

ECONOMÍA DE LA VIVIENDA

José García Montalvo
Josep María Raya Vílchez
(Coordinadores)

 **HAND
books**



FUNDACIÓN
RAMÓN ARECES

ECONOMÍA DE LA VIVIENDA

José García Montalvo
Josep Maria Raya Vílchez
(Coordinadores)

ECONOMÍA DE LA VIVIENDA



FUNDACIÓN
RAMÓN ARECES

Reservados todos los derechos.

Ni la totalidad ni parte de los libros pueden reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación, sin permiso escrito de Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.

El contenido expuesto en este libro es responsabilidad exclusiva de sus autores.

© EDITORIAL CENTRO DE ESTUDIOS RAMÓN ARECES, S.A.

Tomás Bretón, 21 – 28045 Madrid

Teléfono: 915 398 659

cerasa@cerasa.es

www.cerasa.es

© FUNDACIÓN RAMÓN ARECES

Vitruvio, 5 – 28006 MADRID

www.fundacionareces.es

ISBN-13: 978-84-9961-474-8

Depósito legal: M-9609-2025

Impreso por:

Campillo Nevado, S.A.

Desierto de Tabernas, 8

28320 Pinto (Madrid)

Impreso en España / Printed in Spain

ÍNDICE

PRÓLOGO (José García Montalvo y Josep María Raya Vilchez)	17

Primera Parte

EL MERCADO DE LA VIVIENDA: MODELOS Y FUENTES DE DATOS

Capítulo 1. MODELOS ECONÓMICOS APLICADOS AL MERCADO DE LA VIVIENDA (Antonia Díaz)	23
Resumen	23
1. La vivienda pasa al primer plano de la macroeconomía	25
2. Vivienda y consumo agregado	27
3. Vivienda, cartera de los hogares y distribución de la riqueza	32
4. El ciclo inmobiliario.....	35
4.1. Características del ciclo inmobiliario.....	36
4.2. El mercado hipotecario.....	37
4.3. Liquidez y mercado descentralizado	40
5. Movilidad geográfica y mercado de trabajo.....	44
6. Política económica y vivienda	47
7. Comentarios finales.....	49
Bibliografía.....	52
Capítulo 2. FUENTES DE DATOS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA (José García Montalvo y Josep María Raya Vilchez).....	59
Resumen	59
1. Introducción.....	60
2. Datos de suelo: oferta de suelo urbanizable y no urbanizable y precios ..	64
3. Datos del mercado de la vivienda	66
3.1. Datos de vivienda en propiedad.....	66
3.2. Datos de vivienda en alquiler.....	71

4. Datos de VPO	75
5. Datos de viviendas vacías	78
6. Datos de rehabilitación	80
7. Datos de SAREB	82
8. Big data y precios de la vivienda: predicciones de los precios de la vivienda a nivel código postal	83
9. Conclusión.....	84
Bibliografía.....	86

Segunda Parte

EL MERCADO DE LA VIVIENDA: FUNDAMENTOS

Capítulo 3. ALGUNOS ASPECTOS DE LA ECONOMÍA DE LA VIVIENDA (Christine Whitehead)	91
Resumen	91
1. Introducción.....	92
2. Principios de la oferta y la demanda	93
3. La vivienda como bien de consumo y como activo.....	95
4. Gasto en vivienda.....	97
5. Vivienda y macroeconomía	98
6. La asignación del suelo	99
7. Vivienda y ordenación del territorio	100
7.1. Formas de intervención	104
8. Abordar los problemas de asequibilidad de la vivienda	105
8.1. Control y estabilización de los alquileres	106
8.2. La provisión de viviendas de alquiler social y asequible	109
8.3. El crecimiento de las ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos.	112
9. Apoyo a la vivienda habitada en propiedad.....	114
9.1. El papel de la propiedad de viviendas de bajo coste	116
10. Financiarización de la vivienda.....	117
11. Conclusiones	118
Bibliografía.....	118

Capítulo 4. LA OFERTA DE VIVIENDA A LARGO PLAZO: SU IMPORTANCIA, DETERMINANTES Y MEDICIÓN (Albert Saiz)	123
Resumen	123
1. Representación económica de la oferta de vivienda a largo plazo	124
2. Oferta local de vivienda y población metropolitana	127
3. Costes de construcción y la curva de oferta	131
4. La función de oferta de vivienda refleja el coste del suelo	134
5. Durabilidad de la oferta ante una demanda menguante.....	140
6. Oferta de vivienda a largo plazo <i>versus</i> el corto plazo	146
7. Determinantes empíricos de la elasticidad de la oferta a largo plazo	150
7.1. Enfoque de series temporales.....	151
7.2. Enfoque de variables “en diferencias”	155
7.3. Endogeneidades.....	160
7.4. Determinantes de la política de suelo municipal.....	161
8. Conclusión.....	162
Bibliografía.....	163
Capítulo 5. CÓMO AFECTA EL SECTOR INMOBILIARIO AL CICLO ECONÓMICO (Judit Montoriol)	169
Resumen	169
1. Introducción	170
2. El precio de la vivienda y el ciclo económico: una relación estrecha.....	173
3. Determinantes de los precios de la vivienda.....	177
3.1. Marco teórico.....	178
3.2. Factores de demanda	178
3.3. Factores de oferta	180
3.4. Estimaciones del impacto de una caída del precio de la vivienda sobre la economía española.....	181
4. Ciclos inmobiliarios en España y sus consecuencias económicas	182
4.1. Fechado de los ciclos de la vivienda en España.....	182
4.2. Propiedades de los ciclos inmobiliarios en España y comparativa internacional	184
4.3. Consecuencias económicas.....	187

5. Precio de la vivienda: ¿fundamentales o burbuja?	191
5.1. Herramientas para detectar la sobrevaloración de los mercados inmobiliarios y evaluación del riesgo de burbuja inmobiliaria en España.....	191
5.2. Burbujas inmobiliarias apalancadas	196
5.3. Políticas macroprudenciales	199
6. Conclusiones.....	200
Bibliografía.....	200

Capítulo 6. EL MERCADO DEL ALQUILER DE VIVIENDA RESI- DENCIAL EN ESPAÑA (David López Rodríguez)	205
Resumen	205
1. Introducción.....	206
2. Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda residencial	208
2.1. La expansión del mercado del alquiler de vivienda	208
2.2. Los precios del alquiler	215
3. Oferta y demanda de alquiler de vivienda	222
3.1. El crecimiento de la demanda de vivienda en alquiler	223
3.2. La rigidez de la oferta de alquiler de vivienda	227
3.3. La rentabilidad bruta del alquiler de vivienda residencial	236
4. El esfuerzo asociado al gasto en vivienda de alquiler en el contexto de la UE-27	242
5. Conclusiones.....	248
Bibliografía.....	249

Tercera Parte POLÍTICAS DE VIVIENDA

Capítulo 7. LA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA DE VIVIENDA SOCIAL (Montserrat Pareja-Eastaway)	255
Resumen	255
1. Introducción.....	256
1.1. Un problema de definición y escala.....	257
1.2. La necesidad de evaluar las políticas públicas	259

2. Vivienda social en el contexto de las políticas de vivienda.....	260
2.1. Modelos de vivienda social en Europa.....	261
3. La vivienda social en Europa: una visión histórica	264
3.1. La transformación de la intervención pública en vivienda en Europa	266
4. La evaluación de las políticas de vivienda: el caso de la vivienda social	268
4.1. Experimentando con la evaluación	271
5. Evaluando la vivienda social en España	273
5.1. Algunos indicadores	276
6. Conclusiones	281
Bibliografía.....	283

Capítulo 8. POLÍTICAS DE VIVIENDA DESDE UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL (Luiz de Mello)..... 287

Resumen	287

1. Introducción.....	288
2. Afrontar el reto de la asequibilidad.....	289
2.1. Tendencias y evolución reciente.....	289
2.2. El papel de la política.....	292
3. Afrontar el reto de la sostenibilidad	297
3.1. Consumo de energía y emisiones.....	297
3.2. Retos políticos interrelacionados.....	299
3.3. Abordar la cuestión de los edificios nuevos	302
3.4. Edificios ya existentes: el problema de los incentivos divididos	303
3.5. Edificios ya existentes y el reto de la financiación.....	306
3.6. El caso de la tarificación del carbono	308
3.7. Un doble dividendo relacionado con la pobreza energética	309
4. Conclusiones	310
Bibliografía.....	313

Capítulo 9. VIVIENDA Y POLÍTICA PÚBLICA: CONTROLES DE ALQUILERES Y SUBSIDIOS EXPLÍCITOS PARA LOS HOGARES DE RENTA BAJA (Miguel-Ángel López García) 319

Resumen	319
1. Introducción.....	320

2. Controles de alquileres.....	322
2.1. Controles de alquileres de primera generación.....	323
2.2. Controles de alquileres de segunda generación: exclusiones y excepciones para las viviendas nuevas.....	328
2.3. Una visión diferente: control de alquileres y ganancias en eficiencia.....	330
2.4. Controles de alquileres de tercera generación: control durante la tenencia pero no entre tenencias.....	333
2.5. Evidencia empírica sobre los efectos de los controles de alquileres..	335
3. Subsidios explícitos a la vivienda para los hogares de renta baja.....	337
3.1. Subsidios basados en la oferta: vivienda pública y vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas....	338
3.2. Subsidios orientados a la demanda: “subvenciones a la vivienda” y el Experimental Housing Allowance Program.....	341
3.3. Subsidios orientados a la demanda: “certificados de alquiler” y “vales de alquiler”.....	345
3.4. Evidencia empírica sobre los efectos de los subsidios a la vivienda para los hogares de renta baja.....	346
4. A modo de comentario final.....	349
Bibliografía.....	351
 Capítulo 10. EL CONTROL DE ALQUILERES: CONTEXTO INTERNACIONAL (Konstantin A. Kholodilin).....	361
Resumen	361
1. Introducción.....	362
2. Definición y tipología del control de alquileres	363
3. La historia del control de alquileres.....	365
3.1. El control de alquileres antes del siglo XX	365
3.2. El control de alquileres desde la Primera Guerra Mundial hasta ahora	368
4. Efectos del control de alquileres	375
5. Conclusión.....	380
Bibliografía.....	381

Capítulo 11. EVALUACIÓN DE SUBSIDIOS A LA COMPRA DE LA VIVIENDA: EL CASO DE CATALUÑA (Josep María Raya Vilchez)	383
Resumen	383
1. Introducción.....	384
2. Literatura económica teórica y empírica	385
3. Contexto: el mercado de la vivienda y el alquiler en Cataluña y las políticas de vivienda	388
3.1. Políticas de ayuda al alquiler en Cataluña.....	390
4. Datos	392
4.1. Análisis estadístico descriptivo de toda la muestra (2011-2019) ..	392
4.2. Análisis estadístico descriptivo de la muestra con características sociodemográficas (2015-2019)	395
5. Resultados	397
6. Conclusiones	405
Bibliografía.....	409
Apéndice.....	412

Cuarta Parte

FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

Capítulo 12. LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS (Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández).....	419
Resumen	419
1. Introducción.....	420
2. Los datos.....	422
3. Características del mercado hipotecario.....	431
3.1. Diversidad de productos hipotecarios.....	431
3.2. Preferencias y políticas territoriales.....	432
4. Impacto de las innovaciones financieras en los mercados hipotecarios	433
4.1. Innovaciones tecnológicas y su influencia.....	433
4.2. Titulización y desarrollo del mercado hipotecario	434
4.3. Hipotecas verdes y sostenibilidad.....	435
5. Crisis financiera, pandemia y mercado hipotecario	436

5.1. Impacto de la crisis financiera.....	436
5.2. Sensibilidad de las burbujas de vivienda a las características financieras	436
5.3. Respuesta Política a las crisis hipotecarias	437
5.4. Pandemia y vulnerabilidades del sector financiero no bancario....	437
6. Desafíos pendientes de la asequibilidad de la vivienda con repercusiones en los mercados hipotecarios	439
6.1. Asequibilidad de la vivienda y desigualdad.....	439
6.2. Políticas de vivienda y de uso del suelo y asequibilidad de la vivienda	440
7. Conclusiones.....	440
Bibliografía.....	442
 Capítulo 13. LA DEUDA HIPOTECARIA EN EL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (Cristina Barceló, Laura Crespo, Sandra García-Urbe y Elena Vozmediano)	445
Resumen	445
1. Introducción.....	446
2. Fuentes estadísticas para analizar la deuda de las familias: macro <i>versus</i> micro	449
3. El endeudamiento de las familias en España.....	452
3.1. La composición de la deuda.....	452
3.2. La distribución de la deuda hipotecaria entre los distintos grupos de hogares	454
3.3. Caracterización de la deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal.....	457
3.4. La distribución de la deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal entre los distintos tipos de hogares	461
4. La carga hipotecaria y la vulnerabilidad financiera de los hogares en España	465
Bibliografía.....	469
 Capítulo 14. VALORACIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS Y EL SISTEMA DE LAS TASACIONES HIPOTECARIAS (María de los Llanos Matea)	471
Resumen	471
1. Introducción.....	472

2. Relevancia de las hipotecas en la compraventa de viviendas.....	474
3. Sociedades de tasación.....	478
4. Sistemas de valoración inmobiliaria	482
5. El sistema español de tasación.....	483
6. Comparación internacional de la metodología y estándares de valoración inmobiliaria.....	485
7. Requisitos técnicos para la certificación de los tasadores en el contexto internacional	489
8. Informe de valoración: formato y contenido en los distintos países.....	493
9. Mecanismos de supervisión y control de la actividad de tasación en los distintos sistemas de tasación.....	495
Bibliografía.....	497

Quinta Parte

LA VISIÓN DEL PROFESIONAL DEL MERCADO INMOBILIARIO

Capítulo 15. RETOS DE LOS AGENTES DE GESTIÓN Y COMERCIALIZACIÓN DE ACTIVOS (Vicenç Hernández).....	503
Resumen	503
1. Introducción.....	503
2. Sector del <i>servicing</i> y empresas de BPO	505
2.1. Retos a futuro para las empresas de <i>servicing</i> inmobiliario.....	508
2.2. Retos a futuro para las empresas de <i>BPO</i> o <i>subservicing</i>	511
3. Sector de los agentes de la propiedad inmobiliaria y los administradores de fincas	513
3.1. Retos a futuro en la profesión de Agentes de la Propiedad Inmobiliaria y Administradores de Fincas.....	515
Capítulo 16. ¿HACER VIABLE UN PROYECTO DE VIVIENDA ASEQUIBLE? (Francisco Javier Pérez Medina, Celso Gómez Labrador y Carlos Paredes Obispo)	523
Resumen	523
1. La necesidad de atraer capital a España para construir vivienda asequible.....	524
2. Rentabilidad objetivo de un proyecto de vivienda asequible	525

3. Fundamentos para el desarrollo de un plan de vivienda asequible óptimo.....	528
3.1. Localización y demanda potencial	529
3.2. Renta del proyecto y su relación con la renta de mercado. ¿Se trata de una renta asequible?.....	529
3.3. Configuración de lotes y volumen.....	530
3.4. Tipo de cesión de propiedad, índice de actualización de rentas, canon, plazo del Plan y transmisibilidad	530
3.5. Parámetros técnicos de los proyectos.....	531
3.6. Financiación y subvenciones.....	532
3.7. Fiscalidad	533
4. Escalar la colaboración público-privada al nivel de barrio de titulari- dad pública.....	534

Capítulo 17. LA FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (Miguel Martínez).....

Resumen	537
1. Introducción.....	537
2. Ciclos inmobiliarios y su relación con el mercado de financiación.....	539
3. Errores del pasado, ¿qué se ha aprendido?.....	540
4. Estructuras sindicadas: ventajas e inconvenientes	541
5. Carteras de deuda	543
5.1. Estrategias consensuales.....	544
5.2. Estrategias no consensuales.....	544
6. Contexto actual de financiación bancaria	546
7. Estructuras de financiación en el mercado residencial.....	551
7.1. Promociones para la venta (<i>Build to Sell</i>).....	551
7.2. Promociones destinadas al alquiler (<i>Build to Rent</i>)	552
8. Financiación alternativa	553
9. Conclusión.....	559

PRÓLOGO

Los últimos barómetros del CIS, sitúan a la vivienda como el tercer problema de mayor importancia para los españoles, sólo por debajo de la cuestión política del momento y el paro. El ruido mediático alrededor de la problemática de la vivienda en los últimos tiempos es atronador. Manifestaciones instigadas por asociaciones civiles en favor de un alquiler asequible, declaraciones cruzadas de los diferentes líderes políticos con anuncios de medidas diversas, réplicas y opinadores (expertos, supuestos expertos y no tanto). Al ruido contribuye la multitud y diversidad de agentes que intervienen de una u otra manera en el mercado: constructores, promotores, planificadores urbanísticos, agencias inmobiliarias, intermediarios financieros, banca, inversores, propietarios, inquilinos, gobiernos locales, autonómicos y estatales, asociaciones diversas. Tampoco ayuda que la vivienda es un bien de consumo y a la vez un bien de inversión y que como tal, en los últimos tiempos, está ligado a otros mercados como el mercado turístico. *Mucho, mucho ruido y al final....* muy poco espacio para la investigación científica y el conocimiento del estado del arte en este campo de la investigación.

El libro *Economía de la vivienda*, elaborado con la colaboración de 18 investigadores y agentes del mercado, proporciona una visión integral y actualizada sobre el estado del arte en este campo de la investigación. El libro está dividido en cuatro bloques. En el primer bloque, el bloque introductorio, Antonia Díaz revisa y discute las investigaciones que se han desarrollado durante los últimos 20 años y que exploran la interconexión de la macroeconomía, las finanzas y la vivienda. Ligando así vivienda con consumo, riqueza, ciclo económico y mercado laboral. En el mismo bloque José García Montalvo y Josep María Raya realizan una descripción de los principales datos de precios y cantidades del mercado de la vivienda español: los datos oficiales de suelo, mercado de la vivienda en propiedad y en alquiler, vivienda protegida, viviendas vacías, rehabilitación, big data y sareb. En este sentido describen los datos, el nacimiento de los mismos, los valoran y realizan una descripción gráfica de su evolución y momento actual.

En el segundo bloque se analizan los principales componentes del mercado de la vivienda. En primer lugar, Christine Whitehead, expone los principios básicos de oferta y demanda en el mercado de la vivienda, destacando que la

vivienda no solo es un bien de consumo, sino también un activo de inversión. Asimismo, la autora discute el papel del gobierno en la planificación del uso del suelo y la provisión de infraestructura y los diferentes enfoques políticos para abordar la eficiencia y la equidad en la provisión de vivienda. Por su parte, Albert Saiz, centra su análisis en la oferta de vivienda a largo plazo, su importancia, determinantes y métodos de medición. Así se destaca cómo la oferta de viviendas es un factor clave para comprender la asequibilidad y el desarrollo inmobiliario en las ciudades, así como el aumento de precios en áreas donde la producción de nuevas viviendas es limitada. Entender sus factores determinantes es crucial para desarrollar políticas que fomenten una oferta de viviendas más flexible y asequible en las ciudades en crecimiento. A continuación, Judit Montoriol repasa los principales canales a través de los cuales las fluctuaciones en el sector inmobiliario inciden sobre el ciclo económico, con especial atención sobre el canal financiero por su efecto amplificador de los *shocks*. También analiza los distintos factores de oferta y de demanda que determinan el precio de la vivienda, poniendo especial énfasis en aquellos factores que apoyan el crecimiento del precio de la vivienda por encima de su valor fundamental. Para cerrar el bloque David López documenta la evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda residencial en España desde el inicio de la crisis económica de 2008, los principales determinantes de las dinámicas observadas y el esfuerzo que supone para los hogares arrendatarios el incremento del gasto asociado al alquiler de vivienda en el contexto de la UE.

En el tercer bloque los investigadores analizan la evidencia científica acerca del efecto de las políticas públicas en el mercado de la vivienda. El bloque comienza con Montserrat Pareja analizando la vivienda social como uno de los ejes fundamentales de las políticas de acceso a la vivienda en Europa con modelos muy dispares y en algún caso divergente (como es el caso español). La autora plantea la importancia de evaluar el impacto económico y social del gasto público directo en la provisión de vivienda social pero también el alcance de esta intervención en la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible, en particular, la reducción de la pobreza, la calidad de vida, la desigualdad y la sostenibilidad del territorio. Por su parte Luiz de Mello, aborda los desafíos interconectados que el sector inmobiliario presenta para las políticas públicas, especialmente en relación con la asequibilidad de la vivienda y la necesidad de descarbonizar el sector. Para la asequibilidad argumenta que es necesario un enfoque de políticas integradas que abarquen múltiples áreas como la fiscalidad, la regulación y la planificación urbana. En cuanto

a la descarbonización señala que se requieren estándares más estrictos para los nuevos edificios y mayores incentivos para la inversión en mejoras de eficiencia energética en los edificios existentes. A continuación, Miguel Ángel López García pasa revista a los efectos, tanto en términos de eficiencia como distributivos, de las regulaciones de control de alquileres (de primera, segunda y tercera generación) y de los subsidios a la vivienda dirigidos a los hogares de renta baja. En lo referido a los segundos, se analizan los programas basados en la oferta (vivienda pública y vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas) y los orientados a la demanda (vales de alquiler y certificados de alquiler). En el siguiente capítulo Konstantin Kholodilin, realiza un análisis en profundidad de la historia de los controles de alquileres, como un instrumento de la política social cuyo objetivo es la protección de los inquilinos de las subidas de los precios de alquiler que disminuyen la asequibilidad de la vivienda. Se trata de una política restrictiva que cuesta poco dinero al gobierno, pero impone prohibiciones a los propietarios de las viviendas. El control de alquileres tiene una historia muy larga que comienza hace más de dos mil años y es una política que ha sido aplicada casi por todos los países. A partir de los estudios empíricos se analiza su efectividad y sus efectos colaterales. Para acabar, Josep María Raya, evalúa los subsidios a la demanda de alquiler. En particular, el programa de asistencia al alquiler que fue implementado por el gobierno regional catalán en la década de 2010. Para ello se utilizan datos administrativos proporcionados por la Agencia de Vivienda de Cataluña para analizar si logró sus objetivos y tratar de mejorar el diseño de programas similares en el futuro. Durante el capítulo, además, se repasa la literatura económica que analiza políticas similares en otros contextos.

El cuarto bloque está dedicado a la financiación en el mercado de la vivienda. El bloque comienza con el capítulo de Santiago Carbó y Francisco Rodríguez que ofrecen un análisis de la evolución del mercado hipotecario en los países desarrollados, incidiendo en sus características distintivas, la influencia de la política monetaria y regulaciones, el impacto de las innovaciones financieras, las crisis económicas, y las perspectivas futuras en materia hipotecaria y su impacto en la accesibilidad a la vivienda. A continuación, Cristina, Barceló, Laura Crespo, Sandra García-Urbe y Elena Vozmediano analizan el endeudamiento de los hogares en España que se caracteriza principalmente por la deuda hipotecaria, destinada en su mayoría a la compra de la vivienda principal. Las autoras caracterizan la deuda hipotecaria y analizan su evolución en los años recientes, así como la carga de la misma para distintos tipos de hogares. Finalmente, María

de los Llanos Matea, analiza la valoración de los activos inmobiliarios como un elemento fundamental del mercado de la vivienda, así como clave en la solvencia y estabilidad del sistema financiero que puede dar lugar a intereses potencialmente divergentes entre las distintas partes de una operación. En el capítulo se analiza la regulación de esta actividad en los distintos países de nuestro entorno atendiendo a cuatro elementos: los estándares y la metodología de valoración; el procedimiento de certificación del valorador; el modelo estándar de informe y el órgano de supervisión y control de las valoraciones.

El quinto y último bloque se dedica a tres de los agentes del sector privado que se enfrentan día a día a la problemática del mercado de la vivienda español actual. En primer lugar, Vicenç Hernández (vicepresidente del Colegio Oficial de Agentes de la Propiedad Inmobiliaria) analiza el papel de cuatro participantes importantes en la gestión e intermediación inmobiliaria: los “servicers”, los proveedores de los “servicers” (“subservicers”), agentes de la propiedad inmobiliaria y los administradores de fincas. El capítulo de Francisco Javier Pérez Medina, Celso Gómez Labrador (Arquitecto) y Carlos Paredes Obispo (Culmia) desarrolla en detalle las condiciones necesarias para la construcción de vivienda en alquiler asequible: localización y demanda potencial, renta y actualización de renta, configuración de lotes, tipo de cesión de propiedad, plazo del plan, parámetros técnicos, financiación y fiscalidad. Finalmente, Miguel Martínez (director del Departamento de Corporate Finance de Colliers International) desarrolla la perspectiva de los servicios profesionales y gestión de inversiones en activos inmobiliarios.

En suma, esperamos que este libro sea útil para la reflexión, el debate razonado, el diagnóstico y el diseño de las políticas económicas. Que traslade a la vivienda de la tercera preocupación de los españoles al tercer pilar del estado del bienestar. En definitiva, esperamos que aísle el ruido, y se escuche la canción.

José García Montalvo
Catedrático de Economía
Universidad Pompeu Fabra
Consejero de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces
Profesor Investigador
Barcelona School of Economics e IVIE

Josep María Raya Vílchez
Catedrático de Economía de Tècnocampus
Universidad Pompeu Fabra

Primera Parte

EL MERCADO DE LA VIVIENDA: MODELOS Y FUENTES DE DATOS

Capítulo 1

MODELOS ECONÓMICOS APLICADOS AL MERCADO DE LA VIVIENDA

Antonia Díaz
Universidad Complutense de Madrid
<https://orcid.org/0000-0003-3604-0728>

En este capítulo, revisamos y discutimos el gran conjunto de investigaciones que se han desarrollado durante los últimos 20 años y que exploran la interconexión de la macroeconomía, las finanzas y la vivienda. Nos centramos en cuatro temas principales: la vivienda y el consumo agregado, la vivienda y la cartera de los hogares, el ciclo inmobiliario, con especial atención al gran auge y desplome del mercado inmobiliario anterior a la Gran Recesión, y finalmente la interrelación entre el mercado de la vivienda y el mercado de trabajo. Se hace énfasis en modelos macroeconómicos cuantitativos cuyas predicciones son testables. En cada sección, analizamos las preguntas importantes, el conjunto típico de herramientas utilizadas y las ideas que surgen de artículos influyentes. Aunque se han logrado grandes avances en la comprensión de la interrelación del mercado de la vivienda con el resto de la economía vivienda, aún queda trabajo por hacer. Por ejemplo, aún no existe un consenso cerrado sobre el papel jugado por el mercado crediticio durante el auge y desplome inmobiliario y, finalmente, nos queda el reto del diseño de una política de vivienda que tenga en cuenta un desarrollo urbano equilibrado, así como las diferencias en necesidades de vivienda de diferentes segmentos de la población.

Resumen

El capítulo revisa investigaciones recientes sobre la interrelación entre la macroeconomía, las finanzas y el mercado de la vivienda, abarcando cuatro temas principales: el impacto de la vivienda en el consumo agregado, su relación con la cartera de los hogares, el ciclo inmobiliario (especialmente el auge y desplome previo a la Gran Recesión) y la interacción entre el mercado de la vivienda y el mercado laboral. A pesar de los avances logrados, aún existen retos

importantes, como el papel del crédito en el auge inmobiliario y el diseño de políticas de vivienda inclusivas.

Históricamente, antes de la Gran Recesión, el mercado de la vivienda no se consideraba un canal clave para las fluctuaciones económicas. Sin embargo, investigaciones posteriores mostraron que la riqueza inmobiliaria tiene un peso importante en la economía global, con impactos directos sobre el Producto Interno Bruto (PIB) y la deuda de los hogares. En países como España, durante el *boom* inmobiliario, las hipotecas alcanzaron casi el 90% del PIB, mientras que, en países como Estados Unidos y Portugal, sobrepasaron el 100%.

La vivienda también influye de forma determinante en el consumo agregado. En los modelos macroeconómicos tradicionales se asumía que los hogares ajustaban su consumo solo en respuesta a cambios permanentes en los ingresos. No obstante, se comprobó que los hogares, especialmente aquellos con hipotecas vivas, respondían de manera más intensa a cambios temporales en sus ingresos, en clara contradicción con la hipótesis de la Renta Permanente. Los modelos de agentes heterogéneos, que incorporan la vivienda como un bien duradero, ayudaron a explicar estos “excesos” en el consumo.

Asimismo, la vivienda tiene dos características especiales. Es un bien de inversión y un activo ilíquido. La dificultad para vender o refinanciar una vivienda tiene un impacto directo en el comportamiento del consumo de los hogares. La rigidez del mercado de crédito y las fluctuaciones en los precios de la vivienda también juegan un papel crucial. La iliquidez de la vivienda y las restricciones crediticias amplifican los “excesos” en el consumo, especialmente entre los hogares con limitaciones de liquidez.

Por otro lado, la vivienda también juega un importante papel en la distribución de la riqueza. Los modelos macroeconómicos explican por qué los jóvenes suelen concentrar su riqueza en inmuebles en lugar de activos financieros, y cómo la inversión en vivienda varía a lo largo del ciclo de vida. A medida que las personas envejecen, la proporción de su riqueza destinada a la vivienda disminuye, mientras que aumentan sus activos financieros.

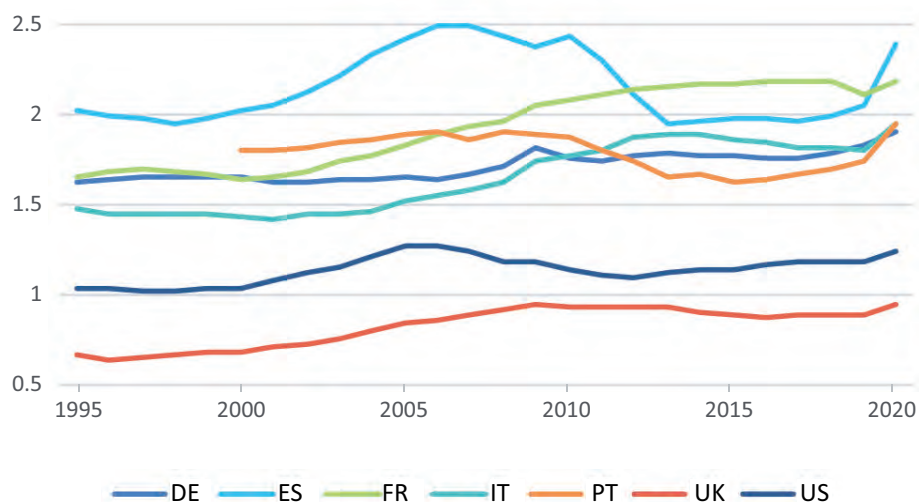
Por último, el capítulo repasa las principales contribuciones científicas para entender el ciclo mobiliario. En concreto, la volatilidad de los precios y su impacto en la economía. A este respecto, la nueva generación de modelos macroeconómicos con agentes heterogéneos que incorporan fricciones de búsqueda nos permiten mejorar nuestra comprensión de estos fenómenos.

1. LA VIVIENDA PASA AL PRIMER PLANO DE LA MACROECONOMÍA

En 2006, tras unos años de intenso *boom* inmobiliario y a las puertas de la Gran Recesión, la literatura macroeconómica todavía no consideraba que el mercado de la vivienda fuera un canal importante de fluctuaciones económicas. Véase, por ejemplo, las revisiones de la literatura de Davis y Van Nieuwerburgh (2015) o Piazzesi y Schneider (2016) y se comprobará que el grueso de las aportaciones tiene una fecha posterior a 2006 y que se fue desarrollando a medida que aprendíamos de la Gran Recesión. Por aquellas fechas, en un seminario de investigación donde presentaba la primera versión de Díaz y Luengo-Prado (2010), un miembro de la audiencia me preguntó por qué la vivienda es importante desde un punto de vista macroeconómico. Respondí con varios datos.

El *stock* de viviendas tiene un peso importante en todas las economías, como puede verse en la figura 1. Su valor medio anual oscila entre el valor del PIB anual y, como en el caso de España en el pico del *boom* inmobiliario, 2,5 veces el PIB. Hay casos particulares como el de Reino Unido, pero la pauta es siempre parecida.

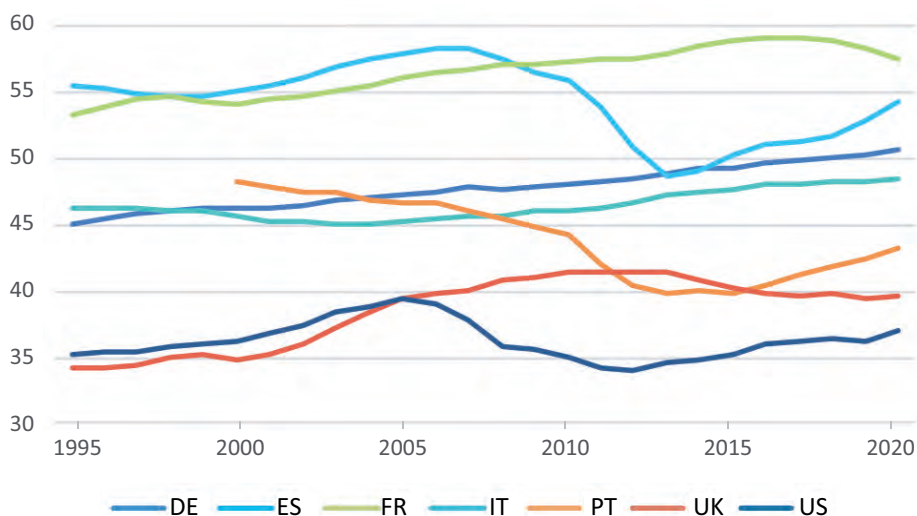
Figura 1. Valor del *stock* de viviendas relativo al PIB.



Fuente: EUKLEMS. Elaboración propia.

No solo eso; como muestra la figura 2, el valor del *stock* de vivienda, en media para el periodo 1995-2020, oscila entre el 37% del total del *stock* de capital en Estados Unidos y el 56% en Francia. El caso de España es paradigmático del *boom* inmobiliario que precedió a la Gran Recesión. Las grandes oscilaciones del porcentaje se deben a los fuertes cambios en los precios de la vivienda. El tercer dato que mencioné fue el del valor de los pasivos de las familias. Las hipotecas suelen componer alrededor del 90% de las deudas de las familias. Pues bien, en aquella época el valor de las hipotecas rozaba el 90% del PIB en España, según muestra la figura 3, y sobrepasaba el 100% en Portugal y Reino Unido. En Estados Unidos, alcanzaron el 73% del PIB en 2007.

Figura 2. Valor del *stock* de vivienda como porcentaje del *stock* de capital total.



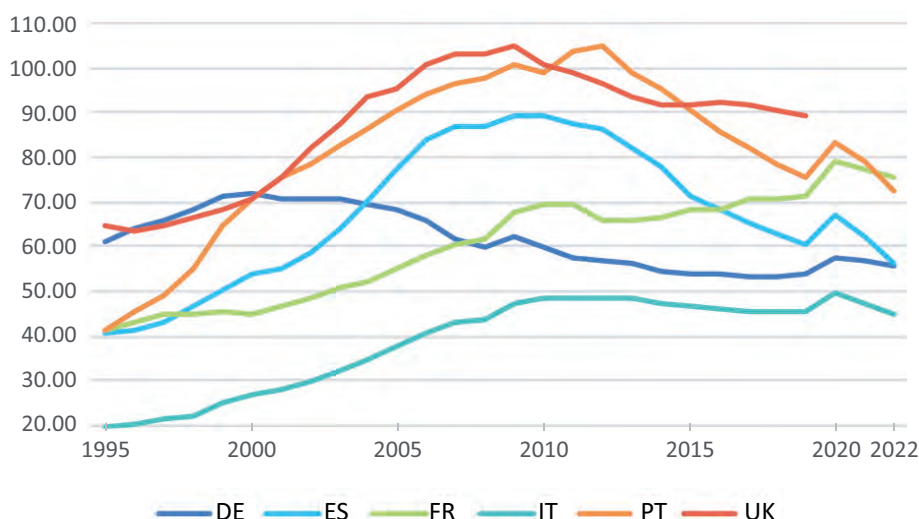
Fuente: EUKLEMS. Elaboración propia.

Todos estos datos no impresionaron a aquel sólido académico. Y es que entonces la foto fija que manejaban los macroeconomistas acababa a principios de los años 2000. No se tenía memoria reciente de una escalada de precios como la que vivimos en los años de la burbuja ni éramos conscientes de las múltiples consecuencias macroeconómicas de la liberalización financiera, en especial, del mercado hipotecario, que tuvo lugar desde finales de los años 80.

En este capítulo no voy a repasar la cronología del *boom* inmobiliario y la Gran Recesión porque todos la tenemos más o menos clara; aquí voy a pergeñar

una cronología de la literatura macroeconómica que ha ido, a remolque de las circunstancias, intentando entender el mercado de la vivienda en un entorno macroeconómico.

Figura 3. Pasivos de los hogares como porcentaje del PIB.



Fuente: Eurostat.

2. VIVIENDA Y CONSUMO AGREGADO

En 2006 la vivienda comenzó a hacer su aparición en los modelos macroeconómicos para explicar el comportamiento observado del consumo agregado. Entender el comportamiento del consumo agregado es esencial para estimar un estadístico básico en Macroeconomía: la propensión marginal a consumir (PMC)¹. Como explican, Kaplan y Violante (2022), la magnitud de la PMC es clave para estimar el efecto de las políticas económicas. En modelos con rigideces nominales el tamaño de la PMC determina la magnitud de los multiplicadores fiscales, la transmisión de la política monetaria, el grado de transmisión de *shocks* agregados y la composición de cartