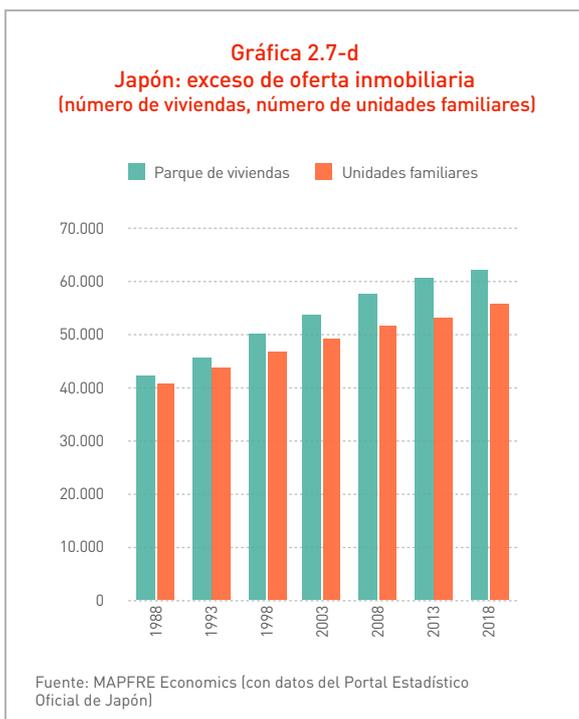
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Oxford Economics y Haver Analytics)



japonés desde 1948, continuando con una desaceleración progresiva que lleva tiempo gestándose (véase Gráfica 2.7-c).

Un punto clave dentro de la historia reciente del inmueble residencial japonés se origina justo después de la Segunda Guerra Mundial, cuando la destrucción bélica provocó que, en 1953, la reducción quinquenal en el número de viviendas fuera de un 49%. Para afrontar este problema, el gobierno japonés fundó varios

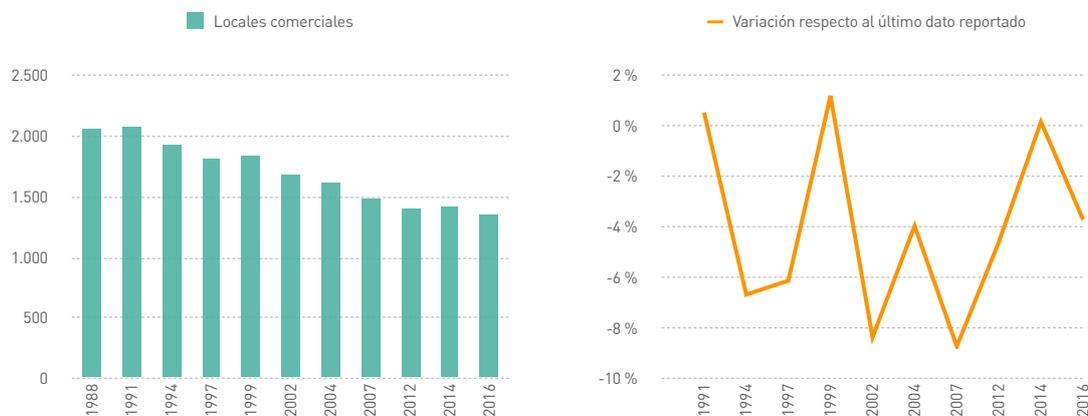
organismos públicos con el objetivo de estimular el mercado inmobiliario y construir viviendas públicas accesibles. Este enfoque cuantitativo de la oferta residencial supuso un gran éxito: en 1958, la variación quinquenal fue de un 152%, y a lo largo de los 60s y 70s no bajó del 13%. A partir de los años 80 del siglo pasado, la cantidad de viviendas osciló en torno al 10% y, a partir de los 2000, se inicia una desaceleración constante que llega hasta el 3% en 2018.



Este vertiginoso enfriamiento se explica a partir del estallido de la burbuja inmobiliaria japonesa en los años 80 y, más recientemente, a raíz de un cambio en la política residencial del gobierno de Japón, que ahora se centra en un enfoque más cualitativo sobre las viviendas, y hace frente a un problema de excesos en la oferta inmobiliaria con 8,43 millones de viviendas vacías en 2018 (véase Gráfica 2.7-d).

En cuanto al número de establecimientos comerciales, el último dato publicado por el Portal de Estadístico Oficial de Japón, correspondiente al año 2016, reporta la cantidad de 1.355.060 locales. Constituye una variación del -3,71% con respecto a 2014 y continúa con una tendencia negativa, ya lejos de los 2.150.323 reportados en 1982, la máxima cifra desde que esta se contabiliza (véase Gráfica 2.7-e).

Gráfica 2.7-e
Japón: número de establecimientos comerciales
 (número de locales comerciales, miles; variación con respecto a último dato reportado, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Portal Estadístico Oficial de Japón)

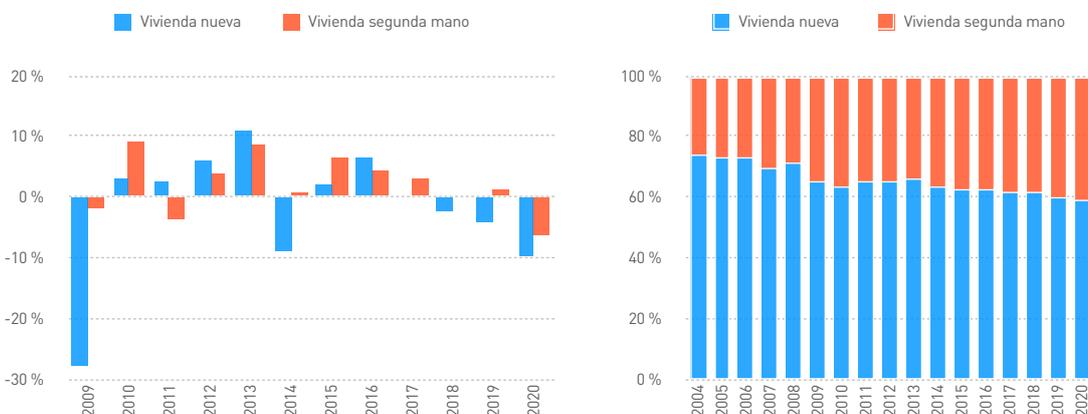
Construcción y venta de viviendas nuevas

La subdivisión del mercado de transacciones inmobiliarias japonés es de especial interés, ya que se ha producido un importante cambio estructural dentro del mismo. Hace unos años, el número de compraventas de viviendas nuevas dominaba el mercado de transacciones inmobiliarias residenciales (71,4% de cuota de mercado en 2008), mientras que el número de ventas de viviendas de segunda mano solo ocupaba un 28,6% de la cuota ese mismo año. Sin embargo, a lo largo de la última década, esta brecha se ha ido cerrando de manera

progresiva hasta llegar a un 59% y un 41% de viviendas nuevas y de segunda mano, respectivamente (véase Gráfica 2.7-f).

El aumento en las transacciones de viviendas existentes ha sido en gran medida incentivado por las políticas del gobierno ante un panorama de ineficiencia inmobiliaria caracterizado por un alto nivel de desocupación, debido a factores culturales, tecnológicos (alto grado de depreciación del inmueble, mayor riesgo ante catástrofes y menor eficiencia energética de viviendas de segunda mano) y económicos (deducción impositiva por poseer un inmueble

Gráfica 2.7-f
Japón: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano
 (variación interanual, %; estructura de distribución, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la FRK)

en un terreno mayor a la que se obtendría demoliéndolo). Para corregir esta situación, el Ministerio de Tierra, Infraestructura y Transporte de Japón (MLIT) puso en operación una serie de reformas con la perspectiva de cambiar el enfoque cuantitativo en la oferta inmobiliaria hacia un enfoque cualitativo, incentivando la compraventa de segunda mano. Así, se adoptaron medidas como la eliminación de deducciones fiscales para casas no aptas para uso residencial, el establecimiento de mayores garantías sobre estándares en las viviendas en venta y la promoción de valores cualitativos en la construcción.

Evolución de los seguros vinculados al hogar

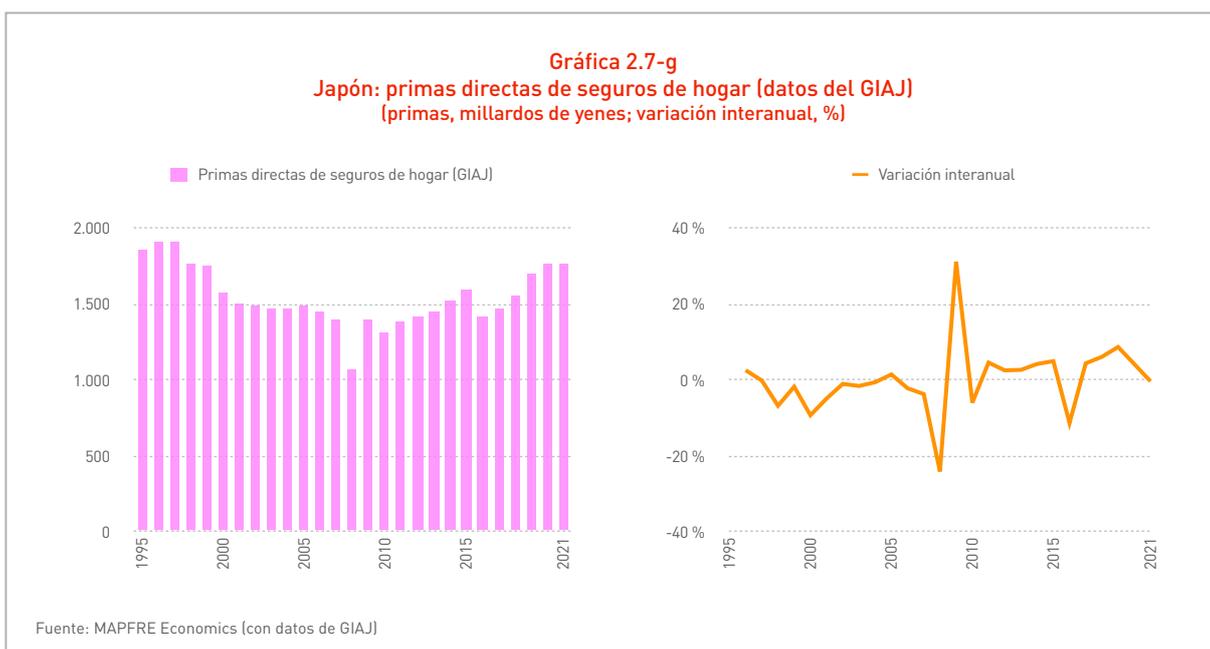
En Japón, los seguros de hogar se operan bajo la denominación de seguros de incendios, pese a que su cobertura abarca más causas que los daños causados por fuego. También cubren los daños causados por rayos, viento, inundaciones, tormentas, explosiones, nieve, robos, caída de objetos y colisiones externas, entre las más importantes. Esta tradición léxica se debe a que hace un tiempo la gran mayoría de daños sufridos por un inmueble eran ocasionados por incendios.

Cabe señalar un matiz importante: el seguro de incendios (hogar) puede no incluir el seguro frente a daños causados por terremotos (englobando también tsunamis y erupciones volcánicas), el cual se contrataría como opción aparte, según la política de cada compañía, con

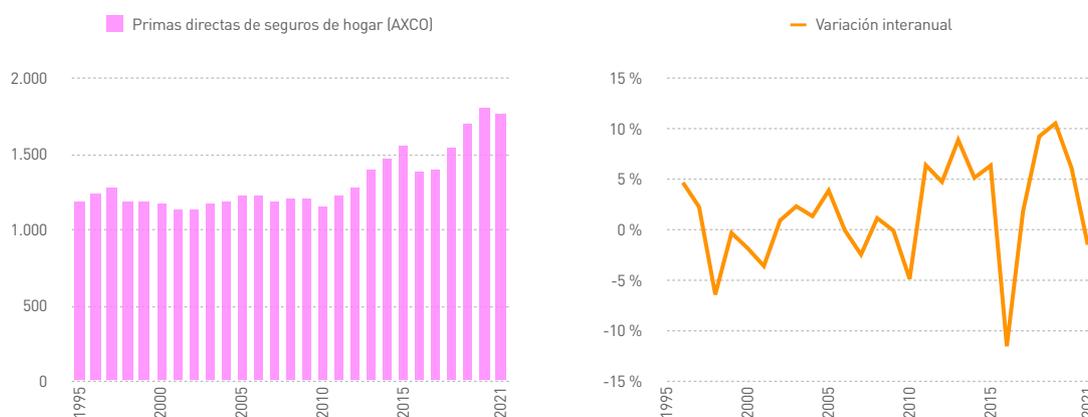
el prerequisite de tener contratado ya un seguro de incendios. Por esa razón, las fuentes que ofrecen datos sobre estos ramos pueden incluir dentro de los seguros de hogar los seguros de terremotos, o contabilizarlos de forma separada.

En Japón, contratar un seguro de hogar es un requisito para comprar un inmueble hipotecado o para el alquiler, tanto por la seguridad del prestamista como del arrendador, aunque no es obligatorio como tal. En general, su precio en 2023 oscila entre los 20.000-40.000 yenes (143-286 euros) cada 2 años⁹⁸. Como se indicó antes, bajo la forma de una opción adicional se puede contratar un seguro frente a terremotos, tsunamis y erupciones volcánicas. Esta opción es interesante, dado que el país asiático sufre muy a menudo este tipo de desastres naturales. El coste de la prima varía según compañía, cobertura y localización, pero oscila entre 6.500-32.600 yenes (46-233 euros)⁹⁹.

El seguro de terremotos ha sido difícil de implementar en Japón, debido al riesgo sísmico de este país, localizado encima del Cinturón Sísmico Circumpacífico o "Cinturón de Fuego", donde, según la Asociación Geológica de los Estados Unidos (USGS), se producen alrededor del 81% de los terremotos más graves. Además de este factor, la falta de homogeneidad en el riesgo sísmico de los diferentes distritos japoneses, provoca un problema de selección adversa que reduce la cantidad de agentes asegurados, con lo cual las



Gráfica 2.7-h
Japón: primas directas de seguros de hogar (datos de AXCO)
 (primas, millardos de yenes; variación interanual, %)



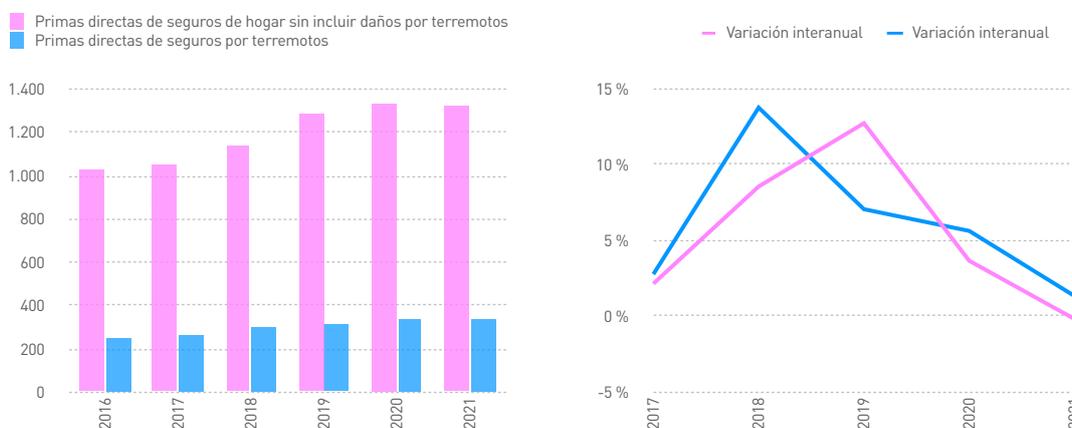
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de AXCO)

consecuencias económicas ocasionadas por un desastre tectónico correrían el riesgo de no ser paliadas, al no disponer de un capital suficiente para hacer frente a los costes de siniestralidad. Por esta razón, tras numerosos intentos previos, en 1966 el Kakuei Tanaka¹⁰⁰, el Ministerio de Finanzas japonés de entonces, instauró un sistema de reaseguro público en caso de que ocurra un desastre natural, sufragando los costes de las entidades aseguradoras hasta un límite que se decide ese mismo año, basado en las pérdidas económicas ocurridas en previas catástrofes de la misma índole. En cuanto a la indemnización recibida

por el asegurado, la cifra varía desde un 100% si la pérdida del inmueble es total¹⁰¹, 30-60% si la pérdida es entre 30-60% del valor del mercado de lo asegurado, y 5% si la pérdida es parcial (5% de la pérdida de valor de lo asegurado).

En 2020, la Organización General de Rating de Seguros de Japón (GIAJ)¹⁰² reporta que las primas directas anuales de seguros de hogar (incluyendo terremotos) ascendieron a 1.777.201 millones de yenes, con un crecimiento interanual de un 4,28% (véase Gráfica 2.7-g). De esta forma, las primas han experimen-

Gráfica 2.7-i
Japón: primas directas de seguros de hogar y terremoto
 (primas, millardos de yenes; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de GIROJ)

tado un crecimiento por cuarto año consecutivo y continúan recuperándose de un súbito descenso en 2016 (-11,25%). Históricamente, es destacable el paulatino descenso de primas entre 1997 y 2004, y el importante decrecimiento en el año de 2008, año de gran crisis financiera (-24,04%).

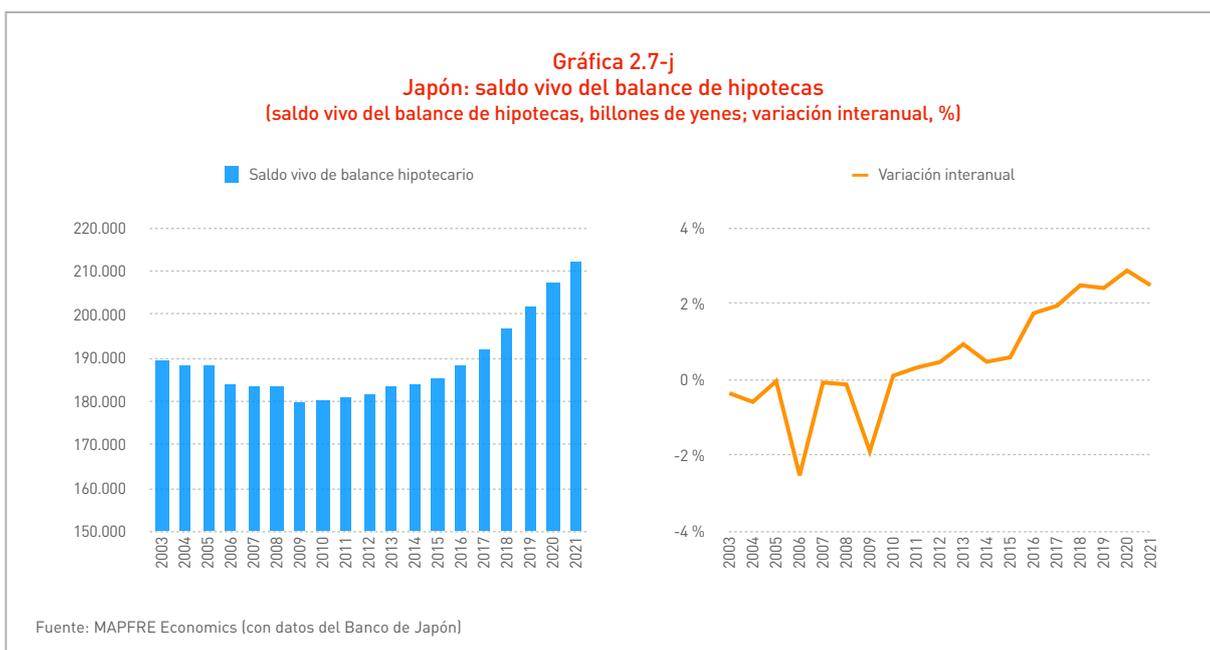
Ahora bien, de acuerdo con los datos publicados por AXCO, estos señalan en 2021 un importe de primas que ascendieron a 1.771.209 millones de yenes (con la variación interanual del -1.47%), es decir, el fin del ciclo de crecimiento que había durado desde 2017, tras un importante decrecimiento en 2016 (véase Gráfica 2.7-h). En cuanto a la serie histórica, es destacable la relativa estabilidad (comparado con el GIAJ) de principios de este siglo. En cuanto a la caída señalada por el GIAJ en 2008, los datos de AXCO la sitúan hasta 2010, para recuperarse el año siguiente.

Por último, los datos de la Organización General de Rating de Seguros de Japón (GIROJ) estiman que, en 2020, las primas directas de seguros del hogar sin incluir la cobertura de daños producidos por terremotos ascendieron a 1.326.370 millones de yenes, con una variación interanual del 3,68% (véase Gráfica 2.7-i). Por su parte, las primas directas de terremoto ascendieron a 336.313 millones de yenes, con una variación interanual del 5,46%.

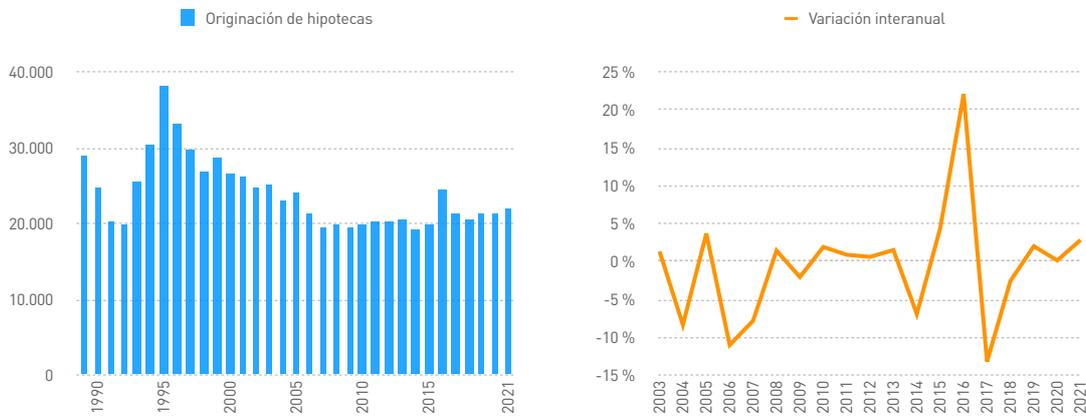
Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Durante 2021, según los datos del Banco de Japón, el saldo activo del balance hipotecario japonés siguió creciendo a un 2,5% interanual, alcanzando la cifra de 212.500 billones de yenes. Con esta cifra, continúa la senda creciente que parte desde 2010, tras un período de retroceso en la década de los 2000 (véase Gráfica 2.7-j). Históricamente, la serie se contabiliza desde 1989, y crece constantemente hasta 2001, año en el que se inicia una etapa de estancamiento y ligero retroceso que duraría hasta 2010. A partir de entonces, el saldo crece a ritmo constante, primero alrededor del 1% y posteriormente alrededor del 2,5% interanual.

En cuanto a la originación de hipotecas nuevas, el importe anual prestado asciende a los 21.836 billones de yenes, con un 2,9% de crecimiento interanual (véase Gráfica 2.7-k). Tras un *boom* en 1993, la originación de hipotecas empezó a descender desde 1996, hasta estabilizarse en 2008 en torno a los 20 mil billones de yenes. Recientemente, se produjo un importante crecimiento en 2016, llegándose a reportar 24 mil billones de yenes en préstamos hipotecarios, pero el mercado lo corrigió rápidamente, para volver a estabilizarse alrededor de los 21 billones. Es destacable que el importe prestado apenas se vio afectado por la pandemia del Covid-19, mostrando solo una leve desaceleración en 2020 de 1,3 pp interanuales.



Gráfica 2.7-k
Japón: origenación de hipotecas
 (origenación de hipotecas, billones de yenes; variación interanual, %)



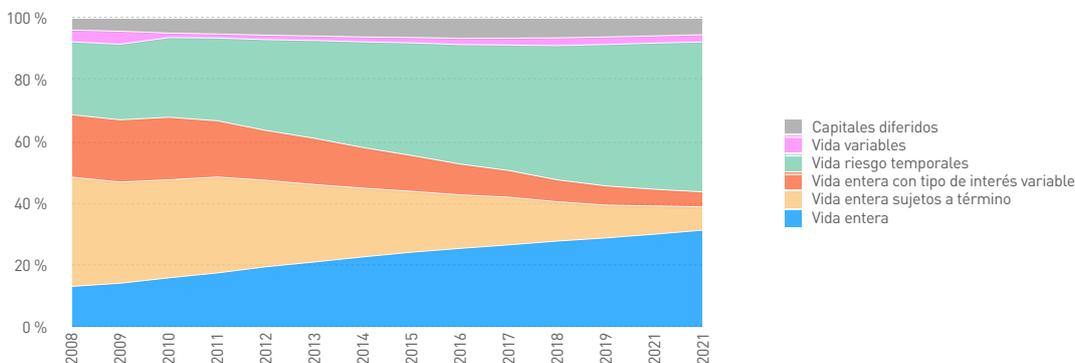
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de Japón)

Uno de los hechos más significativos en la historia del mercado hipotecario japonés surge otra vez en la postguerra, con la invención del GHLC (Government Housing Loan Corporation). Este organismo, junto con el JHC (Japan Housing Corporation) y el Acta de Viviendas Públicas, fueron instaurados por el gobierno japonés con el objetivo de estimular el mercado inmobiliario, tras la destrucción bélica. El GHLC, en específico, se fundó para actuar como banco hipotecario y proporcionar liquidez financiera a las familias de ingresos bajos y medios. Lo hacía a través de préstamos hipotecarios a tipos de interés bajos y fijos. Se sufragaba con los fondos FLIP (Programa de

Inversión Fiscal y Prestamista) del Ministerio de Finanzas y, en caso de que la operación generase pérdidas, se subsidiaba con fondos del gobierno. Había un precio límite en cuanto a las viviendas, y el tipo de interés límite que podían establecer era de un 5,5%. La contribución del GHLC fue crucial para la restauración de la oferta inmobiliaria (participó en alrededor de un 30% de la construcción inmobiliaria en la posguerra), además de estandarizar el sistema legal hipotecario.

Sin embargo, en la década de los 90 del siglo pasado, la difícil coyuntura económica y la decisión del organismo de permitir la

Gráfica 2.7-l
Japón: seguros de Vida individuales
 (porcentaje de los capitales asegurados)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de The Life Insurance Association of Japan)

amortización anticipada de los préstamos sin ninguna penalización (algo que no estaba previsto en su sistema de negocio) hundieron la viabilidad pública del GHLC. Su rol cambió en 2007, cuando se convirtió en el JHF (Japan Housing Finance Agency), un organismo que aportaba liquidez al mercado inmobiliario, pero actuando en el mercado secundario. La JHF ahora se dedica a emitir MBS garantizados por una cartera de hipotecas de tipo fijo a 35 años (Flat 35), transmitiendo así el riesgo de amortización anticipada a los inversores. Este cambio de rol supone una mayor liberalización del mercado primario, a la vez que se sigue estimulando la originación de hipotecas y aumenta la viabilidad el organismo.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

En relación con el mercado de la vivienda, el saldo hipotecario vivo es un indicador importante para el negocio asegurador porque son potenciales capitales asegurables para los seguros de Vida riesgo, como se ha puesto de relieve a lo largo de este informe. En Japón, existe una amplia variedad de seguros de Vida con coberturas de riesgo de muerte que pueden utilizarse como protección, como lo ilustra la Gráfica 2.7-l, que presenta la distribución de los capitales asegurados en el mercado asegurador japonés para las distintas modalidades de seguros de Vida.

Hipoteca inversa

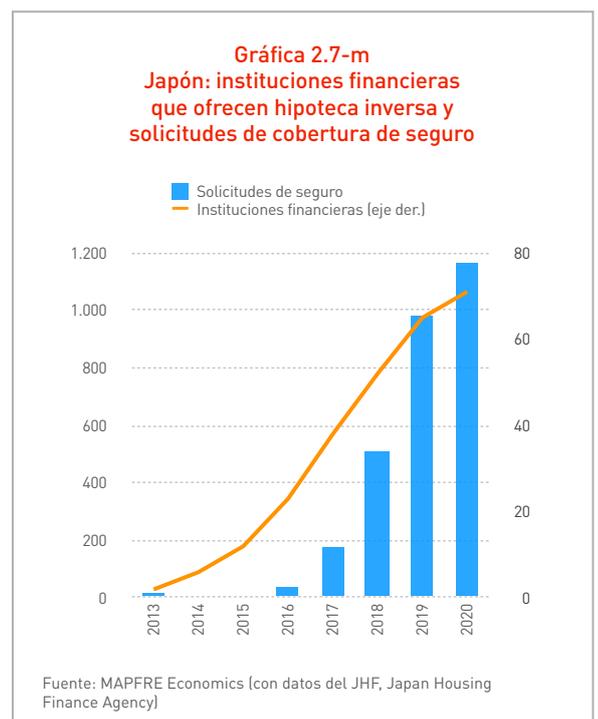
La primera hipoteca inversa en Japón fue creada por el gobierno municipal de Musashino, área metropolitana de Tokyo, en 1981. A raíz de eso se desarrollaron dos métodos distintos. Por una parte, el *modelo directo*, en el que el gobierno local proporcionaba directamente los préstamos. En 2002, el Ministerio de Salud, Trabajo y Bienestar introdujo un programa nacional de préstamos para gastos diarios respaldados con inmuebles, ampliado en 2007, con el objetivo de llegar a los hogares con necesidades de cuidados a largo plazo. Desde la implantación de este programa estatal, se suspendieron la mayoría de los programas locales. Y, por otra parte, se encuentra el *modelo indirecto*, en el cual el gobierno local se alía con una entidad financiera.

Sin embargo, estos programas públicos y colaboraciones público-privadas no fueron muy utilizados. En cuanto al sector privado, el

primer banco en introducirlas fue Shokusan Bank (Kirayaka Bank en la actualidad) en junio de 1999. No obstante, hasta la entrada de dos grandes bancos en 2005 (Chuo Mitsui Trust and Banking, hoy Sumitomo Mitsui Trust Bank, y Tokyo Star Bank) el producto apenas se conocía¹⁰³. Con datos a 2020, el número de instituciones financieras que manejan solicitudes de este tipo de operaciones, bajo la denominación de préstamos “Reverse 60”, fue de 79, un 14.5% más que el año previo. Cabe señalar que, además de los bancos, las entidades aseguradoras también lo ofrecen en términos de oferta dentro del sector financiero, siendo las más activas en este sentido (véase la Gráfica 2.7-m).

A pesar de todo, la hipoteca inversa sigue sin popularizarse en el mercado japonés, lo que en parte se atribuye al hecho de que las condiciones y características propias de estas operaciones son muy estrictas. Según datos de la JHF, en 2021, el número de solicitudes fue de 458, un 44,0% más que el año previo, el número de unidades prestadas fue de 350 (un aumento del 41,7% interanual), y el monto prestado fue de 4.740 millones de yenes (con un crecimiento interanual del 32,4%).

En cuanto al perfil, los pensionistas representaron el 50,2% de los solicitantes y el solicitante promedio tenía 69 años y un ingreso anual de 4,14 millones de yenes. El mayor uso



de fondos fue para "casas hechas a la medida" (31,2%), seguido de "refinanciación de un préstamo existente" (21,8%) y para "nuevos condominios" (21,6%). El monto promedio de financiamiento solicitado fue de 29,09 millones de yenes, el monto promedio del préstamo aprobado fue de 16,22 millones de yenes y el pago mensual promedio fue de 35.000 yenes. El préstamo sin recurso fue seleccionado por los prestatarios el 100% de las veces. Una de las características más peculiares de las hipotecas inversas en Japón es que en la mayoría de los casos los pisos están excluidos para elegibilidad¹⁰⁴. Además, únicamente puede utilizarse el valor del terreno como respaldo del crédito, por lo que al no tenerse en cuenta el valor de los inmuebles, el tamaño de los préstamos puede ser bastante reducido.

Las finalidades que se establecen para el caso de la hipoteca inversa con seguro de Vida en Japón son: (i) la construcción, compra o renovación de la vivienda por parte de propietario; (ii) la compra de la casa que es el hogar del hijo del prestatario o demás descendientes; (iii) para el pago de la *lump-sum* (suma global) para vivir bajo un alquiler con servicio asistencial al prestatario, o bien (iv) para refinanciar un préstamo existente. El solicitante de la hipoteca inversa debe tener 60 años o más. A la muerte del prestatario, se calcula el importe total concedido de la hipoteca inversa y salda con la venta del inmueble objeto del préstamo; en caso de que no fuera suficiente la suma total de lo recibido

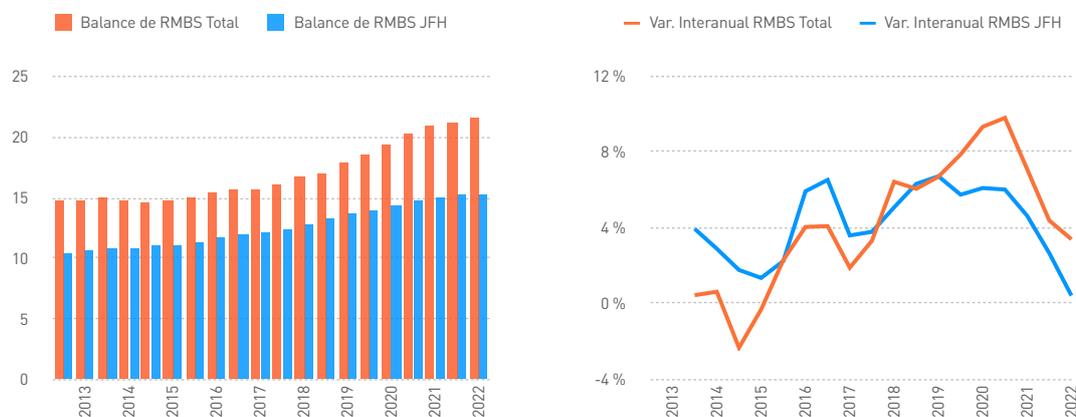
con dicha venta, se produce la subrogación de la deuda pendiente a los herederos.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

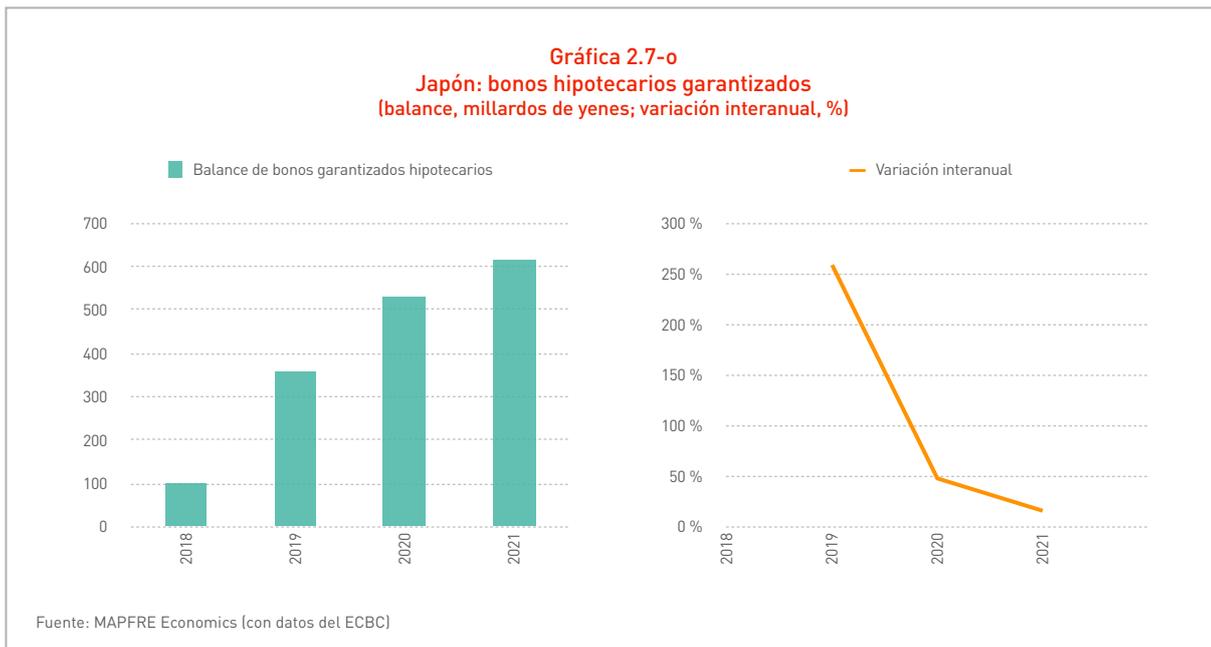
En Japón, los valores emitidos para el financiamiento del mercado hipotecario son principalmente los RMBS (instrumentos de titulización hipotecaria garantizados por activos inmobiliarios residenciales), especialmente por aquellos emitidos por la JHF. La agencia, fundada con el objetivo de actuar como un prestamista hipotecario público subsidiado, transmutó sus funciones en 2007 para actuar como un agente de financiamiento en el mercado secundario, y así apoyar al sector sin necesidad de intervenir directamente. La JHF ocupa un gran porcentaje del mercado de RMBS japonés (véase Gráfica 2.7-n) y ofrece un producto similar a los bonos garantizados europeos, basado en la intermediación de las titulizaciones hipotecarias, reteniendo los activos en su balance como colateral, de forma que, en caso de bancarrota, los activos sean transferidos a otro fondo y sigan generando rédito. Además, el riesgo de olas masivas de impagos, que acabó con su entidad predecesora, la GHLC, se ha eliminado.

Los datos reportados por la JSDA (Japan Securities Dealers Association) señalan que el balance total de RMBS en Japón en el primer

Gráfica 2.7-n
Japón: saldo vivo de RMBS
(saldo vivo, billones de yenes; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la JSDA)

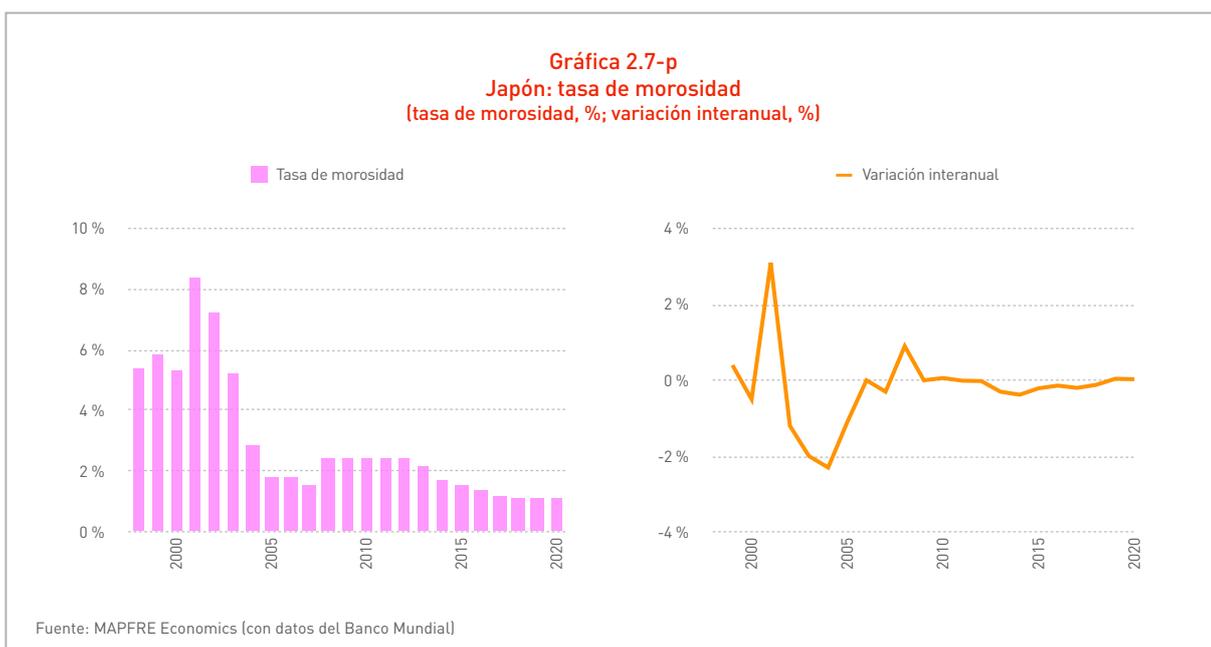


semestre de 2022 ascendía a los 21,58 billones de yenes, con una variación interanual del 3,41%. En cuanto al balance de RMBS emitidas por la JHF, este toma el valor de 15,17 billones de yenes, un 70,27% del total, y con un crecimiento interanual del 0,44%.

Recientemente el balance de RMBS japonés ha seguido una trayectoria positiva, tras un decrecimiento en 2014-2015. Aun así, este crecimiento se ha desacelerado de manera considerable en 2021, especialmente el balance de la JHF. De hecho, en 2017 el porcentaje del balance total correspondiente al

balance de la JHF llegó a estar en un 77,0% y ahora se encuentra en el 70,3%. Por tanto, se puede extrapolar la conclusión de que el mercado privado en el sector de titulización hipotecaria está creciendo.

Otra forma de financiación hipotecaria muy utilizada en Europa son los bonos hipotecarios garantizados. Estos se introdujeron en Japón en 2018 y, pese a crecer considerablemente los últimos años, aún están lejos de jugar un papel protagonista en el mercado de titulaciones. Los datos ofrecidos por el Consejo Europeo de Bonos Garantizados



(ECBC), reportan que, en 2021, el balance de bonos garantizados japoneses ascendía a 617,4 millardos de yenes (con un crecimiento interanual del 16%), muy lejos de los 21.584 millardos del balance de RMBS total (véase Gráfica 2.7-o). Históricamente, destaca la rápida evolución de este instrumento financiero desde su introducción.

Tasa de morosidad

La tasa de morosidad de préstamos en Japón se situó, en 2020, en el 1,14%, lo que constituye una variación interanual de 0,03 pp (véase Gráfica 2.7-p). Con ese, se suman dos años consecutivos en los que la tasa de morosidad crece, aunque de forma muy leve comparado con otras etapas considerablemente más volátiles. En este sentido, la tasa de morosidad alcanzó niveles máximos en 2001 y 2002, llegando al 8,4% y el 7,2% respectivamente. A partir de entonces, la tasa descendió ostensiblemente y, tras un leve repunte tras la crisis de 2008-2009, se estabilizó en torno al 1-2% hasta la actualidad.

Ratio préstamo-valor

Como se ha indicado antes, el ratio de préstamo-valor de una hipoteca (LTV) consiste en la relación entre el préstamo concedido por una entidad financiera con motivo de la compra de un inmueble y el valor peritado del mismo. En Japón, los datos recopilados a partir de las encuestas anuales sobre las

tendencias de los préstamos hipotecarios privados, indican que el promedio no ponderado del ratio préstamo-valor es de un 77,4% con una variación de -0,2 pp en 2022 (véase Gráfica 2.7-q). El valor se ha mantenido relativamente estable desde 2016, de forma que se puede concluir que no ha habido ningún cambio relevante de oferta ni demanda en cuanto al importe solicitado a la hora de comprar una vivienda.

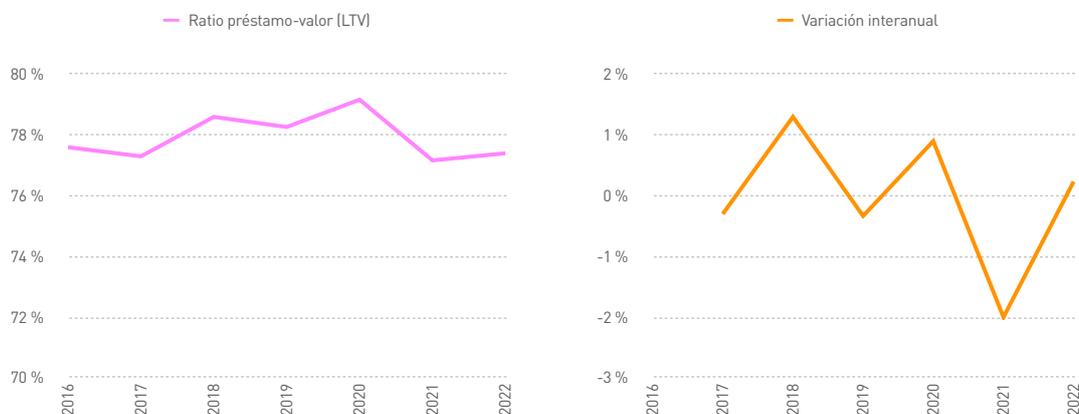
Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Transacciones inmobiliarias

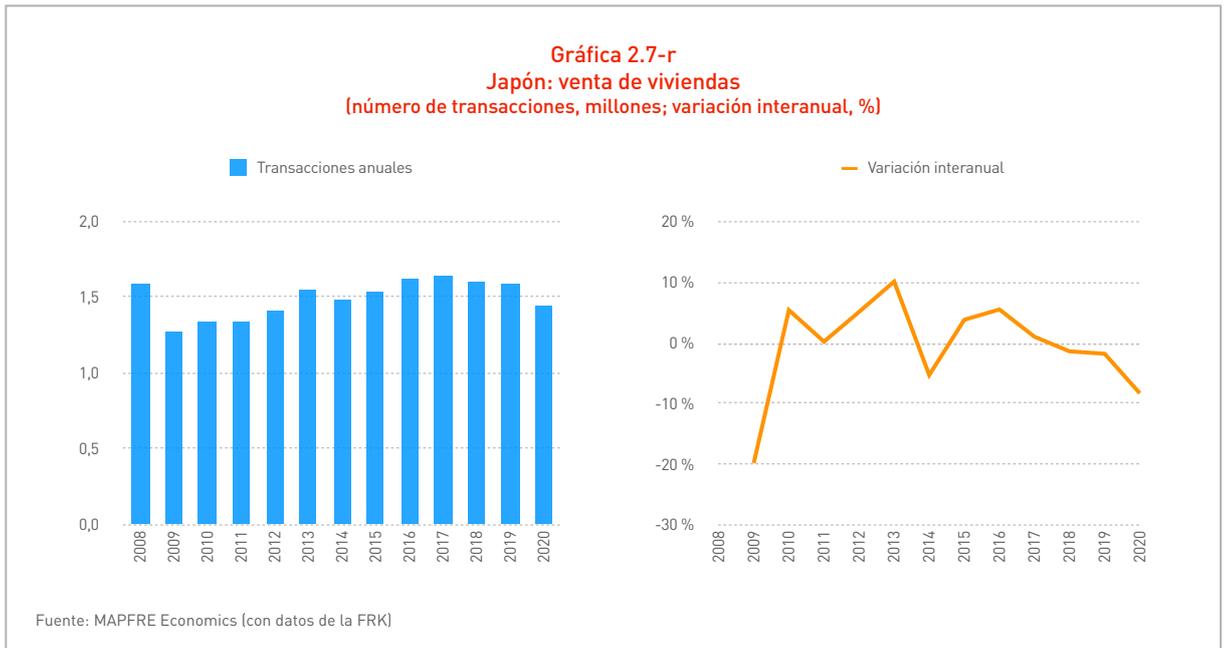
En 2020, el número de transacciones inmobiliarias fue de 1.451.798 unidades vendidas, lo cual supuso una reducción del 8,3% con respecto a 2019, según los datos de la Asociación de Agentes Inmobiliarios de Japón (FRK). Los datos muestran una tendencia de reducción a partir de 2017, año en el que se alcanzó el máximo volumen de ventas de la última década (véase Gráfico 2.7-r). Con 2020, se sumaron tres años consecutivos en los cuales el número de compraventas inmobiliarias descendió de forma interanual.

Un análisis del mercado inmobiliario japonés a corto plazo revela dos etapas de dificultad clave: las consecuencias de la crisis financiera de 2008-2009 y la pandemia del Covid-19. La primera se manifestó en el año 2009, año en el cual el volumen de transac-

Gráfica 2.7-q
Japón: ratio préstamo-valor
(ratio préstamo-valor, %; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la JHFA)



ciones cayó un 19,8% con respecto al año anterior. La recuperación fue paulatina y se tuvo que esperar hasta 2016 para superar la cifra de unidades vendidas en 2008. A partir de 2018, se inicia una etapa de enfriamiento del mercado inmobiliario, que se acentúa de manera considerable tras la paralización de la actividad y los confinamientos provocados por la pandemia en 2020.

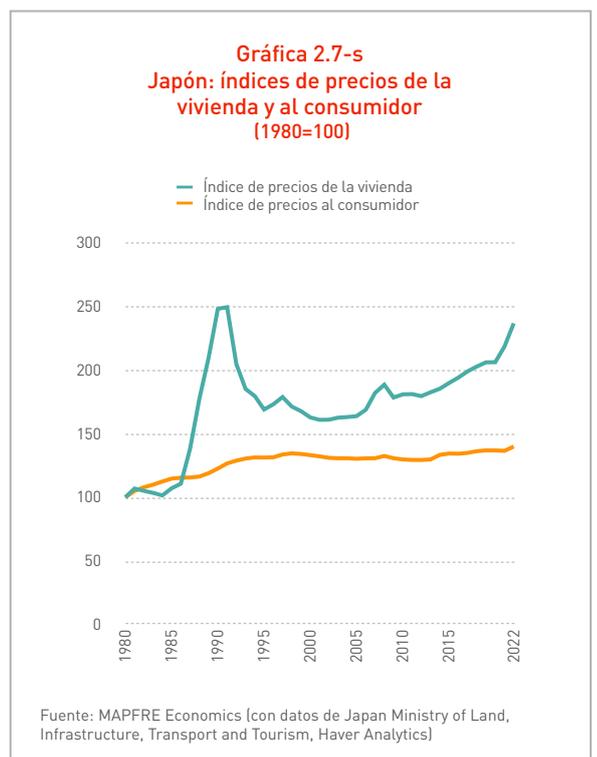
Precios de la vivienda

De la comparación de la evolución de los precios medios de la vivienda en Japón con la evolución del índice general de precios en una serie desde 1980, puede observarse que desde finales de los años ochenta y principios de los noventa los precios de la vivienda (que habían experimentado un fuerte crecimiento en los años previos) experimentan una corrección abrupta y cambian de tendencia para decrecer durante toda la década de los años noventa, volviendo al crecimiento a partir del comienzo de este siglo, quedando por encima de la inflación a lo largo del período analizado, excepto en los años ochenta que quedaron por debajo (véase la Gráfica 2.7-s).

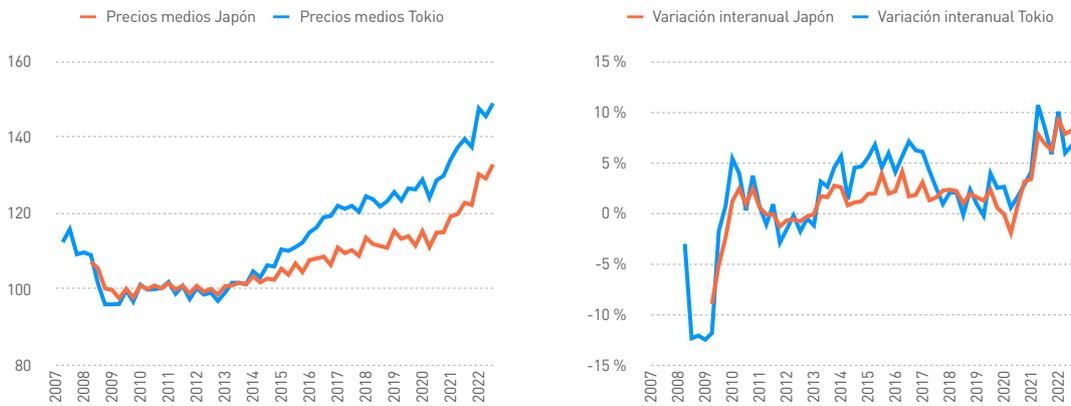
Por otro lado, los datos publicados por el MLIT (Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism) sobre los precios medios residenciales en Japón indican que, en el tercer trimestre de 2022, el índice se encontraba en un valor de 132,9 (2010=100), lo cual supone un crecimiento interanual de un 8,2% (véase Gráfica 2.7-t). En la

referida gráfica también se puede observar la misma serie, pero solo teniendo en cuenta el área metropolitana de Tokio. En este caso, los datos indican que en la megalópolis asiática el índice se encuentra en un 149,0, lo que constituye una variación interanual del 6,7%.

Analizando históricamente los precios residenciales medios, destaca un período de estancamiento de los precios tanto en Tokio como



Gráfica 2.7-t
Japón: precios medios de propiedades residenciales por metro cuadrado
(precios medios, índice 2010=100; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del MLIT)

en todo el país durante el período de 2009-2013, tras una acusada caída de los mismos durante los años previos, fruto de la crisis financiera internacional. A partir de 2013, los precios retomaron una senda creciente, aunque los inmuebles de Tokio divergieron de los del resto del país en conjunto en 2014, ya que crecieron de manera más acelerada. La crisis del Covid-19 parece haber afectado negativamente a los precios durante el segundo trimestre de 2020, de forma más acusada en Tokio que en el resto del país, aunque su recuperación ha sido pronta y vertiginosa.

Ante los datos históricos, cabe señalar la similitud del comportamiento del país en conjunto con las tres áreas metropolitanas más importantes de la nación asiática (Tokio, Aichi y Osaka), ya que mantienen trayectorias muy parecidas, excepto por un crecimiento ligeramente más alto en las últimas a partir de 2015. Esta trayectoria parte de un descenso acusado tras la Gran Recesión de 2008-2009, a lo que siguió un estancamiento entre 2009 y finales de 2012. A partir de entonces, se establece una senda de crecimiento que se prolonga hasta la actualidad, aunque con altibajos cíclicos. Destaca sobre todo el *shock* pandémico de 2020, más acusado en Tokio, Aichi y Osaka que en el resto del país, y más profundo en las propiedades comerciales que en las residenciales, dada la volatilidad inherente en las primeras en épocas de crisis. Sin embargo, la recuperación ha sido muy rápida, lo que ha derivado en los mayores

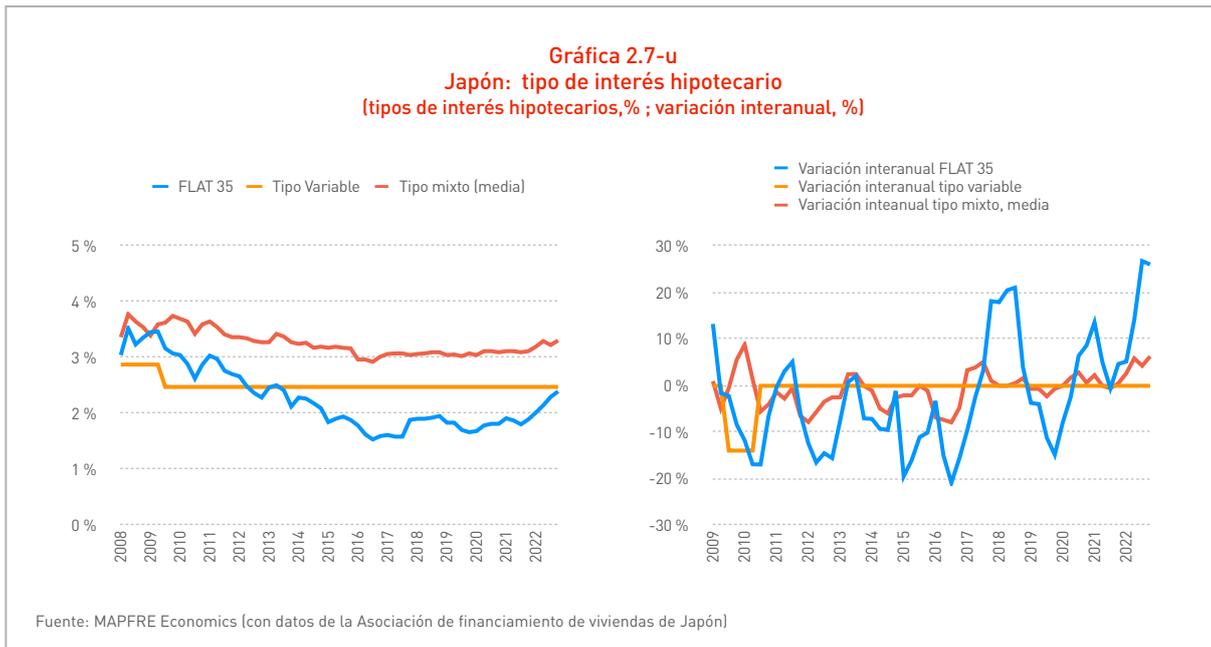
niveles de crecimiento interanual de la última década.

Tipos de interés hipotecarios

En cuanto a los tipos de interés hipotecarios, en Japón se ofrecen tres modelos. El *FLAT 35* (tipos de interés fijo a 35 años garantizado por la JHF), el *variable* y el *mixto* (combinación de ambos). Para el cuarto trimestre de 2022, los datos de la asociación de financiamiento de viviendas de Japón sobre el tipo de interés medio reportado, muestran que este se situó, para el FLAT 35, en el 2,4%, para el variable en 2,48% y para el mixto, en media, en un 3,31% (véase la Gráfica 2.7-u).

Como se puede observar en la referida Gráfica 2.7-u, el tipo de interés variable se ha mantenido en el mismo nivel desde 2009. El FLAT 35, sin embargo, mantuvo una senda decreciente durante la mayor parte de esta década, situándose en 2012 por debajo del tipo variable, hecho que no se ha revertido desde entonces. Pese a ello, en 2020, con la llegada de la pandemia y sus consecuencias económicas, la tendencia cambió e inició una senda de crecimiento abrupto, a punto de superar los niveles del tipo de interés variable. En cuanto al tipo mixto, este se ha mantenido relativamente constante desde 2009, reportando niveles en torno al 3-4%.

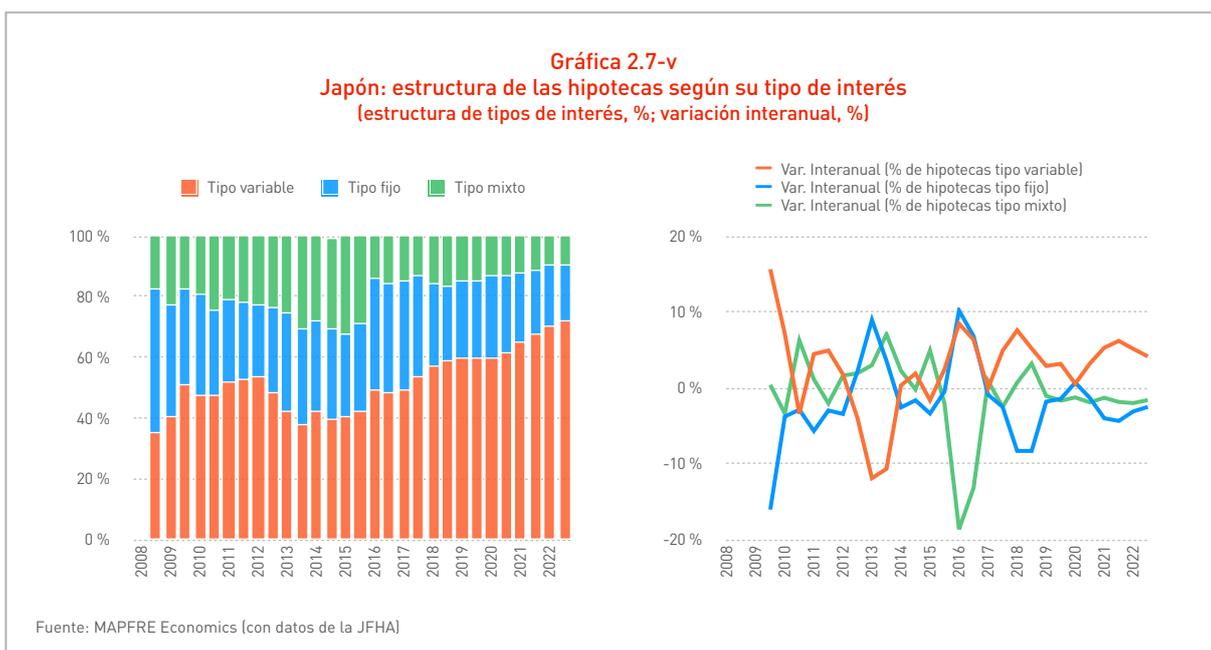
Por último, en cuanto al porcentaje de hipotecas constituidas según el modelo de tipo de



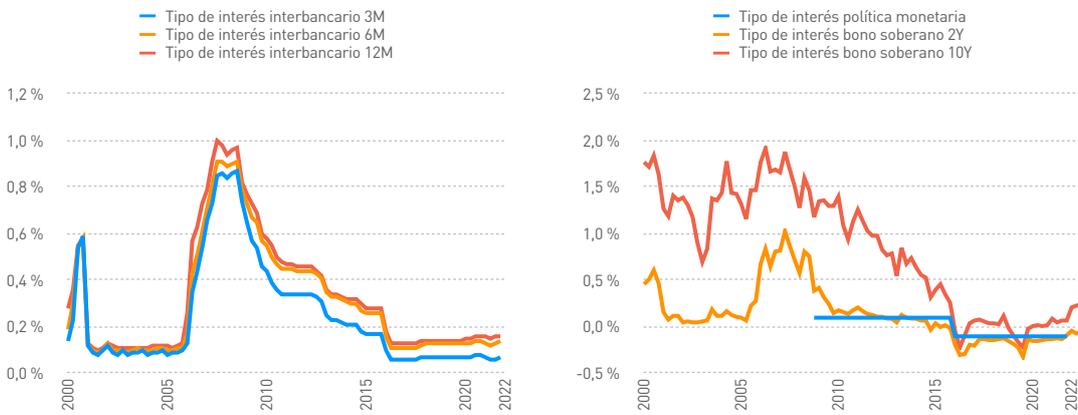
interés elegido, en el segundo semestre de 2022 el 71,9% de las hipotecas constituidas eran de tipo variable, el 18,7% de tipo fijo y el 9,4% de tipo mixto, con variaciones interanuales de 4,2 pp, -2,5 pp y -1,6 pp, respectivamente (véase Gráfica 2.7-v). Cabe señalar que la predominancia del tipo de interés variable se acentúa, dado el reciente crecimiento del tipo de interés fijo. En el 2008, la situación era inversa, el tipo fijo imperaba en el mercado, mientras que el variable apenas conseguía un 35% sobre el total. Con el paso de los años, sin embargo, la tendencia se revirtió y el fijo redujo considerablemente su cuota, a costa de un alza-

miento del tipo variable. En cuanto al mixto, este tuvo un crecimiento relativo entre 2010 y 2015, tras lo cual inició una senda decreciente que le ha llevado a encontrarse en niveles mínimos en la actualidad.

Por último, a efectos comparativos, la Gráfica 2.7-w representa los datos sobre los tipos de interés interbancarios, de política monetaria y de bonos soberanos, a distintos plazos. La política monetaria japonesa no ha variado en exceso durante la última década: en el período 2009-2016, el tipo de interés oficial se ubicaba en un 0,1%, mientras que entre 2016 y 2021 se



Gráfica 2.7-w
Japón: tipo de interés interbancario y de política monetaria (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

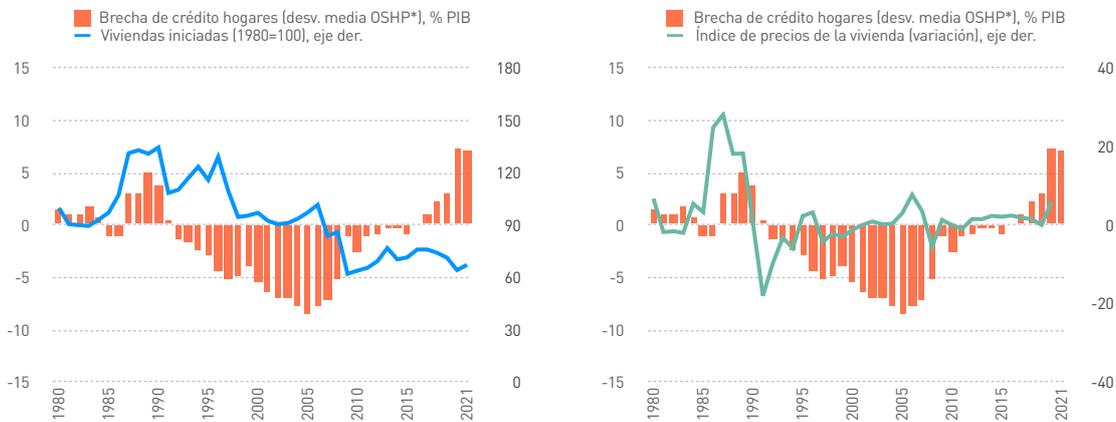
situaban en un -0,1%, y actualmente se encuentra en un 0%. Los tipos de interés interbancarios, por su parte, se situaban, al cierre de 2021, en un 0,07%, 0,14% y 0,16%, a 3, 6 y 12 meses, respectivamente. Históricamente, los tipos de interés se mantuvieron a niveles discretos durante el período 2001-2005. A partir de 2006 crecieron, llegando a situarse en torno al 1% entre 2006-2008. Posteriormente, los tipos decrecieron progresivamente, hasta llegar a los discretos niveles actuales. En cuanto a los tipos de interés de bonos soberanos, a principios del siglo mantenían una alta volatilidad, hasta 2007, cuando empezaron a descender paulatinamente hasta entrar en

valores negativos. A partir de entonces, los niveles se han mantenido negativos, en torno al 0,15% (2 años), y cercanos al 0% (5 años). Sin embargo, es destacable reseñar que, en 2022, los bonos a 5 años han crecido hasta un 0,2%, manteniéndose constantes los siguientes dos trimestres.

Brecha de crédito a los hogares

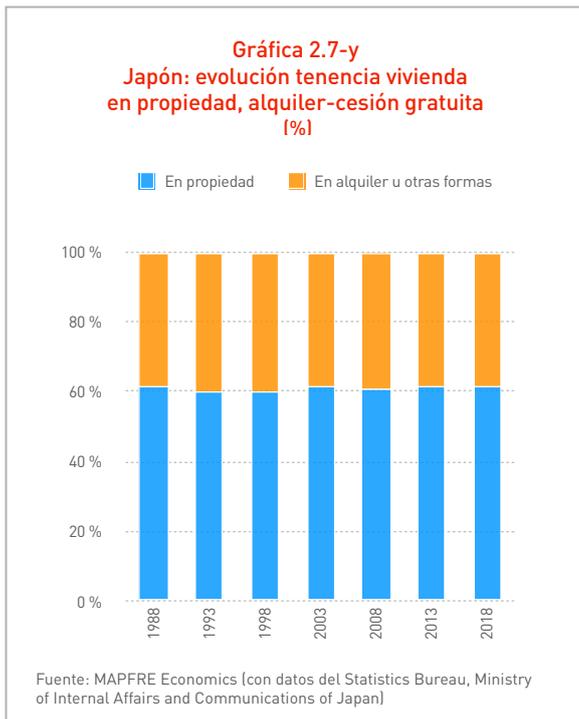
En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, el patrón en Japón es singular. En este sentido, puede distinguirse un primer período, de 1986 a 1989, en el que el volumen de

Gráfica 2.7-x
Japón: brecha de crédito a hogares

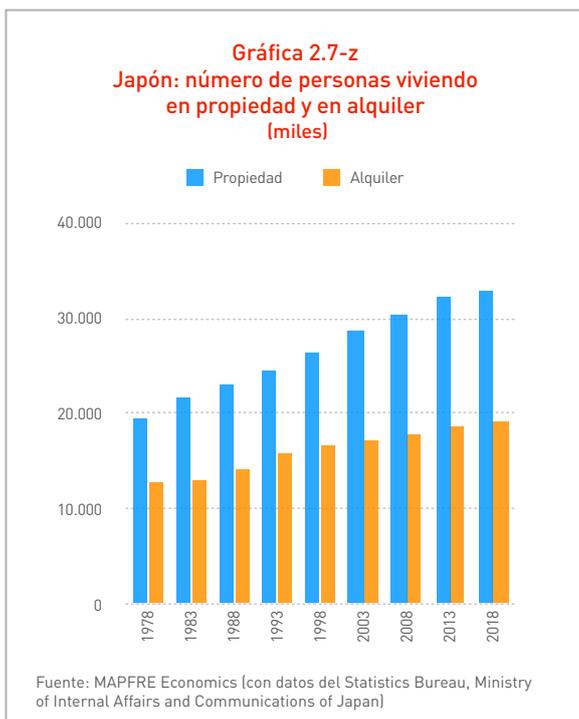


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS, Oxford Economics y Haver Analytics)

* OSHP = One Sided Hodrick-Prescott



la deuda de los hogares en porcentaje del PIB se encontraba significativamente por encima de su media de largo plazo. Posteriormente, se observa un segundo período, tras el estallido de la profunda crisis inmobiliaria vivida en Japón en la década de los noventa del siglo pasado y hasta el año 2006, en el que la brecha de crédito es negativa (con un porcentaje de crédito sobre el PIB por debajo de su media de largo plazo),



aumentando progresivamente. Finalmente, hay un tercer período a partir de entonces, en el que crédito comienza a acercarse a su media de largo plazo, presentando a partir de 2015 una brecha positiva. Este patrón de comportamiento del crédito a los hogares se vio reflejado tanto en el número de viviendas nuevas iniciadas, que desde principios de los años noventa presenta una larga tendencia decreciente, como en los precios que, desde la caída de los noventa, no han terminado de recuperarse (véase la Gráfica 2.7-x).

Alquiler residencial

El régimen de tenencia de vivienda en Japón continúa en una senda relativamente estable, la cual lleva cursando desde hace décadas. Los datos oficiales del censo quinquenal del gobierno japonés revelan que un 61,2% de japoneses vive en una vivienda en propiedad, mientras que el 38,8% vive en alquiler u otras formas de residencia. Estas cifras son muy similares a las recogidas en el 1978 y se mantienen estables desde entonces (véase las Gráficas 2.7-y y 2.7-z). Esta predominancia del régimen de propietarios, aparte de deberse a factores culturales, también halla su causa en el esfuerzo público del gobierno japonés durante la postguerra que, como ya se ha comentado previamente, estimuló la oferta inmobiliaria y el acceso a la vivienda a familias de ingresos bajos y medios.

Japón en el ranking del IPIA

Finalmente, cabe señalar que Japón ocupa el puesto 43 en el ranking del *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)*; índice sintético calculado por MAPFRE Economics para un universo de 43 países (véase la Tabla 4.2-b).

Dentro de los distintos componentes que se ponderan para calcular el indicador, todos ellos contribuyen a retrasar la posición de Japón, tanto los factores económicos y demográficos como la sensibilidad del negocio asegurador ante variaciones en la renta disponible (véase la Tabla 4.2-a). La población de Japón, en 2023, es de 123,3 millones de habitantes y se encuentra en una senda decreciente, lo que podría llevarla a los 73,6 millones para finales de siglo, según las últimas estimaciones de Naciones Unidas¹⁰⁵.

2.8 Corea del Sur

Introducción

La población estimada de Corea del Sur en 2023 es de 51,8 millones de habitantes y, de acuerdo con las últimas previsiones de las Naciones Unidas¹⁰⁶, la población de ese país se encuentra en una senda decreciente, con una pendiente más pronunciada desde mediados de siglo, lo que podría llevarla a los 24,1 millones para finales de este siglo (véase la Gráfica 2.8-a). Por otra parte, el análisis de la formación bruta de capital en vivienda en relación con el PIB muestra dos periodos diferenciados. El primero de ellos, que va desde 1980 y hasta principios de los años noventa, presenta una tendencia creciente que alcanzó su punto culminante en 1992, con un porcentaje del 10,5%. Y en el segundo, que se presenta a partir de entonces, indica una senda decreciente, con un mínimo en 2012 del 3,1%, hasta los niveles actuales en torno al 5% (véase la Gráfica 2.8-b).

Análisis de indicadores relevantes para el desarrollo de la actividad aseguradora

Parque de viviendas y nueva construcción

Parque de viviendas

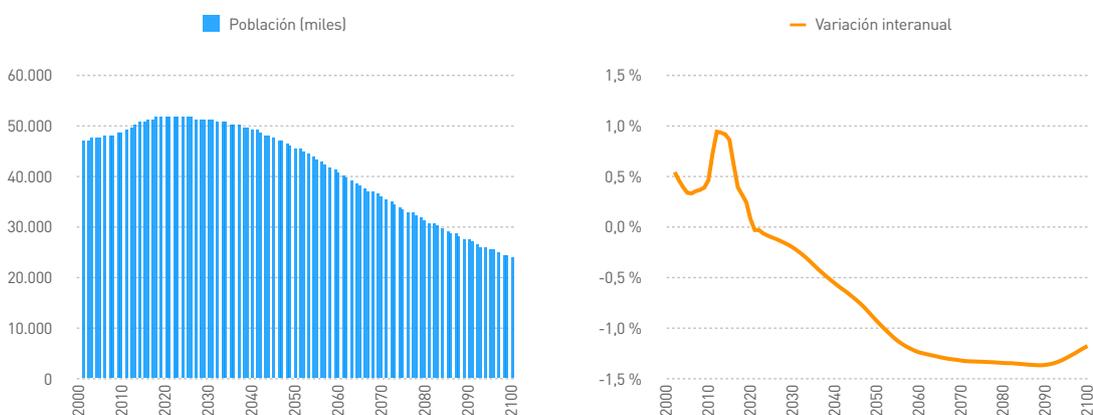
Según el censo de población y vivienda de 2021, en ese año el número de viviendas en Corea del Sur ascendió a 18.811.627 unidades, con un

aumento del 1,5% (285.783 unidades) respecto a 2020. Los apartamentos ascienden a 11,95 millones de unidades, lo que supone el 63,5% del total de viviendas, con un incremento del 2,5% con respecto a 2020 (véase la Gráfica 2.8-c). Por distritos administrativos, las viviendas de los Dong (barrios) representaron el 77,9% (14,66 millones de unidades) del total, las de los Myeon (municipios más rurales) representan el 11,2% (2,11 millones de unidades) y las de los Eup (villas) representaron el 10,8% restante (2,04 millones de unidades).

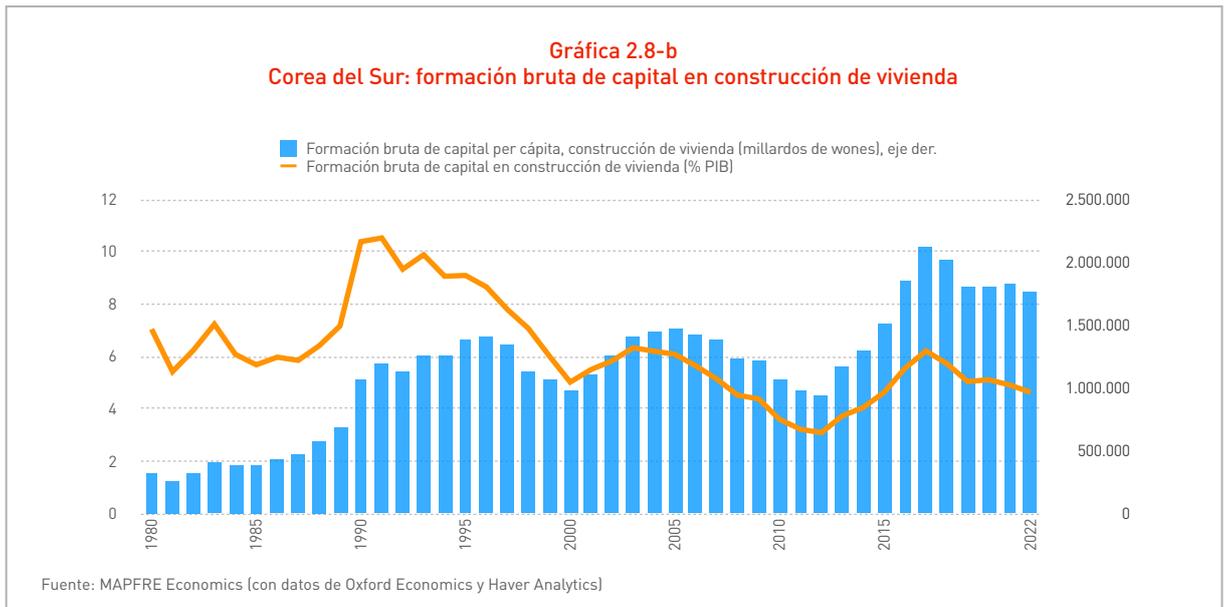
El ratio de oferta de viviendas es la medida más popular de la política de vivienda de Corea del Sur y se define como la relación entre el número de viviendas y el número de hogares. Este indicador ha aumentado de manera significativa desde 1990, ya que el ritmo de incremento del parque de viviendas ha superado al crecimiento de los hogares y a principios de la década de 2000 había casi tantas viviendas como hogares en el país¹⁰⁷. En 2008 el ratio de oferta de vivienda superó el 100%, y ha ido aumentando paulatinamente hasta alcanzar el 103,6% en 2020.

Un hito en la política de vivienda de Corea del Sur, que permitió la rápida expansión del parque de viviendas, fue el plan nacional de vivienda puesto en marcha por el gobierno en 1988, denominado Two Million Housing Drive (TMHD), para la construcción de dos millones de nuevas viviendas durante el periodo 1988-1992. El plan contó con la participación de

Gráfica 2.8-a
Corea del Sur: evolución poblacional
(población, miles; variación interanual, %)



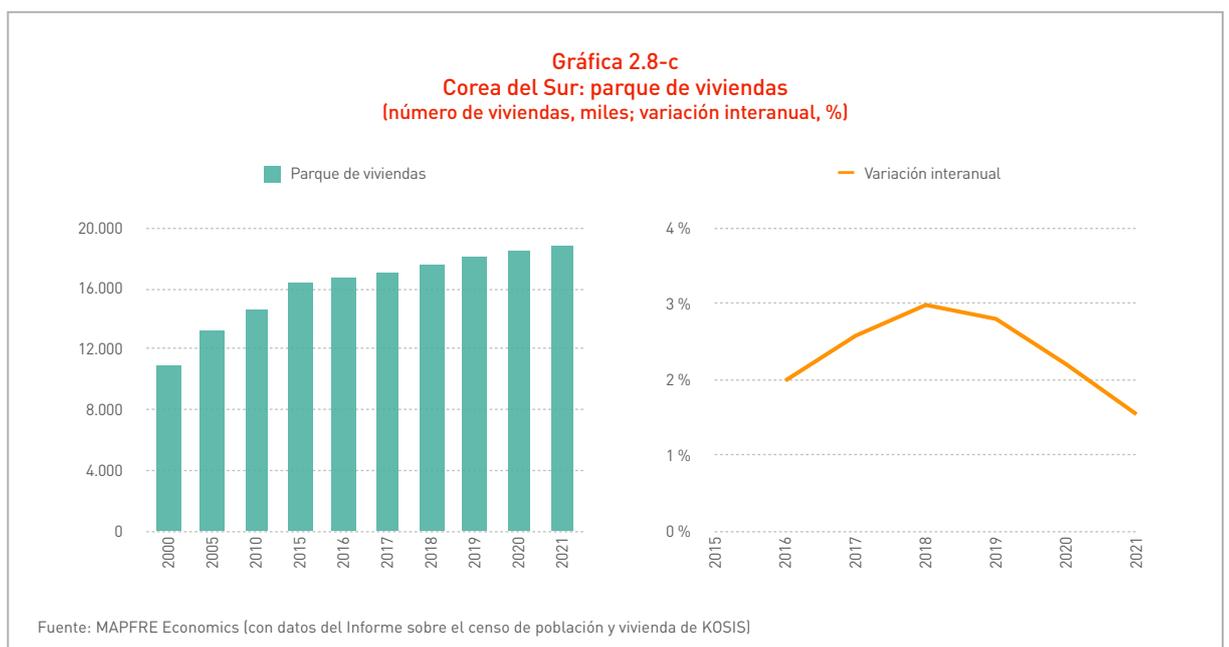
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de las Naciones Unidas)



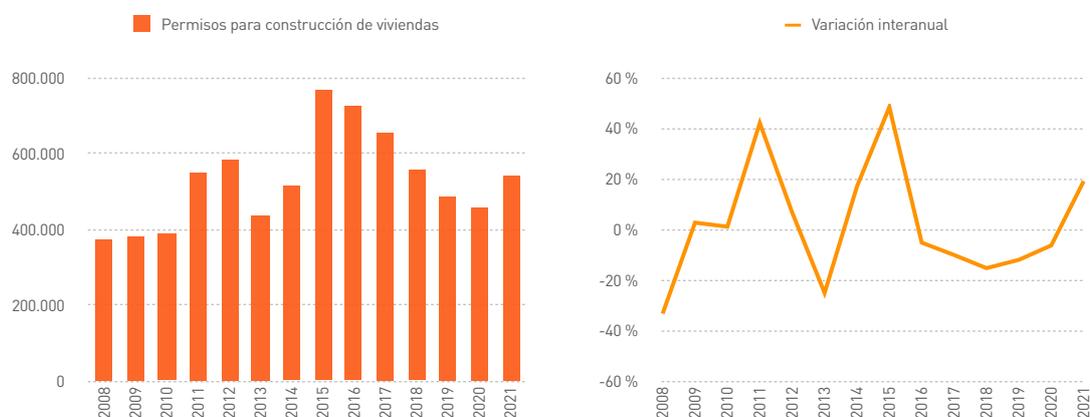
los sectores público y privado e incluía la construcción de cinco nuevas ciudades en los suburbios de Seúl. Entre otros aspectos, esta campaña sirvió para superar la grave escasez de viviendas, para proporcionar viviendas públicas de alquiler a los hogares más vulnerables, y ayudó a estabilizar los precios inmobiliarios al aumentar la oferta de nuevas viviendas a gran escala y mejorar la calidad del parque inmobiliario¹⁰⁸.

El gobierno de Corea del Sur ha anunciado que flexibilizará las regulaciones sobre desarrollo y reconstrucción urbanas para proporcionar 2,7 millones de viviendas en todo el país durante

los próximos cinco años e impulsará la oferta de viviendas liderada por el sector privado. Se trata de un plan presentado en agosto de 2022 en una reunión ministerial relacionada con bienes raíces presidida por el viceprimer ministro y ministro de Economía y Finanzas. El gobierno anterior había introducido una serie de medidas y regulaciones para disuadir la compra especulativa de viviendas y frenar los precios desbocados. De las viviendas previstas, 520.000 de estas se proporcionarán a través de proyectos de desarrollo y reconstrucción dirigidos por el gobierno en las ciudades, 880.000 viviendas públicas estarán disponibles en áreas metropolitanas, y se ofrecerán 1,3 millones de vivien-



Gráfica 2.8-d
Corea el Sur: permisos de construcción para viviendas
 (número de permisos construcción; variación interanual, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Ministry of Land, Infrastructure and Transport. Korea Housing Survey)

das a través de programas de desarrollo del sector privado¹⁰⁹.

Construcción y venta de viviendas nuevas

Después de cinco años consecutivos de descensos en la concesión de permisos para la construcción de viviendas, en 2021 aumentaron un 19,2% respecto al año anterior, hasta los 545.400 permisos. No obstante, estos datos son muy inferiores a los 765.328 permisos concedidos en 2015, la cifra más alta desde 2008. A partir de esa fecha, el número de permisos comenzó a descender, aunque manteniendo cifras muy elevadas, hasta situarse en 457.514 en 2020, marcando un mínimo de los últimos años y coincidiendo con el año de irrupción de la pandemia. En 2021, este parámetro se recuperó y, en los nueve primeros meses de 2022, el número de licencias para la construcción de viviendas sigue creciendo, hasta superar en un 5,9% los datos de septiembre de 2021 (véase la Gráfica 2.8-d).

Evolución de los seguros vinculados al hogar

Las compañías que operan en seguros de No Vida en Corea del Sur gestionan las siguientes líneas de seguros: incendio, marítimo, automóvil, fianza, accidentes, rentas, seguros a largo plazo¹¹⁰, planes de pensiones y seguro directo en el extranjero. El seguro a largo plazo y automóviles son los ramos con mayor cuota de mercado, el 54,6% y 18,9%, respectivamente.

Las primas emitidas del seguro de incendio en 2021 ascendieron a 318 millardos de wones (278 miles de dólares), un 15,3% más que en 2020¹¹¹.

Las compañías aseguradoras de No Vida ofrecen productos de incendios y responsabilidad civil para hogares, comercios y empresas con coberturas de incendio, robo, daños a la propiedad, responsabilidad civil, interrupción de negocio y lesiones personales. Cubren también los daños garantizados por fraude financiero de telecomunicaciones y fraude de transacciones directas por internet o los costes de reparación de averías de electrodomésticos. Se ofrecen igualmente productos de propiedad integrados que cubren no solo los riesgos de daños patrimoniales y responsabilidad civil de la empresa, sino también las lesiones y costes ocasionados por los daños a los propietarios y empleados de la empresa.

El mercado asegurador de Corea del Sur ofrece seguros integrales que incluyen respaldo de costes de restauración de edificios o instalaciones (incendio), daños por cierre de comercios, daños por costes legales (civiles y administrativos), costes de vivienda temporal, daños por fraude de internet en centros comerciales, daños por fraude financiero en telecomunicaciones, costes de reparación de averías de electrodomésticos, etc. Las coberturas para el hogar ofrecen protección contra daños a la

propiedad; daños causados por filtraciones en edificios, menaje de casa, mobiliario, instalaciones y desagües; garantía de responsabilidad; compensación por incendios; cobertura de accidentes por lesiones; invalidez después de un lesión, fracturas, quemaduras, dietas de hospitalización por lesiones, etc.; garantía del conductor; subsidios de procesamiento de accidentes automovilísticos, multas, honorarios de nombramiento de abogados, entre otros. Asimismo, los productos de las entidades aseguradoras de ese país cubren daños por explosión y ruptura; daños por derrumbe, hundimiento y deslizamiento de tierra; daños por viento e inundación a edificios especiales; daños por viento e inundación a edificios no especiales, etc.

Respecto a los resultados técnicos del segmento de No Vida, el ratio de siniestralidad fue del 80,7% en 2021, que supone una mejora de 1,6 puntos porcentuales (pp) respecto al ratio del año anterior, mientras que el ratio de gastos alcanzó el 21%, dando como resultado un ratio combinado del 101,7%, 2,6 pp menos que el año anterior. El ramo de incendios, por su parte, obtuvo un ratio de siniestralidad del 60,4%, que supone una disminución de 22,4 pp. respecto a 2020.

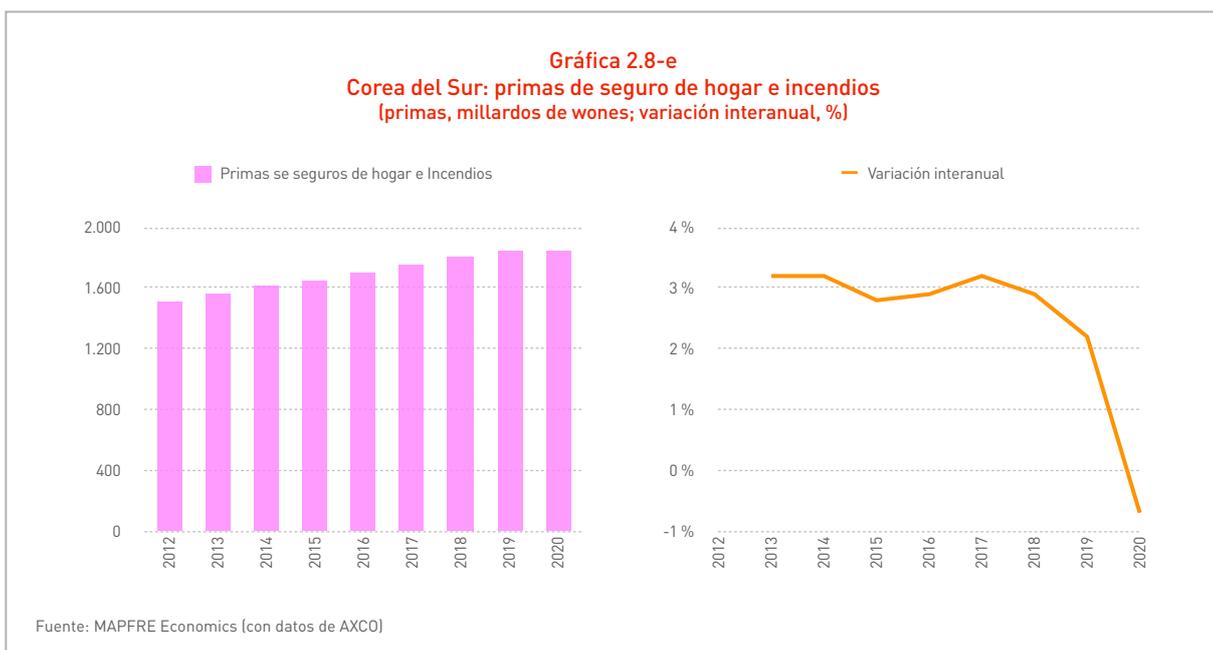
Se estima que la mayoría de las empresas y los hogares en Corea del Sur están infraasegurados¹¹². La penetración de los seguros del hogar es muy limitada, estimándose que solo el 30% de los hogares están asegurados,

aunque es difícil identificar más de un millón de pólizas relevantes en las estadísticas del mercado de seguros. Esto sugeriría un índice de penetración mucho menor, inferior al 10% de los hogares. La mayoría de las pólizas de hogar se suscriben a largo plazo, y parte del atractivo es el elemento de ahorro. El bajo índice de penetración del seguro se debe principalmente a una baja percepción del riesgo. Como se observa en la Gráfica 2.8-e, las primas emitidas en 2020 del ramo hogar y de incendio ascendieron a 1.839,5 millardos de wones (1.558 millones dólares), lo que supone una cuota de mercado del segmento de No Vida del 10,8% y una relación primas/PIB del 0,1%, penetración que se ha mantenido invariable desde 2012.

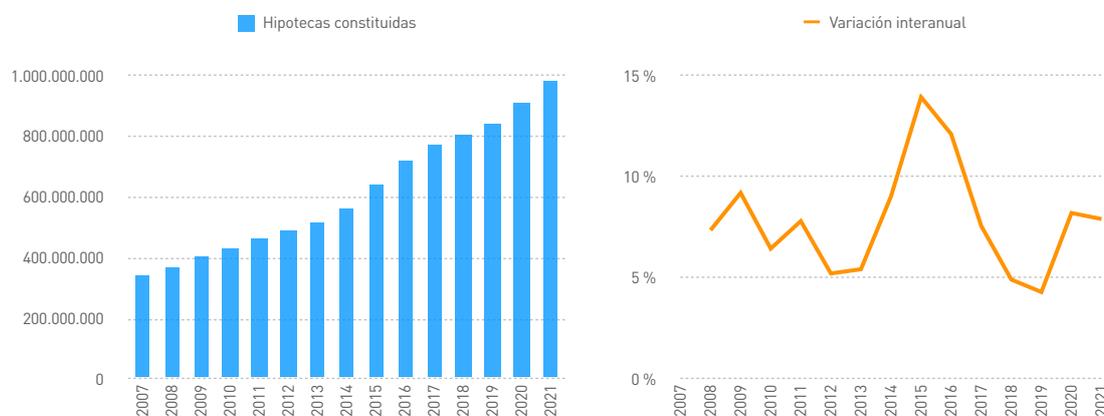
Por último, cabe destacar que el seguro todo riesgo contratista (Contractors' All Risks, CAR) cubre tanto la construcción nacional como los proyectos de construcción en el extranjero de contratistas coreanos. En 2020, el negocio de ingeniería generó un importe en primas de 298,7 millardos de wones (253 millones dólares), con una cuota del 0,3% de las primas de No Vida¹¹³.

Saldo hipotecario y nuevas hipotecas constituidas

Al finalizar 2021, el importe de préstamos hipotecarios constituidos por parte del sector privado alcanzó la cifra de 984,5 billones de wones, el 52,8% del total de préstamos de los



Gráfica 2.8-f
Corea del Sur: hipotecas constituidas sobre el total de fincas
 (hipotecas constituidas, millones de wones; variación interanual, %)



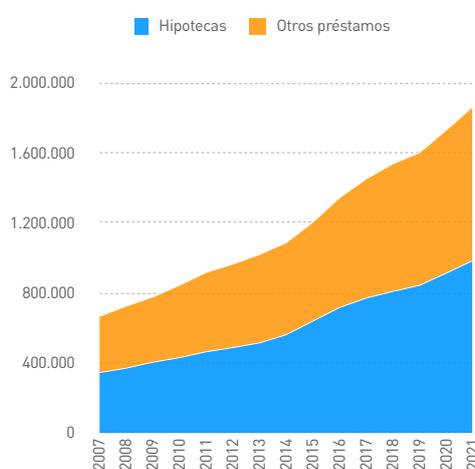
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de HOUSTAT House Finance Statistics)

hogares. Este importe supone un incremento del 7,9% respecto a 2020 (véase la Gráfica 2.8-f). Con datos al tercer trimestre de 2022, el monto total de los préstamos hipotecarios se situó en 1.007,9 billones de wones, lo que representa el 53,9% del crédito total de los hogares, con un aumento del 3,7% respecto al mismo periodo del año anterior. El aumento de los tipos de interés ha incrementado la carga de la deuda de los hogares. De ese importe, los bancos comerciales y especializados prestaron 637 billones, con un alza del 2,8% respecto a septiembre de 2021, las sociedades de depósito no bancarias 111,3 billones (+9,4%) y otras instituciones financieras (incluidas las empresas de seguros) 258,9 billones (+3,7%). En las últimas décadas, el segmento de crédito a los hogares que ha tenido más rápido crecimiento han sido las hipotecas, impulsadas principalmente por el aumento de los precios inmobiliarios.

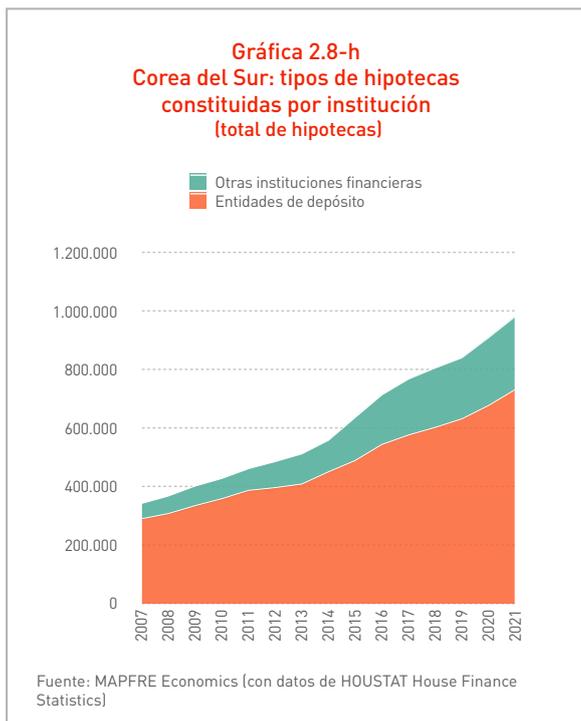
Ahora bien, si se incluyen los 194,5 billones de préstamos para vivienda en manos de la Corporación de Financiación de la Vivienda de Corea (Korea Housing Finance Corporation, KHFC) y del Fondo de Vivienda y Urbano (Housing and Urban Fund), el importe total de las hipotecas ascendió a 1.179 billones de wones al finalizar 2021 y a 1.209,4 billones de wones en el tercer trimestre de 2022 si sumamos los 201,5 billones prestados por dichas instituciones.

Por otra parte, al analizar las hipotecas constituidas en el período 2017-2021 por tipo de institución (véanse las Gráficas 2.8-g y 2.8-h), se observa que han aumentado los préstamos otorgados por todas ellas, bajando el ritmo de crecimiento en los dos años anteriores al comienzo de la pandemia, para aumentar el dinamismo ese año y moderarse nuevamente en 2021. Los bancos son los principales prestamistas de hipotecas, con una cuota de mercado del 64% a finales de 2021, seguidos

Gráfica 2.8-g
Corea del Sur: tipos de créditos
 concedidos a hogares
 (total de créditos)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de HOUSTAT House Finance Statistics)



por otras instituciones financieras, como las compañías de seguros, con una cuota del 25%. El resto de los prestamistas hipotecarios del mercado son entidades no bancarias, como cooperativas o cajas de ahorros, que tienen una cuota del 11%. A lo anterior hay que añadir las hipotecas constituidas por la Corporación de Financiación de la Vivienda de Corea y el Fondo de Vivienda y Urbano, las cuales son las que han obtenido un mayor incremento en el periodo analizado (37,6%), seguido de otras instituciones financieras (30,5%), y de las instituciones de depósitos (bancos y otras instituciones no bancarias) con el 27%. Las compañías de seguros representan el 25% de los préstamos totales a los hogares realizados por otras corporaciones financieras no bancarias.

En 2021, el índice de precios de las transacciones inmobiliarias de viviendas aumentó a gran escala en la mayoría de las regiones, registrando un incremento del 9,9% respecto a 2020. En particular, el área metropolitana de Seúl presentó un elevado aumento de precios del 12,8%, y en Gyenggi e Incheon aumentaron un 16,6% y 16,4%, respectivamente. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2021, la tendencia al alza de los precios se moderó un poco en general.

De acuerdo con el informe anual de la Corporación Financiera de la Vivienda, el precio medio de los apartamentos a nivel nacional superó los 472.700 dólares a finales de 2021, registrando un incremento interanual de 81.800 dólares. Por regiones, en las áreas metropolitanas, el precio medio subió a 700.000 dólares a finales de 2021, lo que supone un incremento de 118.200 dólares respecto al año anterior. En las cinco ciudades metropolitanas, el precio aumentó de 254.500 a 310.000 dólares, mientras que en las ocho provincias el precio subió de 145.500 a 172.700 dólares.

Después de varios años de ininterrumpido incremento, los precios del mercado inmobiliario de Corea del Sur han comenzado a mostrar signos de agotamiento a principios de 2022, cuando el índice de precios de venta de viviendas a nivel nacional, publicado por la Junta de Bienes Raíces de Corea, se estabilizó en el 104,8 de febrero a julio de 2022, cayendo paulatinamente a partir de ese mes hasta el 101,7 del mes de noviembre. El aumento de los tipos de interés antes mencionado y el endurecimiento de las condiciones de los préstamos hipotecarios han ejercido presión sobre los consumidores de Corea del Sur, que tienen una relación entre la deuda de los hogares y el PIB del 104,9% al finalizar marzo de 2021, según datos del Banco de Corea, superando con creces la media de los 30 principales países en términos de PIB nominal (63,2% en 2020). Cabe señalar que, en la rueda de prensa del mes de septiembre de 2022 sobre la situación de estabilidad financiera del país¹¹⁴, la Oficina de Estabilidad Financiera indicó que los precios de venta de la vivienda han bajado recientemente debido a la percepción de sobrevaloración de los precios de la vivienda y al debilitamiento de las expectativas de subidas de precios tras el aumento de los tipos de interés de los préstamos, mientras que el número de ventas de viviendas está disminuyendo. Al subir el tipo de interés de referencia del Banco de Corea, el tipo de interés de los préstamos hipotecarios ha seguido una tendencia al alza tras el primer semestre de 2021. A finales de 2021, el tipo de interés medio ponderado de los préstamos de los bancos de depósito subió 1,04 pp respecto al año anterior, hasta el 3,63%.

Evolución de los seguros de Vida riesgo

En 2021, Corea del Sur fue el octavo mercado de seguros Vida más grande del mundo, con un índice de penetración (primas/PIB) del 6,2%. Los productos de Vida se dividen en seguros individuales y seguros colectivos, y los seguros individuales se subclasifican a su vez en: protección contra la muerte, que incluye cobertura por enfermedad, accidentes, Vida a término y seguro de Vida entera; seguros de capitales diferidos puros (*pure endowment*), que cubren pensiones y gastos de educación; y el seguro de capitales diferidos (*endowment*), que consiste en un seguro de ahorro con ventajas fiscales y un seguro de Vida universal variable.

En 2021, las primas del seguro de Vida ascendieron a 118.849 millardos de wones (100,6 millardos de dólares), lo que supone un descenso del -0,6% respecto a 2020. El segmento de Vida individual acumula el 79% de las primas y los seguros colectivos (seguros generales de grupo y planes de pensiones) el 21% restante. Los productos de tipo protección (seguros para caso de fallecimiento y salud) tienen la cuota más alta dentro de los seguros de Vida individuales, con un 48,6% (véase la Gráfica 2.8-i), frente a los seguros de capitales (26,5%) y seguro de capitales diferidos puros (24,9%)¹¹⁵.

Una característica de la industria aseguradora coreana es el alto porcentaje de las reservas técnicas de las aseguradoras que se invierten en préstamos. A fines de 2021, las aseguradoras de No Vida tenían el 22,4% de sus activos totales invertidos en préstamos y las compañías de Vida el 15,6%. En 2022, las principales compañías de seguros de Corea del Sur compiten con los bancos comerciales al lanzar productos de préstamos hipotecarios con un vencimiento de hasta 40 años. Al extender la fecha de vencimiento, la cantidad de capital e interés anual se reduce, lo que da como resultado una reducción del índice de servicio de la deuda (DSR), que en el caso de las compañías de seguros es del 50%, 10 pp más que los bancos.

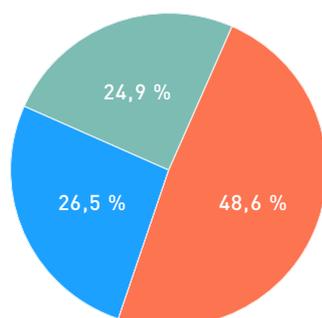
Hipoteca inversa

Con datos de la House Finance Statistics (HOUSTAT) se observa cómo el mercado de las hipotecas inversas en Corea del Sur ha ido creciendo de forma ininterrumpida en el mercado hipotecario surcoreano, representando para el año 2021 en torno al 8,4% sobre el volumen total de hipotecas constituidas. Desde su implantación, el crecimiento ha sido muy rápido (tasas superiores al 100% al inicio) y aunque es evidente una tendencia decreciente por un simple efecto base, en los últimos años se ha mantenido en tasas superiores al 10%, alcanzando en 2021 un crecimiento interanual 12,9% respecto a 2020 (véase la Gráfica 2.8-j).

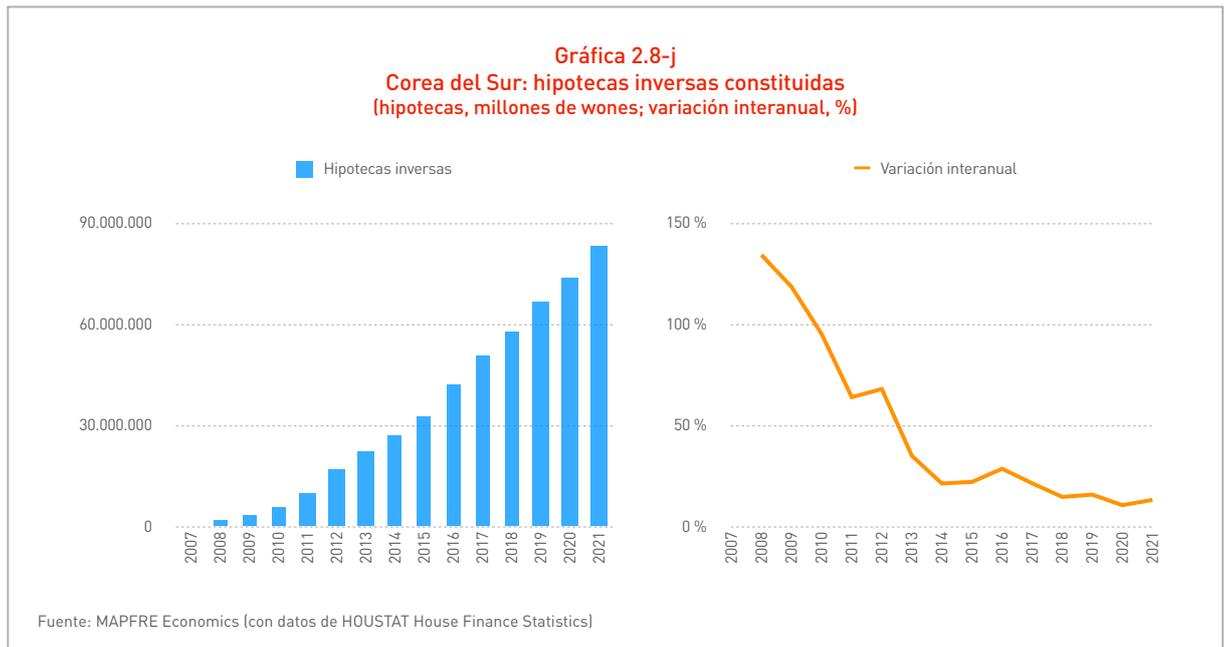
Es de destacar que, en 2017, el gobierno coreano, a través de la Korea Housing Finance Corporation (KHFC), implementó para sus ciudadanos un programa de hipoteca inversa garantizado por el gobierno (Korean Home Pension), disponible para personas mayores (o su cónyuge) de 55 años o más, con un valor total declarado de la vivienda igual o superior a una determinada cuantía (818.200 dólares en 2021). Este programa también está abierto a quienes posean dos viviendas con un valor total declarado superior a esa cantidad, a condición de que vendan la vivienda no residencial en un plazo de tres años. En el marco del programa, el beneficiario tiene garantizada la residencia vitalicia en su vivienda y pagos mensuales a cambio de aportar su casa como garantía. El programa es bastante flexible, porque se permite retirar una parte del préstamo para afrontar gastos médicos u otros imprevistos debidamente justificados. En el programa

Gráfica 2.8-i
Corea del Sur: seguros de vida individuales:
distribución de primas por ramos
[%]

- Seguros de capitales diferidos puros
- Protección (vida entera, vida a término, salud, etc.)
- Seguro de capitales diferidos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Korean Insurance Research Institute, KIRI)



Korean Home Pensión se aplica un tipo de interés variable y los suscriptores pueden elegir entre varias modalidades, con tipos de interés más bajos que los tipos hipotecarios del mercado. Además, los prestatarios disfrutan de una serie de ventajas fiscales (descuento del 25% en el impuesto sobre bienes inmuebles, así como una deducción fiscal por el pago de intereses, entre otras).

En el programa de hipoteca inversa se tienen varias opciones de pago, las cuales se clasifican *por tipo propiedad, por tipo de propiedad modificada y por tipo a plazo*. La modalidad *por tipo propiedad*, les permite recibir pagos mensuales fijos sin posibilidad de retirada de efectivo durante toda su vida. En el caso de la modalidad *por tipo de propiedad modificada*, se ofrece una combinación de pagos mensuales y una línea de crédito mensual; esta opción permite, hasta el 50% del préstamo, para retirarlo en cualquier momento y recibir un flujo de pagos mensuales del importe pendiente del préstamo. Y, por último, en la modalidad *por tipo a plazo* ofrece el pago durante un periodo de tiempo determinado (de 10 a 30 años sobre una base quinquenal).

Los suscriptores del Korean Home Pensión pueden recibir pagos mensuales de forma lineal, con pagos altos y bajos, o con incrementos periódicos. Los suscriptores con la opción lineal reciben pagos mensuales iguales de por vida, mientras que los que tienen la opción de pagos altos y bajos reciben

mensualidades más altas que los de la opción lineal durante un periodo determinado (3, 5, 7 o 10 años a elección del suscriptor). La opción de pago lineal está disponible para todos los tipos de pago, pero la opción de incremento periódico y de pagos altos y bajos sólo está disponible para los abonados del tipo de propiedad o del tipo de propiedad modificada.

Una de las razones del éxito de la comercialización de la hipoteca inversa en Corea del Sur respecto a otros mercados similares, es que las hipotecas inversas se han diseñado como un producto financiero utilizándose coberturas con opciones de tipo europeo, es decir las hipotecas inversas coreanas tienen una estrategia denominada *“straddle”*, que proporciona una estrategia de cobertura para los consumidores, siendo un producto atractivo para los prestatarios, ya que pueden recibir un flujo de efectivo regular para cubrir los gastos de subsistencia sin verse afectados por el riesgo de mercado, como las variaciones del precio de la vivienda. En concreto, los prestatarios no tienen que devolver nada dentro de este régimen, aunque el importe total prestado supere el precio de la vivienda, lo que se denomina *préstamo sin recurso*. Además, si el precio de la vivienda es superior al saldo total pendiente, los herederos pueden heredar la casa y disponer del valor del activo para ayudar a devolver el saldo del préstamo. Asimismo, la implicación pública como garante para la concesión de estos préstamos hipotecarios, a través de entidades financieras

del país, ha animado a su población más envejecida a contratar este producto.

Instrumentos de inversión inmobiliaria para las carteras de inversión de las entidades aseguradoras

La creación de la Corporación Nacional de la Vivienda (Korea Housing Corporation) en 1962 y el Banco de la Vivienda de Corea (Korea Housing Bank) en 1969, puede considerarse como el comienzo de la financiación institucional de la vivienda en Corea del Sur. Posteriormente, en 1981, se creó el Fondo Nacional de la Vivienda para facilitar la obtención y el suministro de fondos destinados a apoyar la adquisición de viviendas por parte de los ciudadanos. El fondo era administrado por el Banco de la Vivienda de Corea y se financiaba con los Bonos Nacionales de Vivienda, depósitos del Plan de Suscripción de Vivienda, subvenciones directas del gobierno, fondos de lotería y otros. Si bien el fondo se creó para financiar viviendas de renta baja, cada vez más proporcionó financiación complementaria. Estas instituciones dominaron el mercado de financiación de la vivienda hasta el estallido de la crisis financiera asiática de 1998, y fue en la segunda mitad de la década de 1990, tras la liberalización financiera, cuando se estableció un sistema de financiación de la vivienda basado en el mercado.

Más recientemente, el Fondo Nacional de Vivienda y Urbanismo (NHUF) reajusta las funciones del Fondo Nacional de la Vivienda y su función no se limita a brindar viviendas estables a todas las personas, sino que se ha ampliado para apoyar la regeneración urbana. En 2014, la Corporación de Garantía Urbana y de Vivienda de Corea fue designada institución exclusiva para gestionar el funcionamiento del Fondo Nacional Urbano y de la Vivienda.

Por otra parte, en 1999, se creó la Korea Mortgage Corporation (KoMoCo) y en abril de 2000 KoMoCo emprendió su primera titulización de préstamos hipotecarios concedidos por el Fondo Nacional de la Vivienda, con el apoyo técnico de instituciones de inversión extranjeras. En 2004, KoMoCo fue transferida a la Corporación de Financiación de la Vivienda de Corea (KHFC), por lo que la KHFC ha sido responsable de la estructuración de préstamos hipotecarios públicos y de la emisión de valores desde entonces. La KHFC es una institución pública creada en 2004 que tiene como objetivo

promover la oferta estable y a largo plazo de financiación de la vivienda y contribuir así al bienestar de la población y al desarrollo de la economía nacional. Trabaja en cuatro áreas de negocio principales. Primero, en la provisión de hipotecas públicas: emite MBS y MBB, valores y bonos con hipotecas como activos subyacentes para financiar sus hipotecas públicas a largo plazo, a tipo fijo y amortizables. Segundo, en la emisión de valores y bonos respaldados por hipotecas (MBS y MBB) respaldados por préstamos hipotecarios adquiridos a instituciones financieras. Tercero, en la provisión de garantías de crédito para la financiación de la vivienda, ofreciendo garantías de crédito a inquilinos individuales y compradores de viviendas, así como a promotores inmobiliarios. Y, cuarto, ofreciendo a las personas mayores de 55 años garantías para la Pensión Hogar Coreana, el programa de hipotecas inversas.

En el mercado de la titulización, la hipoteca residencial es uno de los activos subyacentes más importantes. Las instituciones financieras, incluidos los bancos, venden esas hipotecas a la KHFC, quien registra en la Comisión de Servicios Financieros (FSC) el plan de titulización, transferencia y fideicomiso de las hipotecas compradas. Con estas hipotecas como activos subyacentes, KHFC emite valores respaldados por hipotecas (MBS) o bonos respaldados por hipotecas (MBB) a inversores en el mercado de capitales. Luego, los MBS y MBB se venden a inversores en el mercado de capitales, y los ingresos de las ventas van a las instituciones financieras de origen. Para proteger a los inversores, la FSC divulga en línea los detalles de las hipotecas cuyo plan de titulización, ventas y fideicomiso fueron registrados por KHFC. Como KHFC es una organización patrocinada por el gobierno, los valores emitidos por KHFC son MBS de agencia pública que están garantizados por el gobierno. KHFC garantiza el pago del principal de los MBS, y la mejora crediticia de KHFC está respaldada por el gobierno.

El mercado de MBS en Corea del Sur ha crecido de forma espectacular desde mediados de la década de 2000. Uno de los aumentos más notables se produjo en 2015, cuando la emisión de MBS aumentó un 285%, muy relacionado con las políticas de vivienda del gobierno que trataron de promover el mercado hipotecario de viviendas con garantía del gobierno. De acuerdo con su informe anual, la KHFC emitió

regularmente MBS 26 veces por un importe combinado de unos 31.300 millones de dólares en 2021. A medida que el gobierno adoptó medidas más estrictas contra el creciente endeudamiento de los hogares, se endurecieron los requisitos de elegibilidad para los préstamos hipotecarios.

Sin embargo, con el fin de financiar la oferta de hipotecas públicas para grupos financieramente vulnerables, KHFC mantuvo estable el volumen de emisión de los MBS. A finales de 2021, el importe acumulado de emisión y el saldo vivo de los MBS de la KHFC alcanzaron aproximadamente los 317.000 millones de dólares y 134.100 millones de dólares, respectivamente, convirtiéndose en los principales bonos nacionales junto con los bonos del Tesoro. En particular, el 67,7%, o 21.100 millones de dólares de los MBS emitidos en el año, fueron valores a medio y largo plazo con vencimientos de cinco años o más. Entre ellos, la emisión de MBS a superlargo plazo con vencimiento a 30 años, introducida por primera vez en 2020, ascendió a 200 millones de dólares, lo que supone un 450% de incremento interanual, proporcionando financiación estable para las recién introducidas hipotecas públicas a superlargo plazo con vencimiento a 40 años.

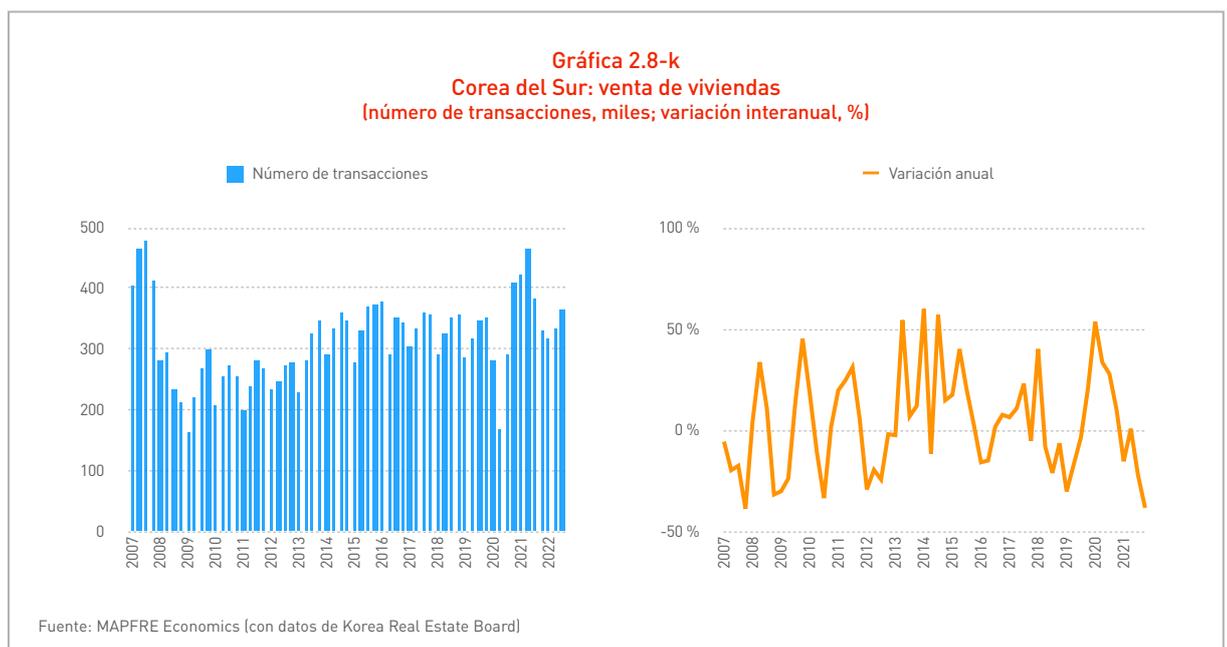
Los bonos cubiertos son bonos emitidos por instituciones financieras con activos de primera calidad, como hipotecas o préstamos al sector público como garantía. Dotados de

un derecho preferente sobre la garantía y un derecho de recurso al emisor, los MBB ofrecen a los inversores una doble protección (doble recurso), lo que permite un flujo constante de financiación a bajo tipo de interés. Desde 2010, la KHFC ha captado un total de 7.900 millones de dólares mediante la emisión de 12 rondas de bonos garantizados denominados en divisas, diversificando así sus fuentes de financiación.

Transacciones inmobiliarias, precios de la vivienda y tipos de interés hipotecarios

Transacciones inmobiliarias

El número de transacciones inmobiliarias realizadas en Corea del Sur en 2021 alcanzó la cifra de 1.620.781, que supone un descenso del -19,8% respecto a 2020; datos que contrastan con el importante incremento del 28,8% que se produjo ese año (véase la Gráfica 2.8-k). Del total de transacciones, 193.003 se realizaron en Seúl, lo que representa el 11,9% del total. Hay que tener en cuenta que, en 2020, el gobierno implementó una serie de medidas de estímulo económico en respuesta a la pandemia de Covid-19 que impulsaron el mercado inmobiliario y crediticio. A su vez, este incremento en la compra de viviendas ha producido un significativo incremento de su precio, especialmente en Seúl que, unido al sucesivo incremento de precios de los años anteriores, ha centrado la atención de los responsables políticos en frenar el crecimiento del endeudamiento de los hogares.



El alto nivel de deuda de los hogares de Corea del Sur ha sido considerado como un factor de riesgo importante para la economía del país, dada su relación relativamente alta con el PIB.

En un análisis de medio plazo (2013-2020) se puede observar que el sector inmobiliario de Corea del Sur ha mantenido un comportamiento casi siempre ascendente. Tras una escalada de precios durante 2002-2007, se produjo un periodo de estancamiento de 2009 a 2012 debido a la crisis financiera mundial, empezando la recuperación a partir de 2013. Para paliar los efectos de la crisis, la política del gobierno se dirigió a estimular el mercado mediante la desregulación y la flexibilización de la fiscalidad, y aumentó la oferta en dos sentidos: en el centro de las ciudades se designaron zonas para nuevos desarrollos, y en la periferia se liberó una pequeña fracción de terreno del cinturón verde para albergar viviendas públicas¹¹⁶.

De 2017 a 2019, la política gubernamental sobre la vivienda se ha dirigido a evitar la especulación en algunas áreas sobrecalentadas o propensas a burbujas inmobiliarias y a estabilizar los precios de la vivienda. Para ello, se ajustaron los índices relación préstamo-valor (*loan to value*, LTV) y deuda-ingresos (*debt to income*, DTI) en varias ocasiones. Además, se establecieron restricciones a la concesión de crédito hipotecario en función del número de viviendas en propiedad y en áreas especulativas. Respecto a los alquileres, se pusieron límites a la hora de otorgar garantías públicas en el depósito de alquiler (llamado *jeonse*) para viviendas de altos precios.

Con objeto de minimizar la presión sobre la economía y el mercado crediticio, y mantener la inflación bajo control, el Banco de Corea ha elevado su tipo de interés base en nueve ocasiones desde agosto de 2021, hasta alcanzar el 3,25% en noviembre de 2022. Este aumento ha afectado al mercado inmobiliario, donde, según datos de la Korea Real Estate Board, las transacciones de vivienda han alcanzado un volumen de 713.000 unidades hasta el mes de octubre de 2022, lo que supone una disminución del 49,4% respecto al mismo período del año anterior (1.407.837 unidades).

Al analizar en 2021 las transacciones inmobiliarias de viviendas por áreas metropolitanas y provincias, se observa que 193.003 las mismas

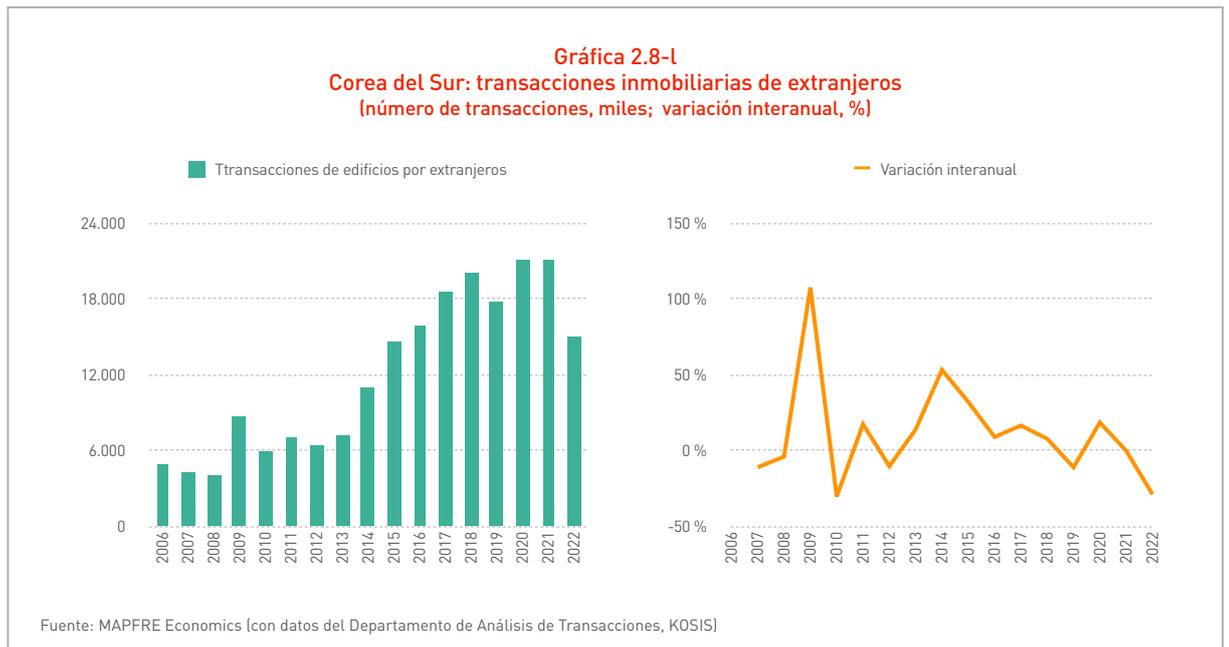
se realizaron en Seúl, lo que representa el 11,9% del total. En lo que se refiere a su comportamiento, al contrario de lo sucedido en 2020, año en el que prácticamente todas ellas registraron incremento de ventas, en 2021 la mayoría muestra descensos en el número de transacciones, destacando los de la ciudad autónoma especial de Sejong (-49,7%) y la ciudad metropolitana de Dae-gu (-40,4%). En el lado opuesto, tuvieron subidas las provincias de Gangwon (11,4%), Chungcheong del Norte (15%), Chungcheong del Sur (15,7%), Gyeongsang del Norte (18,1%), Gyeongsang del Sur (1,4%) y la provincia autónoma especial de Jeju (17,3%).

Transacciones inmobiliarias llevadas a cabo por los extranjeros

La adquisición de propiedades inmobiliarias por parte de extranjeros en Corea del Sur aumentó rápidamente a partir de 1998 con la apertura del mercado inmobiliario nacional. Según la Junta de Bienes Raíces de Corea, hubo 21.033 transacciones relacionadas con viviendas y edificios comerciales por parte de extranjeros en 2021, lo que supone un ligero descenso del -0,1% respecto a 2020, año en el que se produjo un aumento de más del 18% interanual. El descenso está siendo más pronunciado en los 11 meses transcurridos de 2022, donde las transacciones de bienes inmuebles por parte de extranjeros han caído un 24% respecto al mismo periodo del año anterior (véase la Gráfica 2.8-l). Al analizar su evolución, vemos que las transacciones inmobiliarias por parte de los extranjeros han tenido muchas fluctuaciones en el período 2006-2021, con significativos incrementos en 2009 (107,5%), 2014 (53,2%) y 2015 (32,1%), pero también con importantes descensos en 2010 (-30,3%), 2012 (-10,3%) y 2019 (-11%). No obstante, el saldo es muy positivo, con un aumento del 333% en todo el período.

Precios de la vivienda

En cuanto a la evolución de los precios medios de la vivienda en Corea del Sur, la comparativa con la evolución del índice general de precios en una serie desde 1980 muestra que ambos índices siguen una senda creciente, si bien los precios de la vivienda sufrieron un retroceso durante la década de los años noventa. A partir de entonces los precios de la vivienda vuelven a tomar una senda de crecimiento y a partir del

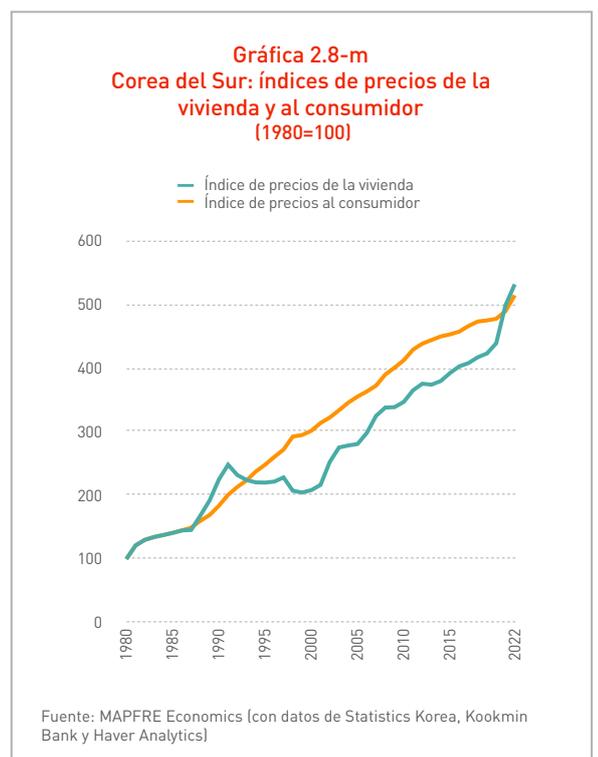


año 2020 se aceleran significativamente (véase la Gráfica 2.8-m). Además de la situación económica, el comportamiento del mercado de la vivienda en Corea del Sur está muy condicionado por la intervención del gobierno, cuyas políticas han influido a lo largo de los años en el desempeño de este sector. La estabilidad de los precios de la vivienda, el control de la deuda de los hogares y proporcionar opciones de vivienda asequible a los hogares de bajos ingresos, han sido una constante en los objetivos del gobierno. Entre sus intervenciones están las regulaciones sobre el uso del suelo, los ajustes en los límites de la relación préstamo-valor (LTV) y deuda-ingresos (DTI), subvenciones a la financiación de la vivienda, fijación de topes de precios en las preventas, cambios en los impuestos y oferta gubernamental de nuevas unidades de vivienda, entre otros.

Una de las herramientas de política pública para lograr el objetivo de la estabilidad de los precios de la vivienda incluye ajustes en los límites de LTV y DTI. El Servicio de Supervisión Financiera (Financial Supervisory Service, FSS) introdujo en 2002 los límites de LTV, que fijó en el 60%, y en 2005 los límites de DTI, que estableció en el 40% para préstamos de compra de viviendas en zonas especulativas, solo si el prestatario es soltero y menor de 30 años, o si está casado y la esposa tiene deudas. Desde entonces, los límites de LTV y DTI se han modificado en numerosas ocasiones, no solo en cuanto a los niveles en sí, sino también en cuan-

to a las zonas y las instituciones financieras a las que se aplican.

A partir de agosto de 2014, con el fin de impulsar el mercado inmobiliario, el gobierno estableció la relación universal de LTV en el 70% y la DTI en 60%, independientemente de la región y el nivel de ingresos. El 2 de agosto de 2017, el gobierno anunció medidas que incluían índices LTV y DTI significativamente más reducidos



para frenar la demanda especulativa en el mercado inmobiliario: se fijaron los índices LTV y DTI al 40% para los compradores de viviendas en Seúl, Busan y otras ciudades importantes, independientemente del tipo de vivienda, el monto y el vencimiento de dichas hipotecas. No obstante, para proteger la demanda real de vivienda, las proporciones de LTV y DTI se relajaron al 50% para compradores de primera vivienda y hogares de bajos ingresos. En diciembre de 2019, la Financial Services Commission (FSC) anunció el endurecimiento de las regulaciones hipotecarias para frenar el sobrecalentamiento de los precios de la vivienda: a las propiedades valoradas en más de 900 millones de wones en las áreas especulativas se aplicaría una relación LTV del 20%, mientras que se seguiría aplicando una relación LTV del 40% para montos de hasta 900 millones de wones. Posteriormente, en febrero de 2020, la FSC revisó la relación LTV y lo redujo al 50% para la compra de viviendas valoradas en hasta 900 millones de wones en las áreas especulativas designadas. Para montos superiores a 900 millones de wones, se aplica una relación LTV del 30%.

Además de las anteriores normas para la concesión de préstamos, el Servicio de Supervisión Financiera introdujo, en 2018, el ratio de servicio de la deuda (DSR) en el sector bancario, que es la relación entre el reembolso total de la deuda de un prestatario doméstico (es decir, los pagos de principal e intereses) y sus ingresos anuales. Se considera una

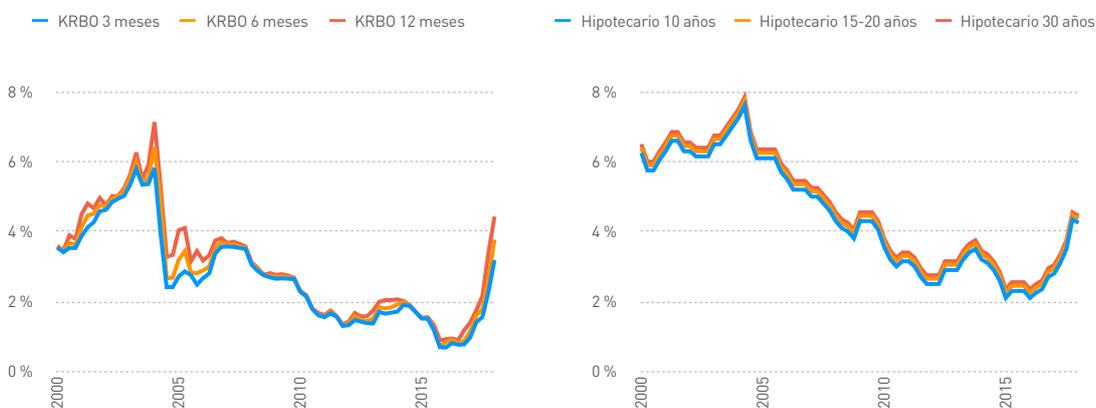
herramienta más eficaz que la relación LTV para frenar el crecimiento de la financiación de la vivienda cuando los precios de la vivienda están subiendo. A partir de 2019, el DSR se aplicó también en el sector financiero no bancario, como cajas de ahorros, aseguradoras y compañías de tarjetas. Las compañías financieras no bancarias, incluidas las compañías de seguros, tienen un índice DSR del 50%, 10 pp más que el de los bancos comerciales.

Tipos de interés hipotecarios

El mercado inmobiliario de Corea del Sur es muy sensible a los cambios en los tipos de interés, ya que tradicionalmente un porcentaje muy alto de los préstamos para vivienda tienen un tipo de interés variable. En la Gráfica 2.8-n se muestra la evolución del tipo de interés interbancario en Corea del Sur desde el año 2004, pudiéndose apreciar un importante repunte en 2022.

Para mejorar la calidad de los préstamos y frenar el ritmo de crecimiento de la deuda de los hogares, el gobierno anunció en 2011 por primera vez la fijación de un ratio objetivo de los préstamos a tipo de interés fijo del 2,1%, elevándolo en años posteriores. En 2014, estableció nuevos objetivos para que los bancos aumentaran la proporción de préstamos de tipo fijo del total de hipotecas hasta el 40% para finales de 2017. En 2016, ese objetivo se elevó al 45% y al 47,5% en 2018. Las autoridades

Gráfica 2.8-n
Corea del Sur: tipo de interés interbancario y tipos de interés hipotecario Bogeumjari [%]



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

financieras fijaron también objetivos para aumentar la proporción de préstamos amortizables (aquellos en los que el prestatario paga tanto el capital como los intereses) que subió hasta el 55% en 2016. La proporción de préstamos a hogares con tipos de interés fijos de los bancos captadores de depósitos (basada en los nuevos préstamos) ha disminuido del 48,4% a finales de 2019 al 31,9% a finales de 2020 y al 20,7% en octubre de 2021¹¹⁷. En la referida Gráfica 2.8-n se muestra igualmente la evolución de los tipos de interés hipotecarios en Corea del Sur desde el año 2004, destacando el repunte que han experimentado en 2022.

Brecha de crédito a los hogares

En cuanto a la evolución de la brecha del crédito a los hogares respecto a su nivel medio histórico, cabe destacar que la crisis financiera de los años 2007 a 2009 afectó de forma menos severa en Corea del Sur que en la mayor parte de los mercados desarrollados, y el repunte de los precios que vino con posterioridad ha sido más tardío, con un pronunciado aumento desde el año 2020, coincidiendo con un importante aumento del crédito respecto de su media histórica (véase la Gráfica 2.8-o).

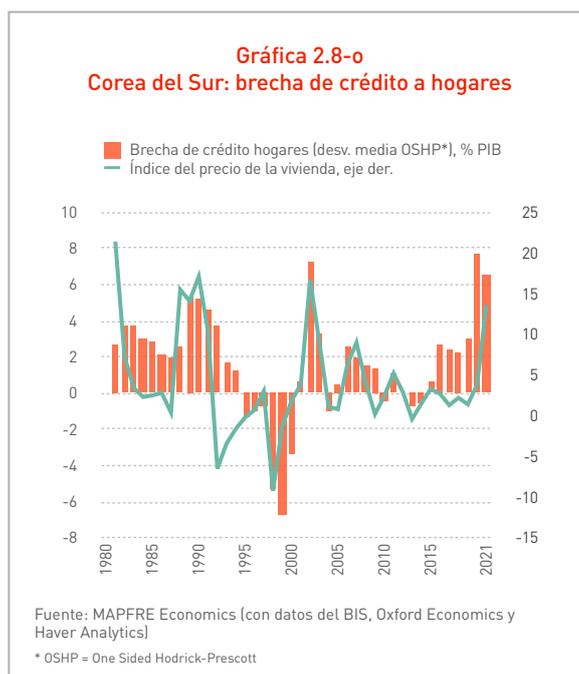
En abril de 2021, el gobierno de Corea del Sur anunció el plan de gestión de la deuda de los hogares para 2021-2023¹¹⁸, que tiene como objetivo gestionar su crecimiento para intentar

mantenerla en niveles estables e introducir medidas regulatorias para garantizar que se considere la capacidad de pago de los prestatarios en su concesión. Las medidas incluyen: (i) reforzar las medidas para gestionar el nivel de deuda bruta de los hogares; (ii) aplicación de reglas DSR en prestatarios individuales; (iii) reforzar la supervisión de los préstamos no bancarios y las hipotecas no destinadas a vivienda, y (iv) mejorar el acceso financiero de los compradores de primera vivienda. Como resultado de la aplicación de estas medidas, la tasa de crecimiento de las deudas de los hogares se redujo gradualmente en el segundo semestre de 2021. Además, los préstamos sin garantía y los préstamos hipotecarios, que actuaron como principal motor del aumento de la deuda de los hogares en el segundo semestre de 2020, también recuperaron la estabilidad.

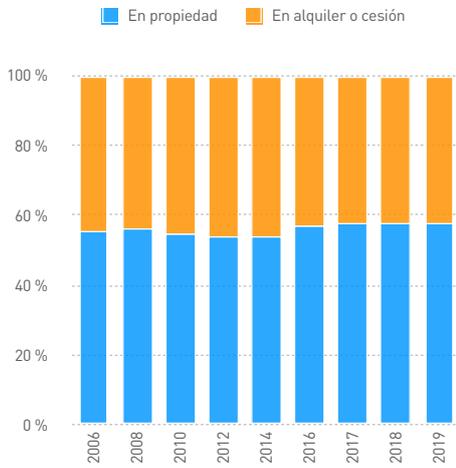
Alquiler residencial

Según la Oficina Nacional de Estadística, en 2019 el 58% de las viviendas del país estaba ocupada por sus propietarios, mientras que el 42% restante era vivienda en alquiler o de cesión gratuita. Del total de viviendas en alquiler, el 15,1% tenía un contrato denominado *jeonse* (o *chonsei*), un tipo de contrato de alquiler muy específico del mercado inmobiliario de Corea de Sur, donde el inquilino, en lugar de pagar cuotas mensuales a un arrendador, hace un depósito global durante la duración del contrato (generalmente dos años), basado en un porcentaje del valor de la vivienda (equivalente a una media de entre el 50% y el 70% de su precio), que el arrendatario recupera en su totalidad al finalizar el plazo del arrendamiento. En un análisis de mediano y largo plazo, se observa cómo ha evolucionado la ocupación de las viviendas en el período 2006-2019, con un pequeño incremento en su uso por parte de los propietarios y una disminución más importante en los alquileres tipo *jeonse* en favor de otros tipos de alquiler (con o sin depósito), pasando del 22,4% de 2006 al 15,1% de 2019 (véanse las Gráficas 2.8-p y 2.8-q).

El número de viviendas que son propiedad de personas individuales (en contraposición a las viviendas que son propiedad de las corporaciones, gobiernos centrales y locales, o de extranjeros) era de 16,2 millones en 2021, lo



Gráfica 2.8-p
Corea del Sur: evolución tenencia vivienda
en propiedad, alquiler u otros
 (%)

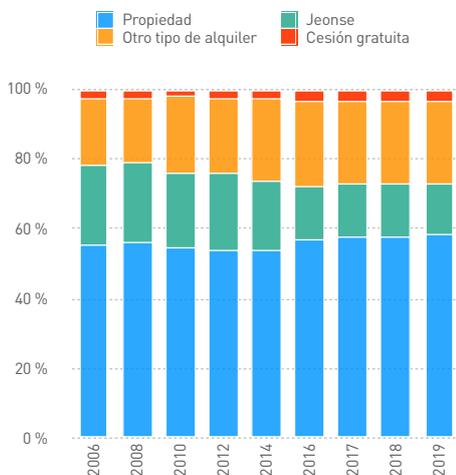


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Ministry of Land, Infrastructure and Transport. Korea Housing Survey)

Finalmente, debe señalarse que no ha sido posible construir el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)* para el caso de Corea del Sur, por no haber podido disponerse de toda la información necesaria para su inclusión en dicho indicador sintético. No obstante, el componente correspondiente al factor demográfico y su evolución es un factor que habría ponderado de forma negativa en el mismo.

que representa el 86,3% del total de viviendas (18,8 millones de unidades). Por otra parte, de los 21,4 millones de hogares que había en ese mismo año, 12,1 millones tienen vivienda en propiedad, los cuales poseen 16,25 millones de casas. Por tanto, la tasa de propiedad de la vivienda de los hogares en general se situó en el 56,2% en 2021 y el número medio de viviendas por hogar es de 1,35.

Gráfica 2.8-q
Corea del Sur: distribución hogares por
régimen de tenencia de vivienda
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Ministry of Land, Infrastructure and Transport. Korea Housing Survey)

3. Mercado hipotecario e instrumentos financieros relacionados

Los valores emitidos con garantía hipotecaria y las titulaciones son activos financieros en los que invierten habitualmente las entidades aseguradoras por adecuarse muchas de estas emisiones a su perfil de riesgo. Estos activos financieros son de gran importancia para el desarrollo del mercado inmobiliario, y su existencia depende en buena medida del nivel de desarrollo de los mercados de capitales de cada país, facilitando la liquidez de créditos hipotecarios al constituirse como vías complementarias al canal bancario, lo que viene a incrementar la potencia de los mercados de deuda para hacer llegar la financiación a los agentes económicos de forma más ágil y eficiente.

Este tipo de inversiones, si bien no son mayoritarias, tienen un peso relevante en las carteras de las entidades aseguradoras, el cual varía según los diferentes mercados¹¹⁹. En este sentido, debe destacarse el papel que como inversores juegan las entidades aseguradoras, las cuales vienen a facilitar con sus inversiones la canalización de ahorro a medio y largo plazo hacia la inversión residencial al invertir en este tipo de instrumentos del mercado hipotecario.

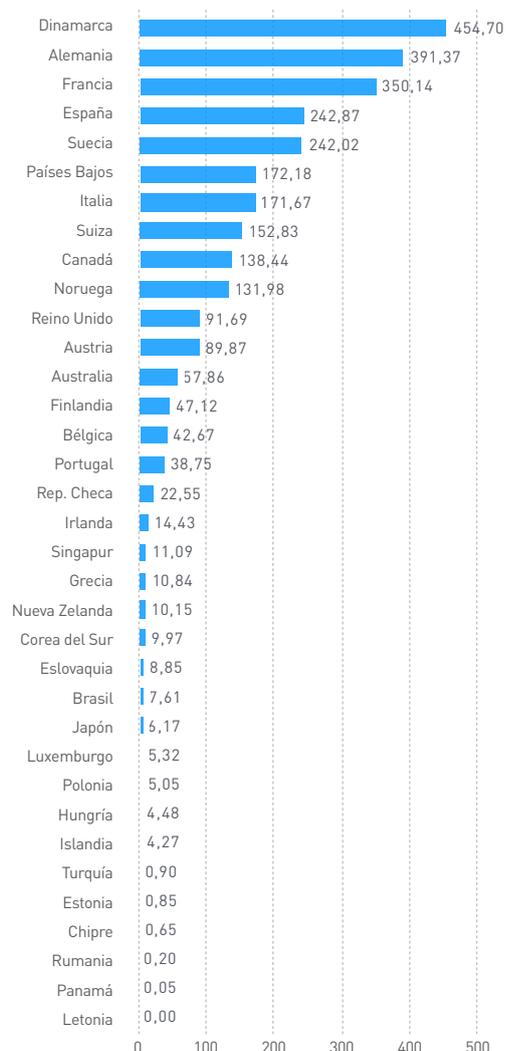
3.1 Financiación bancaria: bonos garantizados

La “fórmula clásica” de financiación bancaria constituye el principal motor de la banca comercial, al proporcionar crédito a través de un procedimiento de transformación de plazos, facilitando así el acceso a la vivienda, con la garantía adicional al préstamo concedido que constituye el propio inmueble. Como paso previo a su aprobación, se establecen una serie de condiciones o métricas con el fin tanto de mitigar el riesgo de crédito como de garantizar la solvencia e idoneidad de la contraparte.

Dentro de las distintas opciones de captación de recursos por parte de las entidades de crédito para financiar su actividad, en ciertas

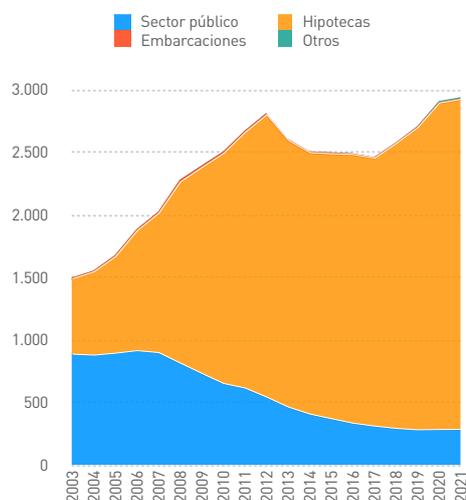
economías, y de forma notoria en los mercados desarrollados (y particularmente en la Unión Europea), el sentido de la regulación acompaña a una modalidad denominada *bonos garantizados* (*covered bonds*), cuyo propósito es el de ampliar los niveles de garantía o

Gráfica 3.1-a
Países seleccionados: saldo de bonos garantizados (*covered bonds*), 2021 (millardos de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ECBC)

Gráfica 3.1-b
Saldo de bonos garantizados (*covered bonds*)
(millardos de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ECBC)

sobrecolateralización de los bonos emitidos a través de un mecanismo de doble recurso (véase la Gráfica 3.1-a).

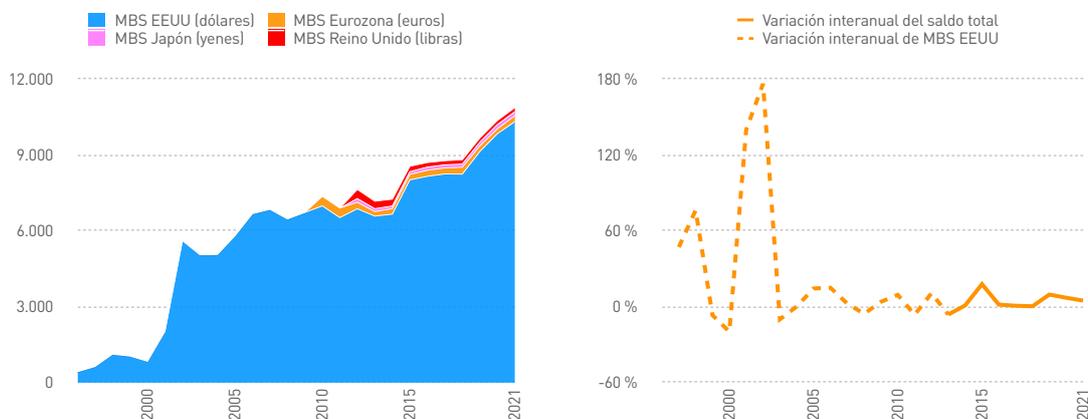
De esta forma, los activos colaterales permanecen en el balance del emisor ofreciendo tanto la garantía genérica de las titulizaciones como la garantía adicional sobre la cartera crediticia, en lo que se conoce como “*asset encumbrance*”, esto es, la parte del activo que está comprometida como resultado

de su utilización en operaciones de financiación garantizada. Otro aspecto diferenciador se encuentra en los criterios de elegibilidad que están supeditados a unos estándares definidos en todos los términos. En este sentido, y dada su especial relevancia para el sector asegurador por su papel inversor institucional, además de ampliar la vía de captación de recursos relevante para las entidades de crédito, suscitan un amplio interés bajo el papel de inversor prudente, a causa de los compromisos adquiridos bajo productos con rentabilidades vinculadas a operaciones de préstamo reforzadas con unos esquemas de garantía (véase la Gráfica 3.1-b).

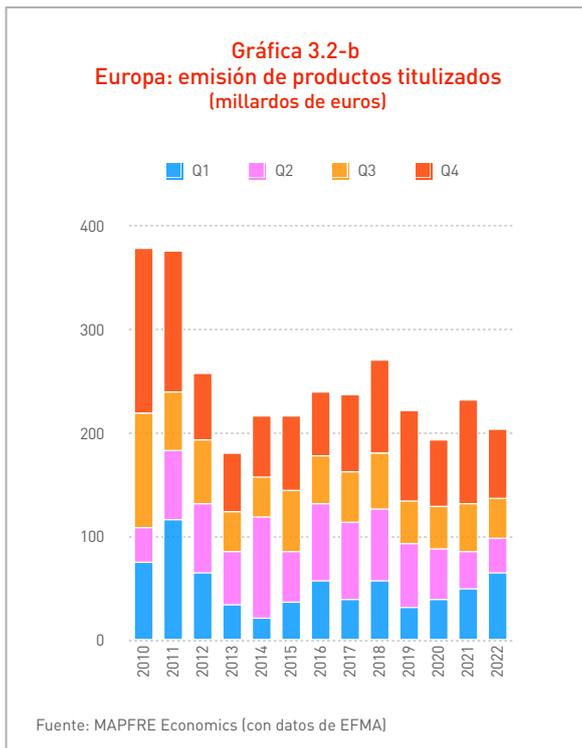
3.2 Titulizaciones hipotecarias

Por otro lado, si bien el canal bancario continúa protagonizando el papel principal en la originación de las operaciones de financiación hipotecaria, la proliferación de fuentes alternativas para su movilización ha venido tomando relevancia a lo largo de los últimos años, principalmente en aquellas economías que gozan de una mayor profundidad y desarrollo de los mercados de capitales, así como de un entorno regulatorio favorable de la mano de una innovación financiera evolutiva. Bajo este formato, los procesos de *titulación* plantean una fórmula alternativa (véase la Gráfica 3.2-a) a través de la cual la toma de riesgo recae sobre los inversores mediante la emisión de bonos compuestos por activos

Gráfica 3.2-a
Países seleccionados: valores respaldados por hipotecas
(montos, millardos; variación interanual, %)



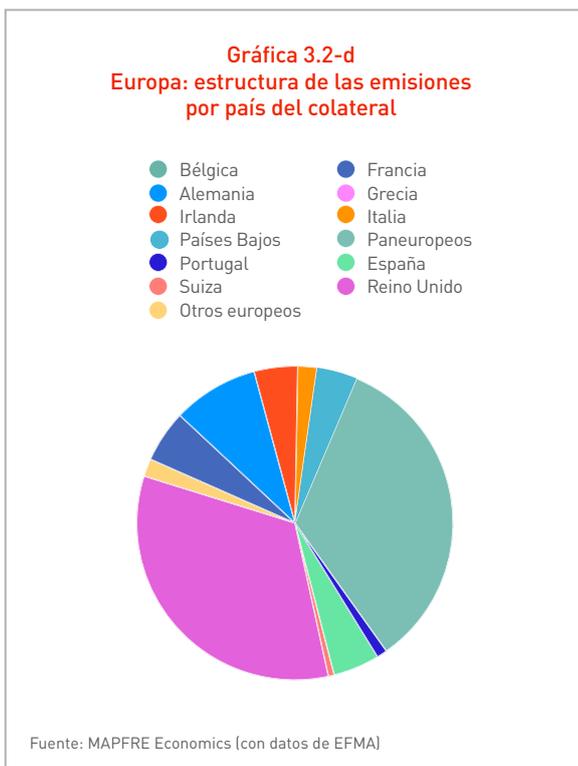
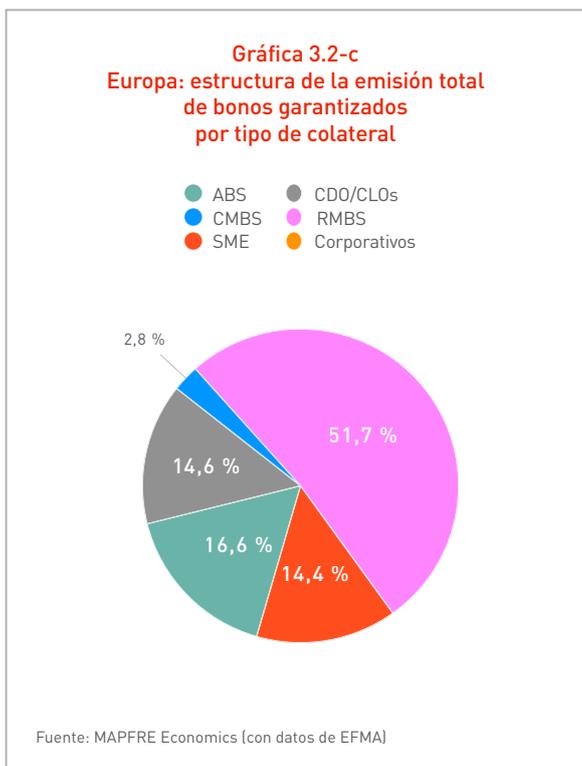
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EFMA)



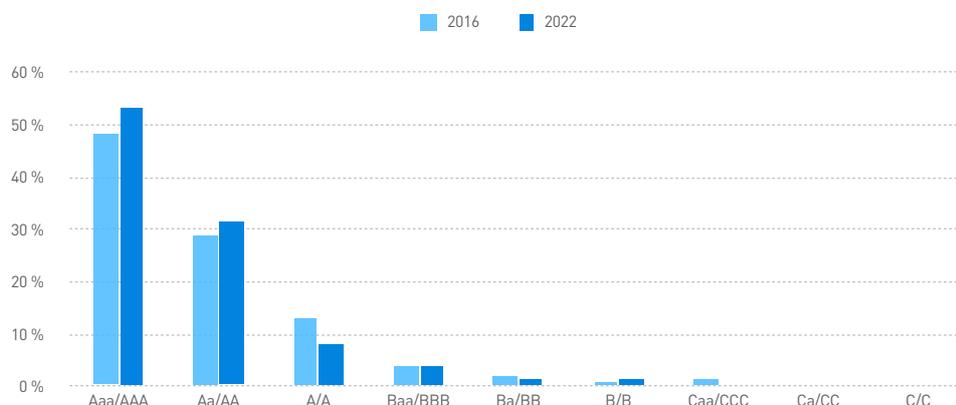
homogéneos, empleando para ello (i) un vehículo de inversión independiente del canal tradicional (SPV), (ii) aislando legalmente los derechos de crédito y (iii) habilitando su posterior suscripción bajo el reclamo de los futuros flujos de pago de la contraparte. De esta forma, se origina un instrumento negociable,

con exposiciones a la contraparte determinadas por una prelación de las pérdidas, en caso de impago, que permiten establecer un rendimiento en función de los diferentes perfiles de riesgo de los inversores (tramos o "tranches"). De manera más amplia y cuantificando el papel de los productos titulizados en el mercado europeo¹²⁰, en el cuarto trimestre de 2022, se emitieron 65.000 millones de euros de productos titulizados hasta alcanzar los 200,3 millardos de euros, un aumento del 66,4% con respecto al tercer trimestre de 2022 y una disminución del -12,8% en términos interanuales respecto a 2021 (véase la Gráfica 3.2-b).

Por otra parte, atendiendo a la composición por productos, con datos referidos a 2021, la mayor concentración se dio en el segmento de valores respaldados por hipotecas (MBS), seguido de CDO/CLO's (*collateralized debt obligations* y *collateralized loan obligations*) y de valores respaldados por activos (ABS). En cuanto a los países con mayor volumen de colateral, además de originaciones panaeuropeas, destacan Reino Unido, Alemania y Países Bajos (véanse las Gráficas 3.2-c y 3.2-d). Asimismo, es de destacar que las calificaciones crediticias de estos instrumentos siguen experimentando un aumento en los niveles de calidad,



Gráfica 3.2-e
Evolución de la calidad crediticia de las emisiones de bonos garantizados



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EFMA)

medidos en términos de rating (véase la Gráfica 3.2-e).

Ahora bien, entrando en detalle en el papel de las titulaciones, dada la estructura diferenciada de su operativa, estas permiten transformar un conjunto de activos financieros poco líquidos en una serie de instrumentos negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados. Los principales elementos intervinientes en estas estructuras financieras se enumeran a continuación y pueden agruparse según se ilustra en el esquema que se muestra la Gráfica 3.2-f.

Originador. Entidad que mantenía en balance los activos que posteriormente se venden al vehículo especial de titulización, o cuyo riesgo se transfiere mediante la titulización. Puede haber originado la entidad dichos activos concediendo la financiación directa, o bien puede haberlos adquirido de un tercero.

Administrador. Agente que se encarga de recibir los pagos de los activos titulizados y de hacer un seguimiento a los acreditados, en términos de su calidad crediticia. También es el encargado de remitir los pagos al fondo de titulización que, a su vez, los distribuirá entre los inversores. Este papel lo puede desempeñar la propia entidad originadora o una tercera entidad.

Estructurador. Entidad que diseña y determina la estructura de la titulización, decidiendo el importe de las mejoras crediticias y los tramos en los que se dividirán los títulos que se van a

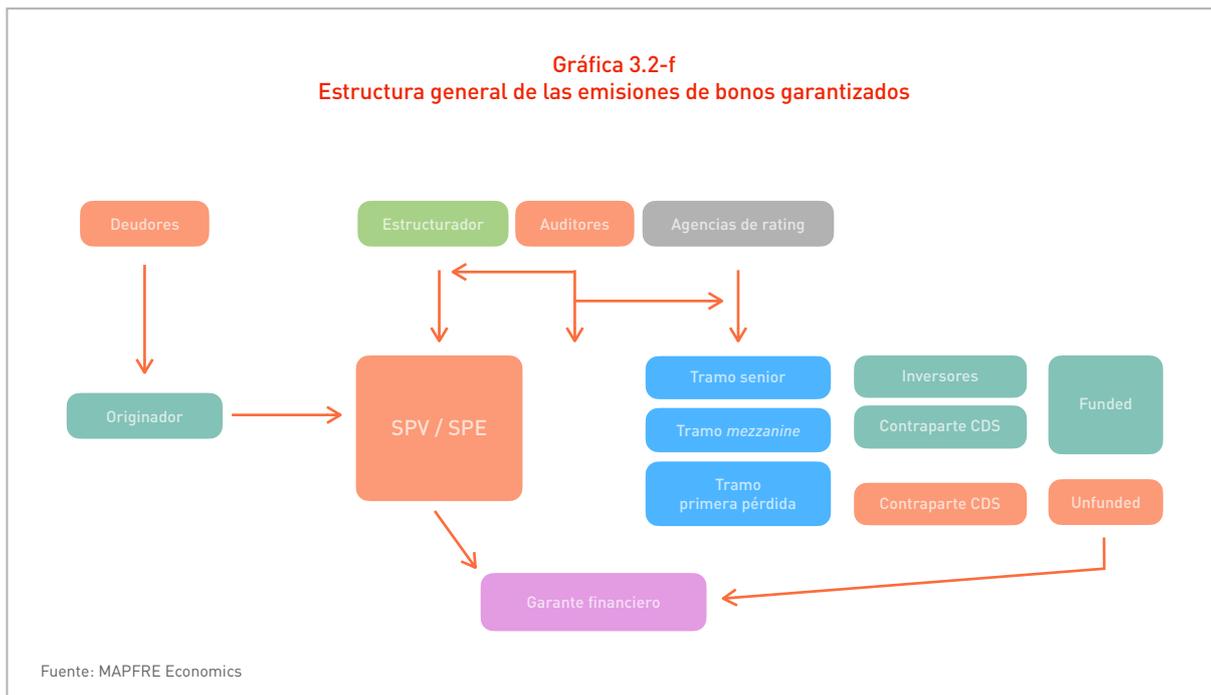
emitir, y participando, normalmente, en su colocación en el mercado.

Vehículo o entidad especial de titulización (SPV o SPE). Entidades instrumentales, con o sin personalidad jurídica, creadas con el único fin de adquirir los activos que se titulan y emitir los bonos de titulización que han de ser colocados en el mercado. A través de ellos, se desvinculan los riesgos de los activos titulizados de los que afectan al originador. En el caso de que el vehículo no disponga de personalidad jurídica, surge el papel de la *sociedad gestora de fondos de titulización*, que es un tercero que garantiza los derechos de los tenedores de los títulos emitidos. Asimismo, se encarga de vigilar que los pagos a los inversores se hagan adecuadamente, y de que se cumpla con la documentación legal relativa a la titulización realizada.

Garantes financieros. Un tercero que aporta garantías a determinados tramos de la titulización y cuyo objetivo es el de disminuir el riesgo de crédito de la estructura, bien con una garantía directa o bien siendo la contraparte (el vendedor) de un derivado de crédito (típicamente, un CDS). Normalmente, se trata de grandes empresas de seguros internacionales.

Proveedores de liquidez. Entidades que otorgan líneas de crédito al vehículo de titulización, con el fin de garantizar la continuidad en los pagos a los inversores. Su objetivo es el de cubrir

Gráfica 3.2-f
Estructura general de las emisiones de bonos garantizados



posibles desfases de liquidez temporales, aunque no la absorción de riesgos.

Agencias de rating. Entidades que otorgan una determinada calificación crediticia a los títulos emitidos, aunque en ocasiones también participan en el diseño de las estructuras. En su intervención se distinguen las exposiciones crediticias clasificadas bajo criterios de valor razonable, cuyo valor en balance reacciona directamente a los cambios de *rating*, de las exposiciones bajo criterio de coste amortizado, que no tienen que reflejar contablemente deterioros de su valor de mercado.

Inversores. Personas o entidades que adquieren los títulos emitidos y, por tanto, asumen el riesgo y rentabilidad en función de la subordinación de los títulos que están adquiriendo.

Estructura del balance. El patrimonio del fondo se compone de activo y pasivo. Por el lado del activo, se encuentran los derechos de crédito del activo cedente que constituyen la cesión inequívoca de la titularidad de los ingresos de cantidad conocida o estimada, en tanto que por el pasivo se encuentran los valores de renta fija (bonos de titulización) emitidos bajo un esquema de series o tramos, donde se estructuran las prelación de cobros en función de las exposiciones crediticias.

Auditor. Unidad independiente que debe velar por el correcto cumplimiento normativo y evitar conflictos de intereses. Entre la información recogida destacan el respaldo de las cuentas anuales a través de un informe de auditoría, la relación desglosada de activos y pasivos, o el informe de comisión, entre otros.

Folleto informativo. Documento que recoge una serie de información precisa que permite una mejor transparencia e identificación de la operación.

Mecanismo de mejora crediticia. Se trata de un papel que suelen asumir las compañías aseguradoras (típicamente *monoliners*) al cubrir un riesgo de crédito de la cartera subyacente definido por los niveles de estratificación de riesgo asumido. En este sentido, el tramo incluido en el grupo de primera pérdida (también denominado tramo *equity*) es el que ostenta una peor calificación crediticia, ya que deben de hacer frente al primer porcentaje de pérdidas de la cartera titulizada, y suele ser retenido por el originador con el fin de conceder un nivel suficiente de mejora crediticia, o bien ser cubierto mediante la contratación de derivados crediticios. En este caso, no es estrictamente necesario que haya una emisión de valores, puesto que no existe la necesidad de financiar ninguna compra de cartera (son estructuras *unfunded*).

3.3 Otras fuentes alternativas de financiación

Existen otros instrumentos financieros a través de los cuales puede invertirse en el mercado inmobiliario residencial. A continuación, se realiza una breve descripción de los más relevantes, si bien es de destacar que las inversiones realizadas por las entidades aseguradoras a través de estos vehículos a nivel agregado son minoritarias.

Intermediación financiera no bancaria

El sector de intermediación financiera no bancaria (NBFÍ) ha crecido más rápido que los bancos durante la última década. Las entidades financieras no bancarias (conocidas coloquialmente como “banca en la sombra” o “*shadow banking*”) desempeñan un papel cada vez más importante en la financiación de la economía real, así como en la gestión del ahorro de los hogares y las empresas. Si bien operan de forma similar al segmento comercial, la diferencia principal radica en que captan fondos a corto plazo en los mercados monetarios (no tienen depósitos tradicionales del público) y los usan para comprar activos con plazos de vencimiento más largos. No obstante, al no estar sujetos a la regulación bancaria tradicional, en una situación de tensión por liquidez no pueden (como sí lo pueden hacer los bancos) tomar préstamos con el banco central y, por tanto,

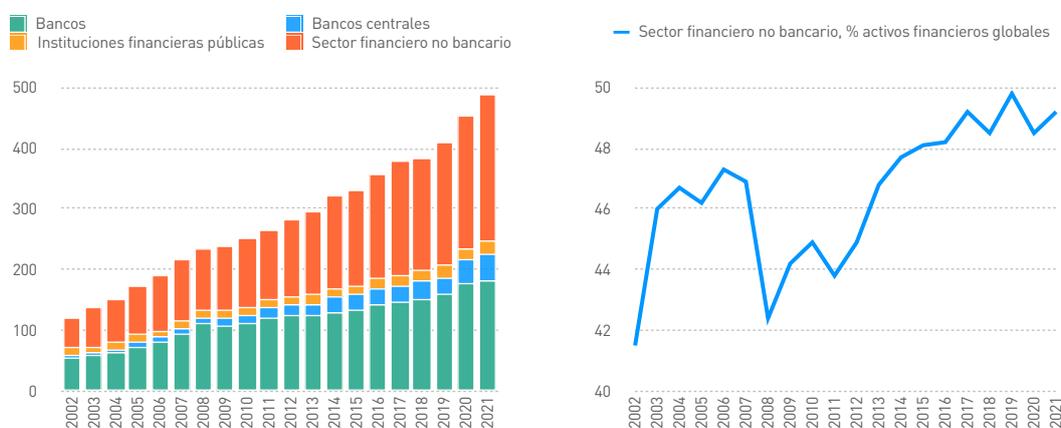
no están en la órbita directa de la regulación (sino que están “en la sombra”).

Desde sus inicios, estas instituciones han estado muy involucradas en la intermediación hipotecaria, basándose en gran medida en el modelo de transformación de las hipotecas residenciales en títulos valores (cadenas de titulización), aunque los cambios regulatorios posteriores en la industria bancaria y el uso de nuevas tecnologías para evaluar los riesgos han contribuido significativamente al repunte de la actividad bancaria paralela en el segmento de crédito, pudiendo así tratarse de una fuente de amplificación sistémica en caso de *shock* dado su creciente tamaño (véase la Gráfica 3.3-a).

Fondos de inversión en bienes raíces (REITS)

De entre las múltiples vías de inversión en el sector inmobiliario, cabe citar a los Fondos de Inversión en Bienes Raíces (*Real Estate Investment Trust*, REITS). Se trata de sociedades que cotizan total o parcialmente en los mercados de capitales y que permiten la inversión directa o indirecta en activos inmobiliarios o préstamos hipotecarios relacionados¹²¹. La idea que subyace en estos vehículos es la de proporcionar volumen de negociación a unos subyacentes de naturaleza ilíquida a través de títulos negociables, bajo una gestión diversificada, tanto geográfica como sectorialmente, y una fiscalidad

Gráfica 3.3-a
Activos totales del sector financiero
(montos, billones de dólares; participación en los activos financieros globales, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del FSB)

generalmente más favorable a otro tipo de productos (vía diferimiento de plusvalías en tanto no se transmitan los valores). A diferencia del mercado de titulaciones, la originación de la inversión se fundamenta en la adquisición directa de los inmuebles (con los fondos obtenidos y en algunos casos a través del apalancamiento) para la posterior generación de flujos a través de la puesta en alquiler con la que se obtengan rendimientos para los inversores y/o realizando, en su caso, plusvalías.

A efectos de valoración, además de factores tradicionales como la localización, la diversificación de la cartera, el grado de cumplimiento de expectativas o la solidez de los flujos, se tienden a considerar tanto el Valor Neto de los Activos (NAV) como el propio precio de cotización del índice en el que se encuentre incluido, así como el ratio entre ambas variables para determinar una aproximación precisa del valor del subyacente. De forma adicional, la estructura del pasivo y el patrimonio neto se consideran un elemento diferenciador al amplificar los efectos de la valoración por el efecto del apalancamiento.

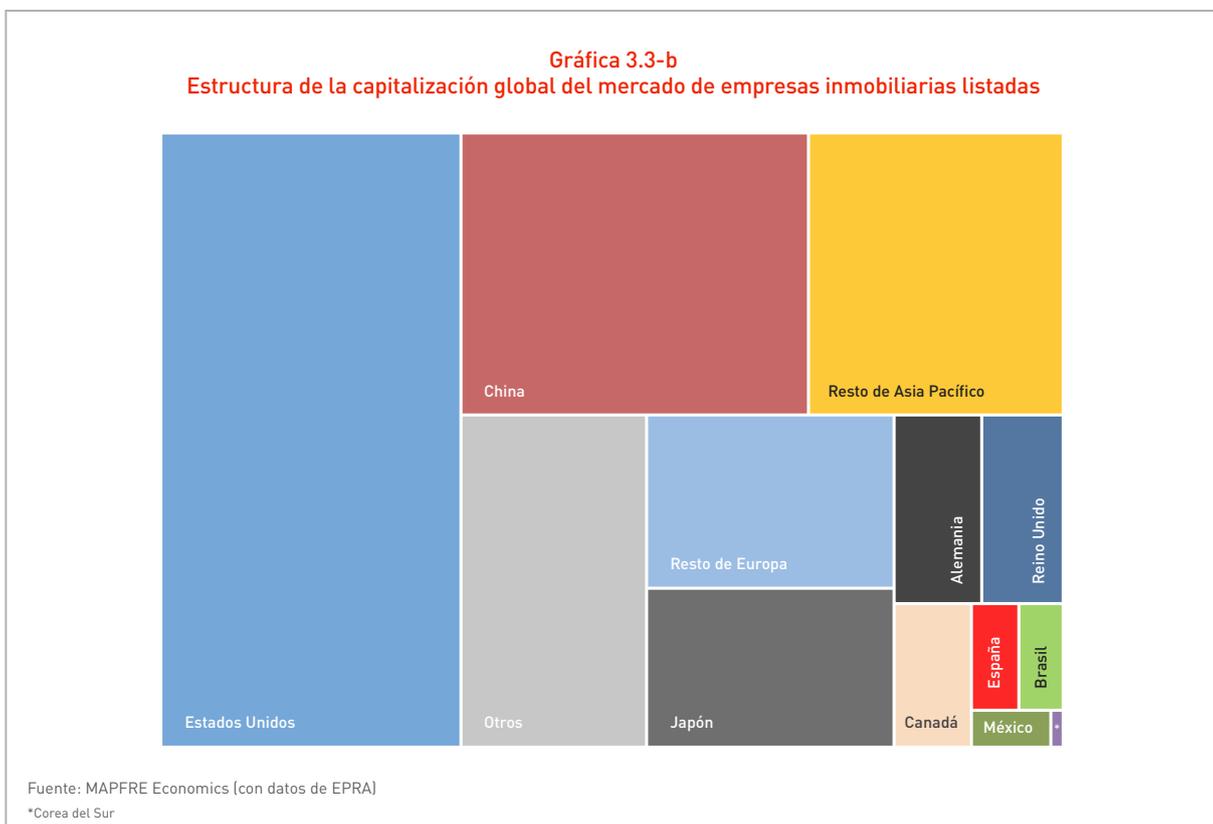
Atendiendo a las cifras de EPRA (European Public Real Estate Association), se estima que

la capitalización global del mercado de empresas listadas relacionadas con este sector se situaría en 3.900 millones de dólares a finales de 2019, representando en torno al 4,5% del total de la composición de los índices de referencia. En cuanto a la distribución geográfica, lideran la lista los Estados Unidos, seguido de China y Japón, cuyo peso conjunto supone el 58% del total de capitalización global (véase la Gráfica 3.3-b).

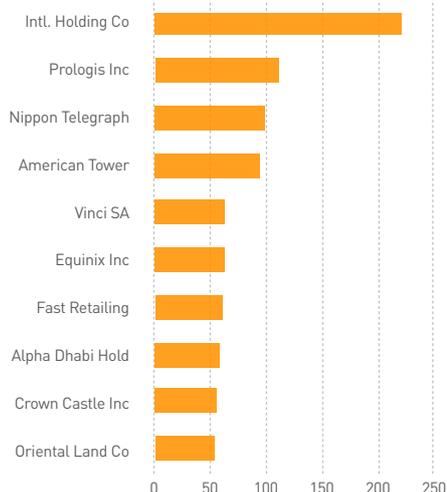
Asimismo, a nivel de grandes agrupaciones, las 10 principales compañías de este sector representan en torno al 17% del total, siendo el ranking el que se presenta en la Gráfica 3.3-c. De forma adicional, y atendiendo al mercado europeo, en la Gráfica 3.3-d se ofrecen las métricas préstamo-valor (LTV) de las distintas carteras a nivel agregado, en tanto que en la Gráfica 3.3-e se presenta la evolución del LTV por sector.

Otros mecanismos alternativos

En la actualidad, comienzan a proliferar algunos vehículos de financiación inmobiliaria a través de internet, como son las denominadas Plataformas de Financiación Participativa (PFP). De momento, se trata de un vehículo dirigido más bien a personas individuales que a



Gráfica 3.3-c
Ranking de empresas por su capitalización de mercado (millardos de dólares)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 3.3-d
Europa: evolución del ratio LTV para Fondos de Inversión en Bienes Raíces por países (%)



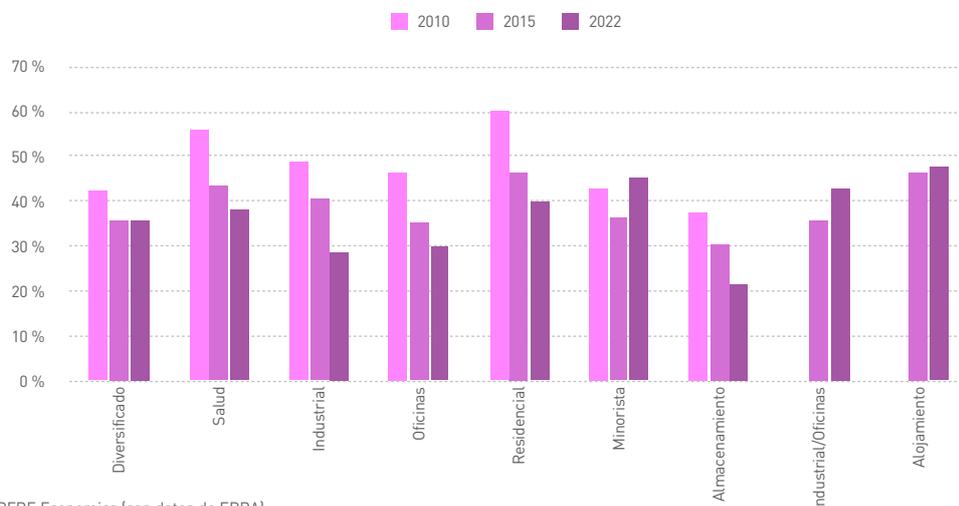
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EPRA)

inversores institucionales, permitiéndoles participar en proyectos inmobiliarios, a menudo con cantidades de inversión más bajas de lo que sería posible en una inversión inmobiliaria tradicional. Estas plataformas permiten a los promotores obtener, a través de internet, financiación colectiva para la compra de suelo, la edificación de proyectos o la reforma o valor añadido, mediante préstamos (también conocidos como “crowdlending”) o de inversiones en

capital (“equity crowdfunding”) en las que se adquieren acciones de la empresa promotora.

Estados Unidos fue el primer país que introdujo una regulación para esta actividad y su mercado es uno de los más consolidados gracias al hecho de contar con un marco normativo consolidado de ámbito federal. En este país, la ley que contiene las regulaciones sobre el “crowdfunding” denominada Jumpstart

Gráfica 3.3-e
Europa: evolución del ratio LTV para Fondos de Inversión en Bienes Raíces por sector



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EPRA)

Tabla 3.3
Distribución del *crowdfunding* inmobiliario

	2018	2019	2020
Por países / regiones			
APAC	2,0 %	5,0 %	8,0 %
China	71,0 %	48,0 %	1,0 %
Europa	3,0 %	7,0 %	9,0 %
América Latina	0,6 %	3,0 %	5,0 %
MENA	0,3 %	0,4 %	0,5 %
Asia Pacífico	0,1 %	0,6 %	1,0 %
Reino Unido	3,0 %	6,0 %	11,0 %
Estados Unidos y Canadá	20,0 %	30,0 %	65,0 %
Por tipo			
P2P/Marketplace ConsP2P /Marketplace		37,0 %	31,0 %
Balance Sheet Business Lending		21,0 %	25,0 %
Balance Sheet Consumer Lending		12,0 %	11,0 %
P2P/Marketplace Business Lending		8,0 %	14,0 %
P2P/Marketplace Property Lending		4,0 %	3,0 %
Balance Sheet Property Lending		4,0 %	2,0 %
Invoice Trading		4,0 %	3,0 %
Real estate Crowdfunding		3,0 %	2,0 %
Donation-based Crowdfunding		3,0 %	6,0 %
Equity-based Crowdfunding		1,0 %	1,0 %
Reward-based Crowdfunding		1,0 %	1,0 %
Consumer Purchase Finance/BNPL		1,0 %	0,0 %
Debt-based Securities		1,0 %	0,0 %
Crowd-led Microfinance		0,0 %	0,0 %
Revenue/Profit Sharing		0,0 %	0,0 %
Community Shares		0,0 %	0,0 %
Mini Bonds		0,0 %	0,0 %
Otro		0,0 %	0,0 %

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de The 2nd Global Alternative Finance, Market Benchmarking Report, Cambridge University)

Our Business Startups Act (JOBS Act) se promulgó en abril de 2012, pero no entró en vigor hasta mayo de 2016. Posteriormente, siguieron otros países, como México, en donde la regulación de las plataformas de financiación colectiva está contemplada en la ley que regula las Instituciones de Tecnología Financiera¹²² (conocida como Ley Fintech) que entró en vigor en 2018.

A nivel europeo, los proveedores de financiación participativa se rigen por el Reglamento (UE) 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, que está vigente desde noviembre de 2021. En este se establece la información que los proveedores de financiación participativa deben suministrar a sus inversores, el método empleado para el cálculo de las calificaciones crediticias, la naturaleza de la información utilizada en los modelos de riesgo, o la información relacionada con el precio de los préstamos. En el caso concreto de España, de acuerdo con la Ley 5/2015, para constituirse como plataforma de financiación participativa se exige la obtención de autorización por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), previo informe preceptivo del Banco de España.

Atendiendo a las cifras, según estimaciones de la universidad de Cambridge, el volumen de préstamos a través de este mecanismo, en 2020, alcanzó los 114 millardos de dólares (frente a los 176 millardos de dólares de 2019). Este volumen históricamente liderado por China hasta 2018 tras los cambios regulatorios introducidos al respecto, ha sido seguido por Estados Unidos, Reino Unido, algunos países emergentes y Europa. En cuanto a los volúmenes por tipología de préstamo, si bien el *crowdfunding* inmobiliario europeo es un vehículo de inversión en expansión, continúa siendo residual en términos agregados al representar entre un 2% y 3% del total (véase la Tabla 3.3).

4. Medición relativa del potencial de los mercados inmobiliarios

Dada la relevancia de la actividad inmobiliaria en el desempeño de la economía, en general, y sobre el sector de seguros, en particular, en este capítulo se propone un indicador que tiene como propósito realizar una medición relativa, en primer término, del potencial de la actividad inmobiliaria y, a partir de este, de su relevancia para el sector asegurador para un conjunto de países.

4.1 Aspectos metodológicos

El ejercicio analítico que se realiza en este capítulo parte de la construcción de dos indicadores, los cuales, de manera conjunta, tienen por objeto valorar el potencial para el sector asegurador derivado del funcionamiento de los mercados inmobiliarios. Dichos indicadores han sido elaborados por MAPFRE Economics para un conjunto de 43 países, respecto de los cuales se ha podido disponer de la información necesaria para tal fin.

El primero de ellos, se centra en los *factores económicos y demográficos* que inciden en el desempeño del mercado inmobiliario, en tanto que el segundo de ellos incorpora el comportamiento de la demanda aseguradora ante variaciones en la renta personal disponible, como forma de medir el grado en que el potencial del mercado inmobiliario puede traducirse en un aumento de las primas. De esta forma, el racional sobre el que se ha construido el ejercicio considera, por un lado, una ponderación mayor para aquellos mercados que presentan en los últimos años unos *factores económicos y demográficos* relacionados con sus respectivos mercados inmobiliarios más dinámicos y con mejores perspectivas en sus proyecciones para la próxima década (como forma de estimar el potencial del mercado inmobiliario) y, por otro lado, el grado de dinamismo de sus mercados aseguradores, con una mayor ponderación para aquellos mercados que presentan un mejor *comportamiento de la actividad aseguradora ante variaciones en el nivel de la renta personal disponible* (como forma de medir el grado en el que el mercado

asegurador sería capaz de materializar, en un mayor crecimiento de primas, el estímulo proveniente del dinamismo del mercado inmobiliario).

De esta forma, el resultado del ejercicio se concretiza, primero, en un indicador intermedio que ofrece una medición relativa del potencial del mercado inmobiliario propiamente dicho, al que se ha denominado *Indicador de Potencial Inmobiliario*, y después, en un indicador que estima la forma en la que el sector asegurador podría ser capaz de traducir dicho estímulo proveniente del mercado inmobiliario en variaciones positivas de la demanda aseguradora (medido mediante su sensibilidad ante variaciones de la renta personal disponible), al que se ha denominado *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (véase la Gráfica 4.1-a).

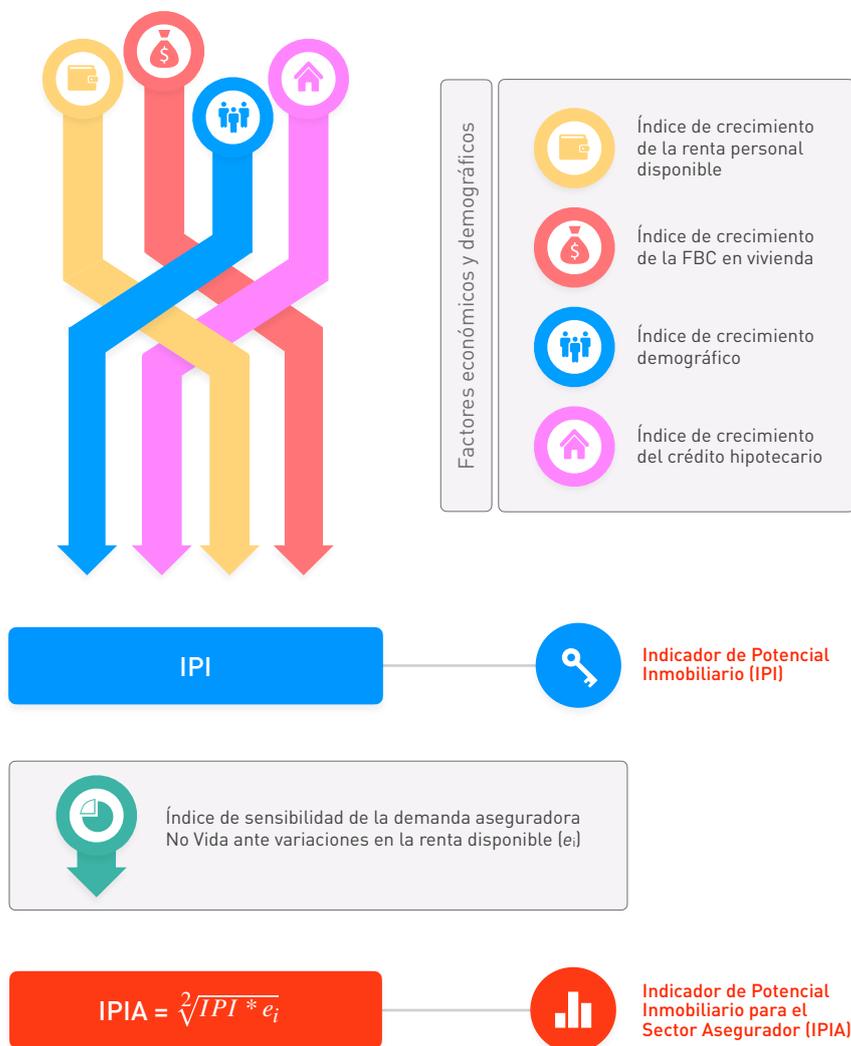
Indicador de Potencial Inmobiliario (IPI)

En primer término, en la construcción del indicador intermedio antes referido, el *Indicador de Potencial Inmobiliario* (IPI), se consideran factores de naturaleza económica y demográfica que se valoran bajo la forma de cuatro índices:

- a) un *índice de crecimiento de la renta personal disponible* (I_{CRD});
- b) un *índice de crecimiento de la formación bruta de capital en vivienda* (I_{CV});
- c) un *índice de crecimiento demográfico* (I_{CD})¹²³, y
- d) un *índice de crecimiento del crédito hipotecario* (I_{CH}).

En relación con cada uno de los componentes que integran este indicador intermedio, se ha considerado tanto su variación en los últimos diez años como las proyecciones sobre su evolución prevista en la próxima década, ponderadas por un factor de dos a uno, lo que implica dar un peso menor a las previsiones (la

Gráfica 4.1-a
Construcción del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)



Fuente: MAPFRE Economics

mitad], dada la incertidumbre asociada a las proyecciones que abarcan toda una década (cabe señalar que, en el caso del *índice de crecimiento demográfico*, a pesar de contar con previsiones de largo plazo que se extienden hasta finales del siglo, se han considerado únicamente las previsiones de crecimiento poblacionales en la próxima década). Todas las ponderaciones han sido escaladas para facilitar su comparativa e integración, de manera que el mejor ponderado recibe una calificación de cien y el peor de cero, utilizando como peor dato un valor teórico por debajo del último observado,

para poder calcular una media geométrica en la muestra que se emplea para la integración final.

Una vez obtenidos los cuatro índices, se ha procedido a su integración en el *Indicador de Potencial Inmobiliario*, como una media ponderada conforme a lo siguiente:

$$IPI = \frac{(I_{CRD} * p_1) + (I_{CIV} * p_2) + (I_{CD} * p_3) + (I_{CCH} * p_4)}{p_1 + p_2 + p_3 + p_4}$$

Donde:

IPI = Indicador de Potencial Inmobiliario

I_{CRD} = índice de crecimiento de la renta personal disponible

I_{CIV} = índice de crecimiento de la formación bruta de capital en vivienda

I_{CD} = índice de crecimiento demográfico

I_{CCH} = índice de crecimiento del crédito hipotecario

p_i = ponderadores (en este caso, se ha dado el mismo peso a los factores de ponderación de los cuatro índices)

Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)

A partir del indicador intermedio anteriormente descrito, el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA) se construye integrando el IPI con un *índice de sensibilidad de las primas de seguros ante variaciones en la renta personal disponible* (e_i). En este caso, la integración se ha realizado utilizando una media geométrica, que viene a ponderar de forma positiva un mayor equilibrio entre ambos componentes. Esto es:

$$IPIA = \sqrt[2]{IPI * e_i}$$

Donde:

$IPIA$ = Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador

IPI = Indicador de Potencial Inmobiliario

e_i = índice de sensibilidad de la demanda aseguradora No Vida ante variaciones en la renta disponible

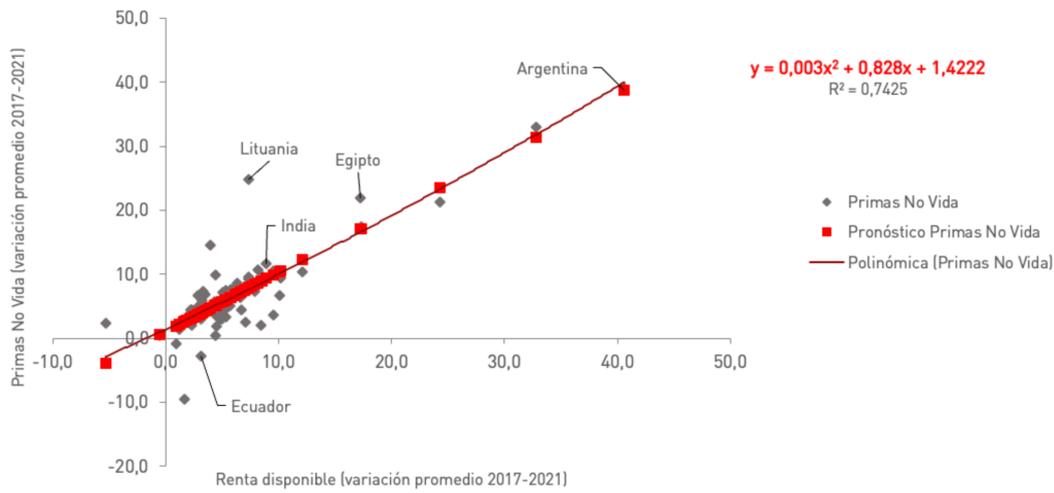
El *índice de sensibilidad de la demanda aseguradora No Vida ante variaciones en la renta disponible* (e_i) tiene por objeto ponderar a los mercados en función del grado de sensibilidad de la demanda de aseguramiento a las variaciones en la renta personal disponible; es decir, constituye un *proxy* de la capacidad que tendría un determinado mercado asegurador de transformar en nueva demanda de aseguramiento la dinámica positiva de los mercados inmobiliarios.

Con este fin, se ha calculado la función de regresión que mejor ajusta, en términos de coeficiente de determinación, entre las variaciones de las primas de seguros y la variación de la renta personal disponible (en ambos casos empleando variaciones promedio de cinco años). Este cálculo se ha realizado de forma independiente para el segmento de los seguros de No Vida, para el de Vida y también para el negocio asegurador total.

En el caso de la variación de las primas de seguros de No Vida, el mejor ajuste se obtiene con la función polinómica cuya fórmula se muestra en la Gráfica 4.1-b, de la que resulta un coeficiente de determinación de 0,7425¹²⁴. Esto significa que, entre los distintos factores que pueden haber influido en la explicación del comportamiento de las primas del segmento de los seguros de No Vida en el período 2017-2021, la variación en el nivel de renta personal disponible estaría explicando el 74,2% de la variación de las primas, en tanto que el resto sería atribuible a otros factores. Es de destacar la alta correlación encontrada entre el segmento asegurador de No Vida y la renta personal disponible, que se traduce en un elevado coeficiente de determinación.

Respecto a la variación de las primas de seguros de Vida, el mejor ajuste se obtiene con la función polinómica cuya fórmula se incluye en la Gráfica 4.1-c, de la que resulta un coeficiente de determinación de 0,4644. Lo anterior implica que, entre los distintos factores que pueden haber influido en la explicación de la variación de las primas del segmento de los seguros de Vida en el período analizado, la variación en el nivel de renta personal disponible estaría explicando el 46,4%, en tanto que el resto sería atribuible a otros factores. Se trata de una correlación relativamente alta, aunque significativamente menor que en el caso del segmento de seguros de No Vida, lo cual es razonable dado que la mayor parte de las primas del segmento de Vida provienen de los seguros vinculados al ahorro, en cuya demanda entran en juego otros factores de carácter financiero (principalmente el comportamiento de los tipos de interés), e incluso de naturaleza legal y regulatoria, los cuales ejercen también una importante influencia en el volumen de la demanda de aseguramiento.

Gráfica 4.1-b
Renta disponible vs Primas No Vida: curva de regresión ajustada



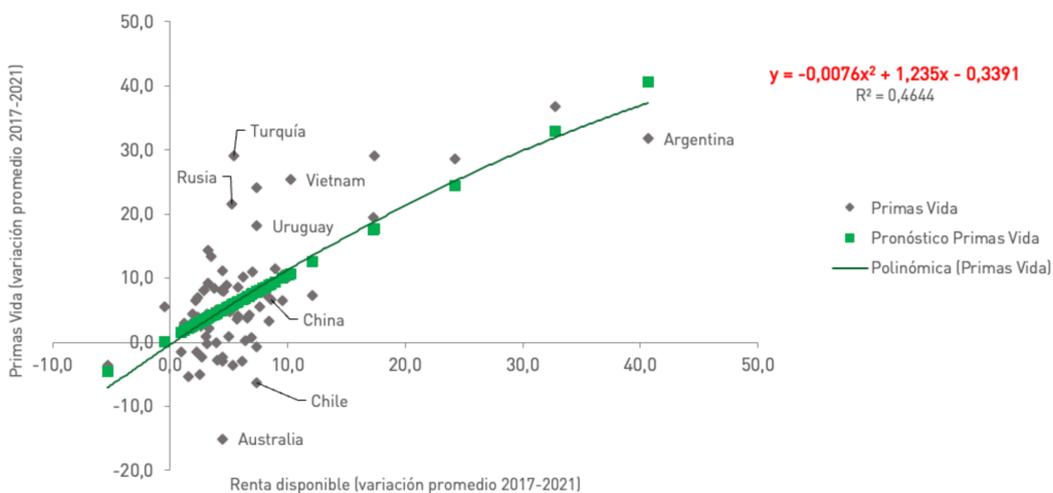
Fuente: MAPFRE Economics

Por último, en cuanto a la variación de las primas de seguros totales (que comprende la suma de los segmentos de seguros de No Vida y de Vida), el mejor ajuste se obtiene con la función polinómica cuya fórmula se muestra en la Gráfica 4.1-d, de la que resulta un coeficiente de determinación de 0,726. Esto significa que, entre los distintos factores que pueden haber influido en la explicación de la

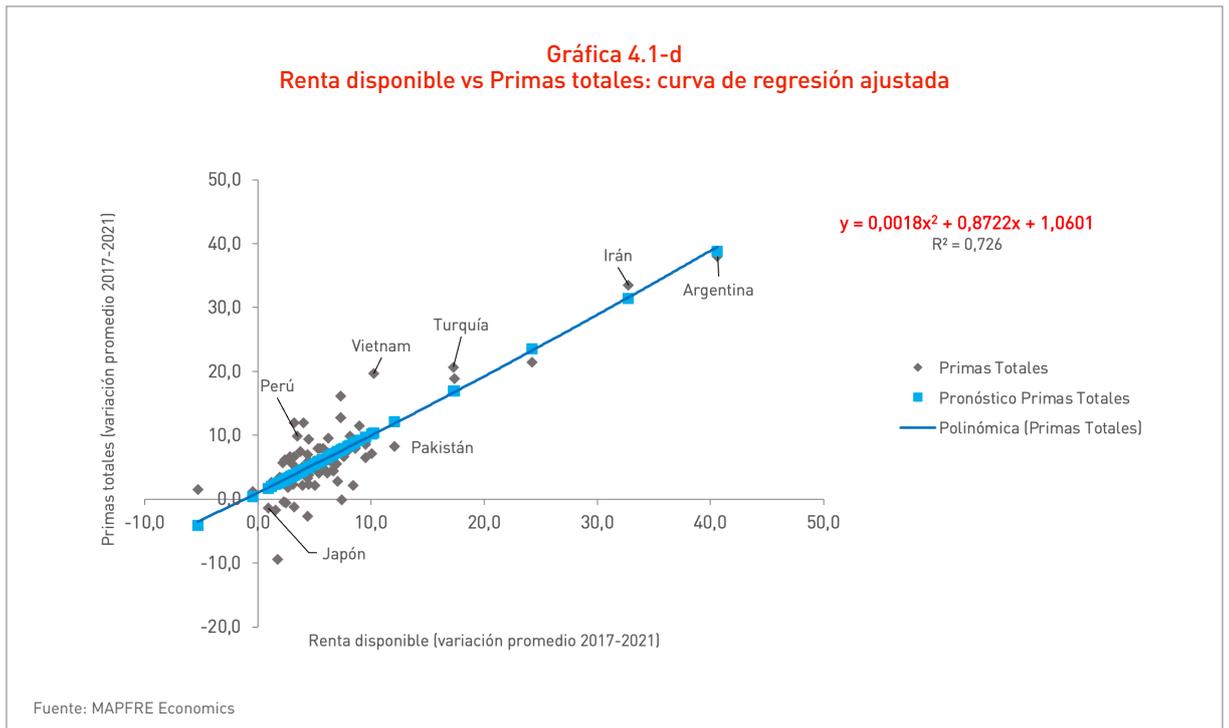
variación de las primas del negocio asegurador total en el período de análisis considerado, la variación en el nivel de renta personal disponible estaría explicando el 72,6% y el resto sería atribuible a otros factores.

Debe destacarse que, a la hora de calcular la ponderación de los países en función de la sensibilidad de su negocio asegurador ante

Gráfica 4.1-c
Renta disponible vs Primas Vida: curva de regresión ajustada



Fuente: MAPFRE Economics



variaciones en la renta personal disponible, se ha tomado como referencia el resultado de la regresión correspondiente al segmento de los seguros de No Vida, por considerarse el más relevante para el negocio asegurador relacionado con el sector inmobiliario residencial, dado que los seguros de Vida riesgo, que también son relevantes en esa actividad, siguen una dinámica más parecida al segmento de No Vida que al de Vida ahorro.

De este modo, se ha atribuido una ponderación superior a aquellos mercados que quedan por encima de la curva de regresión; ponderación que es tanto mayor cuanto más alejados se encuentran de la curva y viceversa, expresando así su mayor capacidad para transformar en nueva demanda de aseguramiento los aumentos de los niveles de renta personal disponible. Para ello, se ha utilizado la función polinómica de la regresión de las primas de No Vida para calcular los crecimientos esperados y las diferencias respecto a los crecimientos reales observados, con una mayor ponderación para aquellos países que presentan mayores desviaciones positivas, indicativos de un mayor potencial de sus mercados aseguradores por la mayor elasticidad en el crecimiento de su negocio asegurador ante variaciones en la renta personal disponible. Finalmente, los resultados han sido escalados con la misma metodología utilizada para el resto de los indicadores parciales.

4.2 Ranking del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador

A partir de los elementos metodológicos presentados, se han estimado tanto el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA), como el indicador intermedio, el *Indicador de Potencial Inmobiliario* (IPI). Para este último caso, la Tabla 4.2-a presenta los resultados de la estimación realizada para 43 mercados indicando, además, los valores correspondientes a cada uno de los cuatro índices que lo integran, con el fin de mostrar qué factores contribuyen en mayor o menor medida en su valoración final.

De igual forma, la Tabla 4.2-b presenta los resultados y el ranking del *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA), el cual refleja la medida en la que cada uno de los países analizados podría ser capaz de aprovechar el potencial de sus mercados inmobiliarios en el desarrollo de nuevo negocio asegurador. Es importante destacar que esta presentación del IPIA para el conjunto de los 43 países analizados constituye una medición relativa del potencial inmobiliario para el sector asegurador, en la que, en una escala ordinal, se muestra el diferente nivel de aprovechamiento de ese potencial.

Tabla 4.2-a
Indicador de Potencial Inmobiliario (IPI)

	País	Índices de construcción del indicador				Indicador de Potencial Inmobiliario (IPI)
		Índice de crecimiento de la renta personal disponible (ICRD)	Índice de crecimiento de la FBC en vivienda (ICIV)	Índice de crecimiento demográfico (ICD)	Índice de crecimiento del crédito hipotecario (ICCH)	
1	Filipinas	76,3	100,0	100,0	81,6	89,5
2	China	100,0	61,7	39,9	98,3	75,0
3	India	90,0	52,3	76,8	83,6	75,7
4	Indonesia	75,9	50,9	72,8	68,5	67,0
5	Malasia	70,4	44,3	82,0	68,9	66,4
6	Nueva Zelanda	55,7	63,8	72,3	60,9	63,1
8	Turquía	47,9	46,6	64,6	70,7	57,5
9	Australia	43,4	45,3	80,7	61,7	57,8
10	Eslovaquia	41,6	64,7	36,8	75,0	54,5
11	Suecia	34,7	59,6	64,8	61,1	55,0
12	Hungría	52,4	86,3	28,5	38,4	51,4
13	Canadá	39,6	40,9	76,0	62,8	54,8
14	Chile	50,0	25,6	54,1	78,2	52,0
15	Irlanda	40,0	83,4	67,4	8,7	49,9
16	Taiwán	35,9	58,4	46,3	60,0	50,2
17	Brasil	13,2	33,1	63,0	100,0	52,3
18	República Checa	36,5	64,3	44,9	53,0	49,7
19	Reino Unido	28,6	61,7	56,1	53,1	49,9
20	Estados Unidos	33,3	53,0	64,1	47,1	49,4
21	Tailandia	46,2	31,6	46,0	72,9	49,2
22	Bulgaria	40,2	89,7	7,4	47,8	46,3
23	Noruega	32,2	32,2	71,9	62,1	49,6
24	Dinamarca	34,5	54,7	62,3	42,1	48,4
25	Croacia	44,8	67,7	21,3	50,1	46,0
26	Sudáfrica	28,3	30,6	81,7	54,2	48,7
27	México	37,9	22,8	70,3	61,7	48,2
28	Rumania	64,4	50,4	28,6	33,2	44,1
29	Singapur	51,6	15,0	65,7	54,1	46,6
30	Países Bajos	25,7	57,8	54,3	44,8	45,7
31	Polonia	52,4	40,2	30,2	47,3	42,6
32	Austria	20,9	36,6	49,9	63,4	42,7
33	Bélgica	24,3	32,7	53,2	60,6	42,7
34	Hong Kong	38,0	16,8	43,1	70,8	42,2
35	Suiza	26,6	18,9	65,9	59,2	42,7
36	Alemania	23,0	31,2	40,3	68,8	40,8
37	Francia	21,1	30,4	51,1	59,7	40,6
38	Portugal	21,6	49,7	33,9	45,1	37,6
39	Finlandia	19,4	32,3	46,1	52,5	37,6
40	España	21,4	43,6	38,9	37,0	35,2
41	Italia	10,4	27,8	31,3	54,3	30,9
42	Grecia	24,6	8,0	28,4	47,4	27,1
43	Japón	7,8	21,2	21,8	58,8	27,4

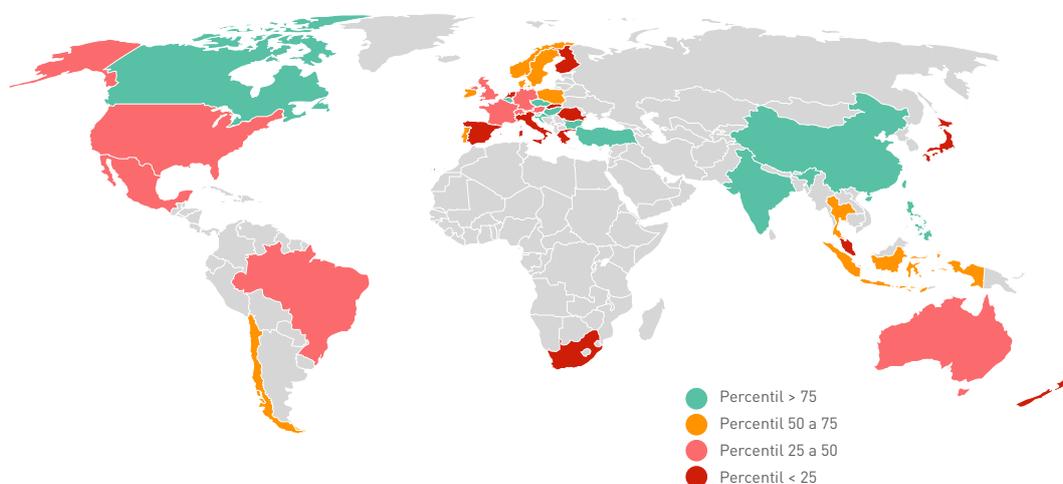
Fuente: MAPFRE Economics

Tabla 4.2-b
Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)

	País	Índices de construcción del indicador		Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA = $\sqrt[2]{IPI * e_i}$)
		Indicador de Potencial Inmobiliario (IPI)	Índice de sensibilidad de la demanda aseguradora No Vida ante variaciones en la renta disponible (e_i)	
1	India	75,7	93,5	84,1
2	Filipinas	89,5	72,6	80,6
3	China	75,0	78,0	76,5
4	Canadá	54,8	83,0	67,5
5	Turquía	57,5	75,9	66,0
6	Bélgica	42,7	100,0	65,4
8	Bulgaria	46,3	91,9	65,2
9	Indonesia	67,0	61,5	64,2
10	República Checa	49,7	81,4	63,6
11	Taiwán	50,2	80,5	63,5
12	Singapur	46,6	86,0	63,3
13	Hungría	51,4	77,9	63,3
14	Croacia	46,0	86,6	63,1
15	Tailandia	49,2	80,7	63,0
16	Dinamarca	48,4	78,5	61,6
17	Suecia	55,0	68,1	61,2
18	Chile	52,0	71,8	61,1
19	Brasil	52,3	71,1	61,0
20	Noruega	49,6	74,8	60,9
21	Irlanda	49,9	73,5	60,5
22	Portugal	37,6	96,1	60,1
23	Australia	57,8	61,8	59,8
24	Polonia	42,6	83,6	59,7
25	Reino Unido	49,9	69,4	58,8
26	Estados Unidos	49,4	65,3	56,8
27	Alemania	40,8	77,3	56,2
28	Hong Kong	42,2	72,5	55,3
29	Austria	42,7	70,8	55,0
30	Francia	40,6	71,7	54,0
31	México	48,2	60,2	53,9
32	Nueva Zelanda	63,1	42,4	51,8
33	Suiza	42,7	61,2	51,1
34	Países Bajos	45,7	52,9	49,1
35	España	35,2	65,8	48,1
36	Malasia	66,4	34,8	48,1
37	Eslovaquia	54,5	42,1	47,9
38	Sudáfrica	48,7	43,1	45,8
39	Finlandia	37,6	55,4	45,6
40	Italia	30,9	58,2	42,4
41	Grecia	27,1	65,1	42,0
42	Rumanía	44,1	34,3	38,9
43	Japón	27,4	38,3	32,4

Fuente: MAPFRE Economics

Gráfica 4.2
Geografía del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)



Fuente: MAPFRE Economics

Como se desprende de esta información, el mayor nivel de potencial corresponde a la India, seguida de Filipinas y de China. En el caso de la India, el factor que menor contribución presenta en su indicador de potencial es el correspondiente a la formación bruta de capital de inversión en vivienda, aunque el resto de los factores económicos y demográficos le hacen mejorar posiciones y, especialmente, el buen comportamiento de su sector asegurador ante aumentos en la renta personal disponible. En el caso de Filipinas, son los índices de crecimiento demográfico y la formación bruta de capital en vivienda los que le elevan a la segunda posición. En China, por su parte, es el factor demográfico el que le hace retrasar alguna posición, siendo el factor del crecimiento de la renta disponible el que mejor ponderación recibe. Destacan también, por encima del percentil 75 de la distribución del IPIA (en color verde en la gráfica), los casos de Canadá y Turquía, cuya elasticidad positiva del negocio asegurador ante variaciones en la renta disponible les hace mejorar su calificación hasta ocupar el cuarto y quinto lugares, respectivamente. Completan la lista de mercados por encima del percentil 75 de la distribución del IPIA los casos de Bélgica, Bulgaria, Indonesia, República Checa, Taiwán y Singapur.

En la parte inferior de la clasificación, por debajo del percentil 25 de la distribución del IPIA, destaca el caso de Japón, que presenta

indicadores propios de un mercado muy maduro y con una población menguante, obteniendo así puntuaciones débiles en todos los subíndices que influyen en el indicador. Completan dicho percentil de la distribución (en color rojo en la gráfica) Rumanía, Grecia, Italia, Finlandia, Sudáfrica, Eslovaquia, Malasia, España, los Países Bajos y Suiza. La Gráfica 4.2 ilustra esta geografía del IPIA, clasificado por percentiles, en la que pueden observarse los niveles de potencial asegurador derivado de la actividad inmobiliaria en una perspectiva regional.

Referencias

- 1/ European Commission, Directorate-General for Climate Action, Kuik, O., Ruig, L., Persson, M., et al., *Insurance of weather and climate-related disaster risk: inventory and analysis of mechanisms to support damage prevention in the EU: final report*, Publications Office, 2017, en: <https://data.europa.eu/doi/10.2834/40222>
- 2/ European Commission, Directorate-General for Climate Action, *Op. cit.*
- 3/ Véase: Swiss Re Institute (2023). *Natural catastrophes and inflation in 2022: a perfect storm*. Sigma 1/2023, en: <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2023-01.html>
- 4/ Véase: Swiss Re Institute, “More risk: the changing nature of P&C insurance opportunities to 2040”.
- 5/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-09/10.0_eiopa-bos-22-434-warning-to-insurers-and-banks-on-credit-protection-insurance.pdf
- 6/ Caso del mercado español, tras la entrada en vigor de la Ley 5/2019, salvo que se pruebe que suponen un beneficio para el cliente y sean autorizados por la autoridad competente. En las prácticas vinculadas que autorice la autoridad competente, el prestamista informará al prestatario de que está contratando un producto vinculado, del beneficio y de los riesgos de pérdida, y de las consecuencias que la cancelación anticipada de los productos vinculados produciría sobre el coste conjunto del préstamo.
- 7/ En España, el primer estudio que UNESPA ha llevado a cabo en 2021 sobre la realidad del seguro de alquiler concluye que el mayor riesgo que encara un propietario que pone un inmueble en alquiler es el impago, ya que la media de prestaciones acumuladas por impagos registrada es la que tiene los importes más elevados. No obstante, aunque los daños y reclamaciones de daños son, por término medio, menos costosos, en ocasiones pueden llegar a cifras elevadas. Según el Observatorio Español del Seguro de Impago de Alquiler (OESA), la contratación de estos seguros se duplicó en la segunda parte de 2020 y el crecimiento habría continuado en 2021. Por otra parte, el Plan Estatal de acceso a la vivienda 2022-2025, publicado en el BOE de 19 de enero de 2022, establece un programa de ayuda al pago del seguro de protección de la renta arrendaticia, dirigido tanto a propietarios como arrendatarios. La cuantía de la ayuda será de hasta el 5% de la renta arrendaticia anual menos la ayuda al alquiler anual reconocida a la arrendataria.
- 8/ Datos de la National Reverse Mortgage Lenders Association.
- 9/ El presente estudio forma parte de una amplia colección de investigaciones realizadas por MAPFRE Economics, en los que se analiza la vinculación del sector asegurador con un variado grupo de actividades económicas y sociales. Estos estudios pueden consultarse en la sección respectiva dentro de la página web de MAPFRE Economics. Véase: [Sección “Estudios”](#).
- 10/ En el cuarto capítulo de este informe se propone el *Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador* (IPIA). Se trata de un índice sintético calculado por MAPFRE Economics para un universo de 43 países.
- 11/ En el análisis de la experiencia de mercados seleccionados que se desarrolla en el segundo capítulo de este informe, se emplean y analizan estos indicadores para cada uno de ellos.
- 12/ Respecto a los datos de población y las proyecciones hasta finales del siglo, se han empleado las producidas por las Naciones Unidas.
- 13/ No obstante, conviene señalar que este nivel de desagregación de la información pública está disponible solo en muy pocos mercados.
- 14/ Este análisis se ha hecho en función de la información disponible en cada caso.
- 15/ En la mayoría de los casos, dicha serie va desde 1980 o, en su defecto, el año más reciente sobre el que se dispone de información en cada caso.

16/ Según estimaciones del Banco Central Europeo para la Eurozona, un aumento del 1% en los tipos de interés hipotecarios puede derivar en una caída del precio medio de los inmuebles en torno al 5% en un período de alrededor de dos años. En el caso de la inversión en vivienda, ese aumento del 1% en los tipos de interés hipotecarios puede derivar en una caída de alrededor del 8% en la inversión, en un período en torno a dos años. Véase: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202206_04~786da4a23a.en.html

17/ Véase: <https://www.bis.org/publ/work744.htm>

18/ Oxford Economics, *Capital stock, residential, real: Private Fixed Residential Assets* (Bil.Chn.2012\$); Bureau of Economic Analysis\Haver Analytics (base Jan23_2)

19/ Véase: Oxford/Haver Analytics (base Jan23_2)

20/ Estimaciones de Census.

21/ Véase: *The State of the Nation's Housing 2022*. Joint Center for Housing Studies of Harvard University.

22/ Datos de Census.

23/ Datos de Census.

24/ Datos de AXCO.

25/ Datos de la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC), del informe del año 2022 "Seguro de Incendio de Vivienda, Propietario Ocupante de Vivienda y Propietario Inquilino y Propietario de Condominio/Unidad Cooperativa: Datos para 2019".

26/ Datos de la Reserva Federal.

27/ Véase: [https://www.mandtrealtycapital.com/public/files/FNMA-Insurance-Reqts-2016\(1\).pdf](https://www.mandtrealtycapital.com/public/files/FNMA-Insurance-Reqts-2016(1).pdf)

28/ Véase: <https://guide.freddiemac.com/app/guide/section/8202.1>

29/ Con datos de la NAIC correspondientes a 2019, los seguros de Vida riesgo que cubrían exclusivamente el riesgo de muerte alcanzaron unas primas de 6,6 millardos de dólares, siendo las primas de seguros de Vida totales (excluidos los seguros de rentas vitalicias o "annuities") de 189.672 millardos de dólares en ese año.

30/ Véase: <https://content.naic.org/sites/default/files/publication-cre-zb-credit-life-accident-health.pdf>

31/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

32/ Datos de la publicación trimestral del NRMLA, *RiskSpan Reverse Mortgage Market Index*, en: <https://www.nrmlaonline.org/about/press-releases/senior-home-equity-exceeds-record-11-81-trillion>

33/ Datos del informe "Mortgage-Backed Securitites" (MBS) de la Reserva Federal de Nueva York, en: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1001.pdf

34/ Véase: https://www.ginniemae.gov/issuers/issuer_training/Tools%20and%20Resources/ginniemae_basics_workbook.pdf

35/ Datos del informe "Mortgage-Backed Securitites" de la Reserva Federal de Nueva York.

36/ *The State of the Nation's Housing 2022*. Joint Center for Housing Studies of Harvard University.

37/ *The State of the Nation's Housing 2022*. Joint Center for Housing Studies of Harvard University.

38/ Datos de Census, en: <https://www.census.gov/housing/hvs/data/histtabs.html>

39/ Estimaciones de Naciones Unidas (World Population Prospects 2022)

40/ Estimaciones de Oxford Economics, con datos de INEGI. *Sistema de Cuentas Nacionales de México. Acervos de Capital por Entidad Federativa*. Base 2013. Viviendas.

41/ Datos de Oxford Economics y Haver Analytics.

42/ Véase: <https://www.inegi.org.mx/app/saladeprensa/noticia.html?id=7741>

43/ Véase: <https://sniiv.sedatu.gob.mx/Oferta/Parque>

44/ Véase: Comunicado de prensa. 25 enero 2021, en: <https://www.inegi.org.mx/app/saladeprensa/>

45/ Véase: Encuesta nacional de vivienda-ENVI2020, en: <https://www.inegi.org.mx/rnm/index.php/catalog/695> y <https://www.inegi.org.mx/contenidos/saladeprensa/boletines/2021/envi/ENVI2020.pdf>

46/ Véase: <http://portal.ruv.org.mx/index.php/cifras-basicas-ruv/>

47/ Véase: <https://www.gob.mx/profeco/documentos/seguros-para-casa-habitacion>

48/ El seguro de crédito a la vivienda transfiere parte del riesgo de crédito (incumplimiento de pago del acreditado final) de la entidad que origina el crédito hipotecario a un tercero (la entidad aseguradora). Entre sus objetivos se encuentra asegurar créditos destinados a la adquisición de vivienda, preferentemente de interés social, brindando oportunidades para que la población en general pueda acceder a un crédito hipotecario. Independientemente del porcentaje que el titular del crédito debe aportar como entrada/enganche para la compra de una vivienda, la cobertura del SCV puede variar entre un 5% y un 30% sobre el saldo pendiente. Véase: [https://aseguradora.shf.gob.mx/Sitepages/SobreSCV.aspx#:~:text=El%20Seguro%20de%20Cr%C3%A9dito%20a%20la%20Vivienda%20\(SCV\)%20es%20una,tercero%20\(SCV%20DSHF\),](https://aseguradora.shf.gob.mx/Sitepages/SobreSCV.aspx#:~:text=El%20Seguro%20de%20Cr%C3%A9dito%20a%20la%20Vivienda%20(SCV)%20es%20una,tercero%20(SCV%20DSHF),) <https://aseguradora.shf.gob.mx/SitePages/Aseguradora.aspx> y <https://aseguradora.shf.gob.mx/Sitepages/SobreSCV.aspx>.

49/ Se trata de Genworth Seguros de Crédito a la Vivienda (entidad privada) y Seguros de Crédito a la Vivienda SHF (propiedad del gobierno mexicano). Véase: <https://listainstituciones.cnsf.gob.mx/>

50/ Encuesta Nacional de Vivienda-ENVI2020, en: <https://www.inegi.org.mx/contenidos/saladeprensa/boletines/2021/envi/ENVI2020.pdf>

51/ Véase: <https://www.gob.mx/shf/documentos/estado-actual-de-la-vivienda-en-mexico-eavm-2021?idiom=es> y <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/situacion-inmobiliaria-mexico-primer-semester-2022/>

52/ Véase: https://portalmx.infonavit.org.mx/wps/wcm/connect/f49b5a3c-3eae-42fb-8557-b80a01e8416c/Reporte+Anual+de+Vivienda+2022.pdf?MOD=AJPERES&CONVERT_TO=url&ContentCache=NONE&CACHE=NONE&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f49b5a3c-3eae-42fb-8557-b80a01e8416c-oeaKvjH

53/ Véase: https://portalmx.infonavit.org.mx/wps/wcm/connect/9da8594e-35f3-48f1-ab42-b6d9c2208958/Encuesta_Necesidades_Credito_Vivienda_3T2022.pdf?MOD=AJPERES

54/ Como, por ejemplo, que el accidente no haya ocurrido por haber participado en competencias de riesgo, que las lesiones sufridas no hayan sido por causa de una riña provocada por el asegurado, entre otras.

55/ Véase: <https://comparador.banxico.org.mx/ComparadorCredito/terminos-credito-hipotecario.jsp>, <https://www.condusef.gob.mx/?p=contenido&idc=929&idcat=1>, <https://www.condusef.gob.mx/?p=contenido&idc=453&idcat=1>, <https://www.banorte.com/wps/portal/banorte/Home/seguros/seguros-credito-hipotecario> y <https://www.bbva.mx/personas/productos/seguros/vida/seguro-hipotecario-de-vida.html>.

56/ Véase: <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2022/08/ECBC-Fact-Book-2022.pdf>

57/ Véase: <https://www.gob.mx/shf/documentos/90727>

58/ Véase: https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/802819/2022_IV_ZM.pdf

59/ Encuesta Nacional de Vivienda-ENVI2020, en: <https://www.inegi.org.mx/rnm/index.php/catalog/695> y <https://www.inegi.org.mx/contenidos/saladeprensa/boletines/2021/envi/ENVI2020.pdf>.

60/ Reporte Anual de Vivienda 2022, Infonavit, en: <https://portalmx.infonavit.org.mx/wps/wcm/connect/f49b5a3c-3eae-42fb-8557-b80a01e8416c/Reporte+Anual+de+Vivienda+2022.pdf?MOD=AJPERES>

61/ Encuesta_Necesidades_Credito_Vivienda, 3T2022, en: https://portalmx.infonavit.org.mx/wps/portal/infonavit_agenda_investigacion/investigacion_analisis/reportes_estadisticos!/ut/p/z1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfljo8zizdwNDDycTQz93IO9LQ0CXfyDgoJM_Q2dPc30w8EKDHAARwP9KN_z6_R1h-vEoiCLGfjwKovA7L1w_ipCSgtzQ0AiDdEUAFYV6EQ!!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/ y https://portalmx.infonavit.org.mx/wps/wcm/connect/9da8594e-35f3-48f1-ab42-b6d9c2208958/Encuesta_Necesidades_Credito_Vivienda_3T2022.pdf?MOD=AJPERES

62/ La primera de ellas, una entidad normativa de fomento, y los dos últimos organismos financieros con participación del Estado, el sector privado y el sector de los trabajadores.

63/ Véase: [Sociedad Hipotecaria Federal | Gobierno | gob.mx \(www.gob.mx\)](https://www.gob.mx)

- 64/ United Nations, Population Division, *World Population Prospects 2022*.
- 65/ *Real Net Stock: Private Fixed Residential Assets*. Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics.
- 66/ *Brazil: Financial Soundness Indicators, Total Assets*.
- 67/ Se pueden consultar los estados que configuran las regiones en el siguiente vínculo: https://es.wikipedia.org/wiki/Regiones_de_Brasil
- 68/ Hasta la eventual aprobación de las mencionadas leyes, sería el Código Civil Brasileño (Capítulo III. arts.1473 y ss.) el que regula las hipotecas.
- 69/ Desde 2007, también ha surgido la captación directa de recursos propios por parte de empresas constructoras, promotoras inmobiliarias, Fintechs y Startups, de inversores a través de la emisión de acciones y obligaciones.
- 70/ El sistema de registro brasileño carece de uniformidad y no existe una unificación nacional pese a los avances realizados. Ante ello, un *proxy* para calcular el precio medio del metro cuadrado es el Índice FipeZAP, que es calculado por la Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) a partir de la información de los anuncios inmobiliarios (pisos, habitaciones, locales comerciales de hasta 200 metros cuadrados) en venta y alquiler publicados en los portales ZAP+.
- 71/ Estimaciones de Naciones Unidas.
- 72/ Office for National Statistics y Haver Analytics. *UK: Net Capital Stock: Dwellings excluding Land* (Bil.Chn.2019.GBP)
- 73/ Office for National Statistics y Haver Analytics. *UK: HHs/NPISH, Net Financial Assets/Liabilities* (NSA)
- 74/ Se estima que la pandemia ha tenido un efecto positivo en los seguros de hogar, ya que, aunque pueden haberse producido más daños accidentales debido al teletrabajo, los robos han disminuido al estar las casas ocupadas durante más horas.
- 75/ FCA. (2021). *General insurance pricing practices market study Feedback to CP20/19 and final rules*.
- 76/ *ERC Spring Market Report 2022*, en: <https://www.equityreleasecouncil.com/wp-content/uploads/2022/03/Equity-Release-Council-Spring-2022-Market-Report.pdf>
- 77/ Estimaciones de Naciones Unidas.
- 78/ Estimaciones de Oxford Economics, con datos de La Fundación BBVA y el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie).
- 79/ Oxford Economics y Haver Analytics, *Statistical Office of the European Communities. Gross wealth of the household sector; Spain: Consolidated Assets: HH/NPISH: Fin Assets*.
- 80/ A esto hay que añadir cierta incertidumbre regulatoria en cuanto a los requerimientos de capital a efectos de calcular el ratio de solvencia de las entidades aseguradoras que incursionan en la comercialización de este tipo de productos.
- 81/ Véase: <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/May/Fic/IEF200814-5.pdf>
- 82/ Titulizaciones STS, simples, transparentes y estandarizadas. Véase: MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 83/ Este incremento podría justificarse por su uso como colateral en las subastas de liquidez del Banco Central Europeo.
- 84/ Datos de Ministerio de Vivienda y Haver Analytics.
- 85/ United Nations, Population Division, *World Population Prospects 2022*.
- 86/ Estimaciones de Oxford Economics, con datos de Fundación BBVA y el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie).
- 87/ Deutsche Bundesbank y Haver Analytics, *Germany: Stock: HH: Assets* (EOP, NSA, Bil.EUR).
- 88/ Datos de Statistisches Bundesamt.
- 89/ A estos, a su vez, se añaden diferentes combinaciones con múltiples modalidades (animales de compañía, aseguramiento de bicicletas, limpieza de tuberías y control de plagas, entre otros).

- 90/ Véase: Helbrecht y Geilenkeuser, 2012.
- 91/ Véase: <https://www.refire-online.com/markets/german-home-ownership-rates-fall-yet-again/>
- 92/ Véase: <https://www.degiv.de/>
- 93/ Véase: Maennig, 2017.
- 94/ Véase: Helbrecht y Geilenkeuser, 2012.
- 95/ United Nations, Population Division, *World Population Prospects 2022*.
- 96/ Oxford Economics calculations; OE estimate (Neil Blake) in 2000 prices, rebased to 2015 using the Investment delator, extrapolated.
- 97/ Datos del Banco de Japón y /Haver Analytics.
- 98/ Véase: <https://www.realestate-tokyo.com/news/home-insurance-in-japan/>
- 99/ Véase: <https://www.realestate-tokyo.com/news/earthquake-insurance/>
- 100/ Véase: <https://www.usgs.gov/faqs/where-do-earthquakes-occur#:~:text=The%20world's%20greatest%20earthquake%20belt,nickname%20%22Ring%20of%20Fire%22>
- 101/ Véase: https://www.mof.go.jp/english/policy/financial_system/earthquake_insurance/outline_of_earthquake_insurance.html
- 102/ Los datos que se presentan en este apartado han sido recogidos en tres fuentes distintas: el GIAJ (Asociación General de Seguros de Japón), GIROJ (Organización General de Rating de Seguros de Japón) y de AXCO (entidad privada de información aseguradora). Tanto el GIAJ como AXCO publican los seguros de hogar incluyendo el de terremotos y cuentan con una serie desde antes de 1995; mientras que el GIROJ divide en ramos separados el seguro de hogar y el de terremoto.
- 103/ También lo ofrecen otros dos grandes bancos: Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ y Mizuho Bank.
- 104/ Solamente Tokyo Star Bank los acepta en ciertos lugares y sujetos a determinadas condiciones.
- 105/ *World Population Prospects 2022*.
- 106/ Véase: *World Population Prospects 2022*
- 107/ Kim, Kyung-Hwan y Park, Miseon (2016). "Housing Policy in the Republic of Korea," *ADB Working Papers* núm. 570, Asian Development Bank Institute.
- 108/ Kim, Kyung-Hwan y Park, Miseon, *op. cit.*
- 109/ Véase: https://www.koreatimes.co.kr/www/nation/2022/09/356_334485.html
- 110/ Productos de ahorro con un vencimiento de entre 5 y 15 años, combinados con seguros de enfermedad para cubrir gastos médicos.
- 111/ La cuota de mercado de los cuatro mayores aseguradores de No Vida fue del 66,5%: Samsung Fire & Marine (22,4%), DB Insurance (16,6%) Hyundai Marine & Fire (15,3%) y KB Insurance (12,2%).
- 112/ Según el proveedor de información de seguros Axco.
- 113/ Datos de Axco.
- 114/ Véase: <https://www.bok.or.kr/portal/bbs/B0000170/view.do?nttlId=10072882&menuNo=200060&pageIndex=1>
- 115/ Cabe señalar que el mercado de seguros en Corea del Sur está dominado por dos grupos significativos: los "chaebols" (tienen su origen en conglomerados industriales controlados por familias, como Samsung, Hyundai, LG) y los grupos de bancaseguros coreanos. En 2021, Samsung Life siguió siendo el líder del mercado de vida de Corea del Sur con el 22,4% de las primas emitidas, seguido de Kyobo Life y Hanwha Life con una cuota de mercado del 13,3% y 12,4%, respectivamente. Las compañías de seguros pueden realizar también ciertos negocios no relacionados con seguros, siempre que estos no socaven la seguridad y solidez de las compañías de seguros ni perjudiquen a los asegurados. Los negocios concurrentes de las compañías de seguros incluyen servicios de custodia de activos titulizados, servicios de transferencia electrónica de dinero, servicios de cambio de divisas y fondos de pensiones de jubilación.

116/ Kim, Kyung-Hwan y Park, Miseon, *op. cit.*

117/ Véase: Bank of Korea (2021). *Financial Stability Report: 2021*. 12, en: <https://www.bok.or.kr/eng/bbs/E0000737/list.do?menuNo=400042>

118/ Financial Services Commission (2021). *Government Announces Household Debt Management Plan for 2021-2023*, en: <https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/75832?srchCtgr=&curPage=&srchKey=cn&srchText=LTV%20ratio&srchBeginDt=&srchEndDt=>

119/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

120/ Con datos de la Asociación para los Mercados Financieros en Europa (AFME).

121/ La versión española de esta figura son las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIS) cuya regulación data de 2009 (Ley 11/2009, de 26 de octubre) y mejorada con posterioridad (Ley 16/2012, de 27 de diciembre).

122/ Véase: https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF_200521.pdf

123/ En base a las bases de datos poblacionales y previsiones de Naciones Unidas.

124/ La regresión se ha realizado con los datos de primas de seguros en moneda local agrupados por Swiss RE, y la renta personal disponible nominal ("Income, personal disposable, nominal, LCU") de Oxford Economics/Haver Analytics, sobre una muestra de 73 países: Sudáfrica, Argentina, Brasil, Canadá, Chile, México, Estados Unidos, Australia, China, Hong Kong, China, India, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia, Austria, Bélgica, Bulgaria, Croacia, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega, Polonia, Portugal, Rumania, Eslovaquia, España, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido, Argelia, Angola, Baréin, Botsuana, Egipto, Irán, Israel, Kenia, Kuwait, Mauricio, Marruecos, Namibia, Nigeria, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Colombia, Ecuador, Perú, Uruguay, Pakistán, Corea del Sur, Vietnam, Chipre, Estonia, Letonia, Lituania, Rusia, Eslovenia, Omán y Katar.

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla 1.1	Países seleccionados: principales características de la hipoteca inversa	23
Tabla 2.1-a	Estados Unidos: estimaciones del inventario total de viviendas	31
Tabla 2.1-b	Estados Unidos: desempeño del seguro de Vida crédito	35
Tabla 2.1-c	Estados Unidos: top-15 de compañías por importe del capital inicial de las operaciones hipotecarias, 2022	38
Tabla 2.1-d	Estados Unidos: top-15 de compañías por número de operaciones hipotecarias, 2022	39
Tabla 2.2-a	México: producción de vivienda	53
Tabla 2.2-b	México: actividad hipotecaria por organismo	55
Tabla 2.2-c	México: pago de alquiler agrupado por nivel de ingreso	59
Tabla 2.4	Reino Unido: hipotecas inversas	79
Tabla 2.6	Alemania: alternativas de la hipoteca inversa	114
Tabla 3.3	Distribución del <i>crowdfunding</i> inmobiliario	163
Tabla 4.2-a	Indicador de Potencial Inmobiliario (IPI)	170
Tabla 4.2-b	Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)	171

Gráficas

Gráfica 1.1	Vinculación entre el mercado inmobiliario residencial y la actividad aseguradora	18
Gráfica 1.2	Mercados de referencia para el análisis	25
Gráfica 2.1-a	Estados Unidos: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	29
Gráfica 2.1-b	Estados Unidos: formación bruta de capital en construcción de vivienda	30
Gráfica 2.1-c	Estados Unidos: parque de viviendas	30
Gráfica 2.1-d	Estados Unidos: variación del número de permisos de construcción e índice viviendas pendientes de venta	31
Gráfica 2.1-e	Estados Unidos: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano	32
Gráfica 2.1-f	Estados Unidos: porcentaje de propietarios por formulario póliza, 2019	33
Gráfica 2.1-g	Estados Unidos: distribución deuda hipotecaria total por inversores	34
Gráfica 2.1-h	Estados Unidos: número de hipotecas HECM	37
Gráfica 2.1-i	Estados Unidos: riqueza inmobiliaria (<i>senior home equity</i>)	39
Gráfica 2.1-j	Estados Unidos: saldo de los valores respaldados por hipotecas	40
Gráfica 2.1-k	Estados Unidos: tasa de morosidad en hipotecas residenciales unifamiliares	41

Gráfica 2.1-l	Estados Unidos: venta de viviendas	42
Gráfica 2.1-m	Estados Unidos: índices de precios de la vivienda y al consumidor	42
Gráfica 2.1-n	Estados Unidos: tipo de interés fijo a 30 y 15 años y variable (5/1)	43
Gráfica 2.1-o	Estados Unidos: distribución de hipotecas por tipo de interés	44
Gráfica 2.1-p	Estados Unidos: distribución de hipotecas por objetivo	45
Gráfica 2.1-q	Estados Unidos: plazo medio de vencimiento de los créditos hipotecarios	45
Gráfica 2.1-r	Estados Unidos: brecha de crédito a hogares	46
Gráfica 2.1-s	Estados Unidos: relación deuda hipotecaria a parque de viviendas y precio medio	46
Gráfica 2.1-t	Estados Unidos: evolución de la propiedad o alquiler de la vivienda	47
Gráfica 2.1-u	Estados Unidos: evolución precio mediano vivienda vacía y alquiler mensual	47
Gráfica 2.1-v	Estados Unidos: evolución del índice asequibilidad y precios vivienda	48
Gráfica 2.2-a	México: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	49
Gráfica 2.2-b	México: formación bruta de capital en construcción de vivienda	50
Gráfica 2.2-c	México: tipología del parque habitacional, 2020	50
Gráfica 2.2-d	México: parque habitacional, 2010-2020	51
Gráfica 2.2-e	México: evolución de las viviendas particulares habitadas	51
Gráfica 2.2-f	México: estructura de las viviendas particulares habitadas, 2020	52
Gráfica 2.2-g	México: estructura de viviendas, 2020	52
Gráfica 2.2-h	México: registro anual de viviendas	53
Gráfica 2.2-i	México: producción mensual de viviendas	54
Gráfica 2.2-j	México: viviendas particulares habitadas propias (pagadas/vías de pago) por fuente de financiación, 2020	54
Gráfica 2.2-k	México: viviendas particulares habitadas propias (nuevas/segunda mano) por fuente de financiación, 2020	54
Gráfica 2.2-l	México: número de créditos hipotecarios	55
Gráfica 2.2-m	México: índices de precios de la vivienda y al consumidor	56
Gráfica 2.2-n	México: índice SHF de precios de la vivienda	56
Gráfica 2.2-o	México: índice SHF de precios a la vivienda por tipología	57
Gráfica 2.2-p	México: índice SHF de precios a la vivienda por clase	57
Gráfica 2.2-q	México: tipo de interés préstamos hipotecarios	58
Gráfica 2.2-r	México: brecha de crédito a los hogares	58
Gráfica 2.3-a	Brasil: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	60
Gráfica 2.3-b	Brasil: formación bruta de capital en construcción de vivienda	61
Gráfica 2.3-c	Brasil: parque de viviendas	61
Gráfica 2.3-d	Brasil: distribución por régimen de tenencia de vivienda	62
Gráfica 2.3-e	Brasil: unidades residenciales terminadas	62
Gráfica 2.3-f	Brasil: oferta final disponible	63
Gráfica 2.3-g	Brasil: unidades residenciales vendidas	63
Gráfica 2.3-h	Brasil: unidades terminadas (12m) y ventas acumuladas vs oferta final	63
Gráfica 2.3-i	Brasil: primas de seguro multirriesgo residencial	64
Gráfica 2.3-j	Brasil: primas de seguro multirriesgo comunidades	64
Gráfica 2.3-k	Brasil: saldo de hipotecas	65
Gráfica 2.3-l	Brasil: primas de seguro de vivienda-prestamista	66
Gráfica 2.3-m	Brasil: distribución primas de seguro de vivienda	66
Gráfica 2.3-n	Brasil: stock de crédito hipotecario SFH y FGTS	67
Gráfica 2.3-o	Brasil: activos problemáticos SFH y FGTS	67
Gráfica 2.3-p	Brasil: unidades financiadas mensualmente con recursos SBPE	68
Gráfica 2.3-q	Brasil: monto financiado mensualmente con recursos SBPE	68
Gráfica 2.3-r	Brasil: transacciones inmobiliarias estado de São Paulo	69
Gráfica 2.3-s	Brasil: transacciones inmobiliarias municipales	69
Gráfica 2.3-t	Brasil: índices de precios de la vivienda y al consumidor	70
Gráfica 2.3-u	Brasil: índice FipeZAP Venta	70

Gráfica 2.3-v	Brasil: precios de venta de viviendas	71
Gráfica 2.3-w	Brasil: tipo de interés medio de crédito inmobiliario	71
Gráfica 2.3-x	Brasil: tipos de interés de política monetaria, de bonos del gobierno e interbancario	71
Gráfica 2.3-y	Brasil: brecha de crédito a hogares	72
Gráfica 2.3-z	Brasil: índice FipeZAP Alquiler	73
Gráfica 2.3-aa	Brasil: viviendas entregadas con los programas PMCMV y PCVA	74
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	74
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: formación bruta de capital en construcción de vivienda	75
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: parque de viviendas	75
Gráfica 2.4-d	Reino Unido: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano	76
Gráfica 2.4-e	Reino Unido: saldo de hipotecas	77
Gráfica 2.4-f	Reino Unido: hipotecas vivas sobre el total de fincas	78
Gráfica 2.4-g	Reino Unido: tenencia de vivienda por grupos de edad	79
Gráfica 2.4-h	Reino Unido: saldo vivo de bonos hipotecarios garantizados	81
Gráfica 2.4-i	Reino Unido: emisión de bonos hipotecarios garantizados	81
Gráfica 2.4-j	Reino Unido: RMBS	82
Gráfica 2.4-k	Reino Unido: tasa de morosidad (<i>non-performing loans ratio</i>)	82
Gráfica 2.4-l	Reino Unido: ratio préstamo-valor	83
Gráfica 2.4-m	Reino Unido: ratio préstamo-ingresos	84
Gráfica 2.4-n	Reino Unido: venta de viviendas	84
Gráfica 2.4-o	Reino Unido: índices de precios de la vivienda y al consumidor	85
Gráfica 2.4-p	Reino Unido: precio medio de las viviendas	86
Gráfica 2.4-q	Reino Unido: hipotecas constituidas según tipo de interés	86
Gráfica 2.4-r	Reino Unido: tipos de interés hipotecarios a tipo fijo	87
Gráfica 2.4-s	Reino Unido: tipo de interés interbancario y de política monetaria	87
Gráfica 2.4-t	Reino Unido: brecha de crédito a hogares	88
Gráfica 2.4-u	Reino Unido: evolución tenencia vivienda en propiedad, alquiler-cesión gratuita	88
Gráfica 2.4-v	Reino Unido: distribución hogares por régimen de tenencia de vivienda	88
Gráfica 2.5-a	España: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	89
Gráfica 2.5-b	España: formación bruta de capital en construcción de vivienda	90
Gráfica 2.5-c	España: parque de viviendas	90
Gráfica 2.5-d	España: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano	91
Gráfica 2.5-e	España: distribución de seguros multirriesgo	92
Gráfica 2.5-f	España: evolución primas emitidas en el segmento de No Vida vs Multirriesgo Hogar	92
Gráfica 2.5-g	España: evolución primas emitidas en el segmento de No Vida vs Multirriesgo Comunidades	92
Gráfica 2.5-h	España: distribución de seguros de ingeniería	93
Gráfica 2.5-i	España: saldo vivo de préstamos hipotecarios	94
Gráfica 2.5-j	España: hipotecas constituidas sobre fincas urbanas por entidad que concede el préstamo	95
Gráfica 2.5-k	España: hipotecas constituidas sobre el total de fincas	95
Gráfica 2.5-l	España: evolución primas emitidas en el segmento de Vida vs Vida riesgo	96
Gráfica 2.5-m	España: evolución primas emitidas en el ramo de Vida riesgo vs hipotecas sobre viviendas	96
Gráfica 2.5-n	España: hipotecas inversas contratadas	97
Gráfica 2.5-o	España: emisión de títulos hipotecarios por año de admisión a cotización	98
Gráfica 2.5-p	España: balance de titulizaciones con garantía hipotecaria (RMBS)	99
Gráfica 2.5-q	España: ratio préstamo-valor	100
Gráfica 2.5-r	España: importe de créditos dudosos y tasa de morosidad del crédito inmobiliario	100

Gráfica 2.5-s	España: ejecuciones hipotecarias iniciadas e inscritas en los registros de la propiedad sobre fincas rústicas y urbanas	101
Gráfica 2.5-t	España: venta de viviendas	101
Gráfica 2.5-u	España: transacciones inmobiliarias de extranjeros	103
Gráfica 2.5-v	España: índices de precios de la vivienda y al consumidor	103
Gráfica 2.5-w	España: hipotecas constituidas según tipo de interés	104
Gráfica 2.5-x	España: tipos de interés hipotecario	104
Gráfica 2.5-y	España: tipo de interés interbancario y de política monetaria	104
Gráfica 2.5-z	España: brecha de crédito a hogares	105
Gráfica 2.5-aa	España: evolución tenencia vivienda en propiedad, alquiler-cesión gratuita	106
Gráfica 2.5-ab	España: distribución hogares por régimen de tenencia de vivienda	106
Gráfica 2.6-a	Alemania: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	107
Gráfica 2.6-b	Alemania: formación bruta de capital en construcción de vivienda	108
Gráfica 2.6-c	Alemania: parque de viviendas	108
Gráfica 2.6-d	Alemania: apartamentos desocupados	109
Gráfica 2.6-e	Alemania: primas de seguros sobre inmuebles	110
Gráfica 2.6-f	Alemania: primas de seguros sobre inmuebles residenciales	110
Gráfica 2.6-g	Alemania: saldo vivo de préstamos hipotecarios	111
Gráfica 2.6-h	Alemania: préstamos a hogares para vivienda en función del tipo de interés	112
Gráfica 2.6-i	Alemania: primas de seguros de Vida	112
Gráfica 2.6-j	Alemania: saldo de bonos hipotecarios garantizados	114
Gráfica 2.6-k	Alemania: emisión de bonos hipotecarios garantizados	115
Gráfica 2.6-l	Alemania: saldo vivo de RMBS	115
Gráfica 2.6-m	Alemania: tasa de morosidad	116
Gráfica 2.6-n	Alemania: ratio de coste-ingresos	117
Gráfica 2.6-o	Alemania: transacciones totales y residenciales	117
Gráfica 2.6-p	Alemania: índices de precios de la vivienda y al consumidor	118
Gráfica 2.6-q	Alemania: índices de precios de la vivienda	118
Gráfica 2.6-r	Alemania: índices de precios relacionados del sector inmobiliario	119
Gráfica 2.6-s	Alemania: ratio de precio-alquiler	119
Gráfica 2.6-t	Alemania: precios por metro cuadrado de viviendas residenciales	120
Gráfica 2.6-u	Alemania: estructura de las hipotecas por tipos de interés fijo y variable	121
Gráfica 2.6-v	Alemania: tipos de interés fijo y variable en hipotecas	121
Gráfica 2.6-w	Alemania: tipo de interés interbancario y de política monetaria	122
Gráfica 2.6-x	Alemania: brecha de crédito a hogares	122
Gráfica 2.6-y	Alemania: evolución tenencia vivienda en propiedad y alquiler	123
Gráfica 2.7-a	Japón: <i>stock</i> inmobiliario residencial real, riqueza financiera bruta de los hogares y población	124
Gráfica 2.7-b	Japón: formación bruta de capital en construcción de vivienda	124
Gráfica 2.7-c	Japón: parque de viviendas	125
Gráfica 2.7-d	Japón: exceso de oferta inmobiliaria	125
Gráfica 2.7-e	Japón: número de establecimientos comerciales	126
Gráfica 2.7-f	Japón: transacciones de vivienda nueva vs vivienda de segunda mano	126
Gráfica 2.7-g	Japón: primas directas de seguros de hogar (datos del GIAJ)	127
Gráfica 2.7-h	Japón: primas directas de seguros de hogar (datos de AXCO)	128
Gráfica 2.7-i	Japón: primas directas de seguros de hogar y terremoto	128
Gráfica 2.7-j	Japón: saldo vivo del balance de hipotecas	129
Gráfica 2.7-k	Japón: originación de hipotecas	130
Gráfica 2.7-l	Japón: seguros de Vida individuales	130
Gráfica 2.7-m	Japón: instituciones financieras que ofrecen hipoteca inversa y solicitudes de cobertura de seguro	131
Gráfica 2.7-n	Japón: saldo vivo de RMBS	132
Gráfica 2.7-o	Japón: bonos hipotecarios garantizados	133
Gráfica 2.7-p	Japón: tasa de morosidad	133
Gráfica 2.7-q	Japón: ratio préstamo-valor	134

Gráfica 2.7-r	Japón: venta de viviendas	135
Gráfica 2.7-s	Japón: índices de precios de la vivienda y al consumidor	135
Gráfica 2.7-t	Japón: precios medios de propiedades residenciales por metro cuadrado	136
Gráfica 2.7-u	Japón: tipo de interés hipotecario	137
Gráfica 2.7-v	Japón: estructura de las hipotecas según su tipo de interés	137
Gráfica 2.7-w	Japón: tipo de interés interbancario y de política monetaria	138
Gráfica 2.7-x	Japón: brecha de crédito a hogares	138
Gráfica 2.7-y	Japón: evolución tenencia vivienda en propiedad, alquiler-cesión gratuita	139
Gráfica 2.7-z	Japón: número de personas viviendo en propiedad y en alquiler	139
Gráfica 2.8-a	Corea del Sur: evolución poblacional	140
Gráfica 2.8-b	Corea del Sur: formación bruta de capital en construcción de vivienda	141
Gráfica 2.8-c	Corea del Sur: parque de viviendas	141
Gráfica 2.8-d	Corea del Sur: permisos de construcción para viviendas	142
Gráfica 2.8-e	Corea del Sur: primas de seguro de hogar e incendios	143
Gráfica 2.8-f	Corea del Sur: hipotecas constituidas sobre el total de fincas	144
Gráfica 2.8-g	Corea del Sur: tipos de créditos concedidos a hogares	144
Gráfica 2.8-h	Corea del Sur: tipos de hipotecas constituidas por institución	145
Gráfica 2.8-i	Corea del Sur: seguros de vida individuales: distribución de primas por ramos	146
Gráfica 2.8-j	Corea del Sur: hipotecas inversas constituidas	147
Gráfica 2.8-k	Corea del Sur: venta de viviendas	149
Gráfica 2.8-l	Corea del Sur: transacciones inmobiliarias de extranjeros	151
Gráfica 2.8-m	Corea del Sur: índices de precios de la vivienda y al consumidor	151
Gráfica 2.8-n	Corea del Sur: tipo de interés interbancario y tipos de interés hipotecario Bogeumjari	152
Gráfica 2.8-o	Corea del Sur: brecha de crédito a hogares	153
Gráfica 2.8-p	Corea del Sur: evolución tenencia vivienda en propiedad, alquiler u otros	154
Gráfica 2.8-q	Corea del Sur: distribución hogares por régimen de tenencia de vivienda	154
Gráfica 3.1-a	Países seleccionados: saldo de bonos garantizados (<i>covered bonds</i>), 2021	155
Gráfica 3.1-b	Saldo de bonos garantizados (<i>covered bonds</i>)	156
Gráfica 3.2-a	Países seleccionados: valores respaldados por hipotecas	156
Gráfica 3.2-b	Europa: emisión de productos titulizados	157
Gráfica 3.2-c	Europa: estructura de la emisión total de bonos garantizados por tipo de colateral	157
Gráfica 3.2-d	Europa: estructura de las emisiones por país del colateral	157
Gráfica 3.2-e	Evolución de la calidad crediticia de las emisiones de bonos garantizados	158
Gráfica 3.2-f	Estructura general de las emisiones de bonos garantizados	159
Gráfica 3.3-a	Activos totales del sector financiero	160
Gráfica 3.3-b	Estructura de la capitalización global del mercado de empresas inmobiliarias listadas	161
Gráfica 3.3-c	Ranking de empresas por su capitalización de mercado	162
Gráfica 3.3-d	Europa: evolución del ratio LTV para Fondos de Inversión en Bienes Raíces por países	162
Gráfica 3.3-e	Europa: evolución del ratio LTV para Fondos de Inversión en Bienes Raíces por sector	162
Gráfica 4.1-a	Construcción del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)	166
Gráfica 4.1-b	Renta disponible vs Primas No Vida: curva de regresión ajustada	168
Gráfica 4.1-c	Renta disponible vs Primas Vida: curva de regresión ajustada	168
Gráfica 4.1-d	Renta disponible vs Primas totales: curva de regresión ajustada	169
Gráfica 4.2	Geografía del Indicador de Potencial Inmobiliario para el Sector Asegurador (IPIA)	172

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *GIP-MAPFRE 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *El mercado asegurador latinoamericano en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *El mercado español de seguros en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.

AVISO

Este documento ha sido preparado por MAPFRE Economics con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de MAPFRE o de Fundación MAPFRE. El documento presenta y recopila datos, opiniones y estimaciones relativas al momento en que fue elaborado, los cuales fueron preparados directamente por MAPFRE Economics, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por MAPFRE Economics. Por lo tanto, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones contenidas en este documento han sido preparadas a partir de metodologías generalmente aceptadas y deben ser consideradas solo como previsiones o proyecciones, en la medida en que los resultados obtenidos de datos históricos, positivos o negativos, no pueden considerarse como una garantía de su desempeño futuro. Asimismo, este documento y su contenido está sujeto a cambios dependiendo de variables tales como el contexto económico y el comportamiento de los mercados. En esta medida, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

Este documento y su contenido no constituyen, de forma alguna, una oferta, invitación o solicitud de compra, participación o desinversión en instrumentos o activos financieros. Este documento o su contenido no podrán formar parte de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. En lo que se refiere a la inversión en activos financieros relacionados con las variables económicas analizadas en este documento, los lectores de este estudio deben ser conscientes de que bajo ninguna circunstancia deben basar sus decisiones de inversión en la información contenida en este documento. Las personas o entidades que ofrecen productos de inversión a inversores potenciales están legalmente obligadas a proporcionar la información necesaria para tomar una decisión de inversión adecuada. Por lo anterior, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida o daño, directo o indirecto, que pueda derivar del uso de este documento o de su contenido para esos propósitos.

El contenido de este documento está protegido por las leyes de propiedad intelectual. Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid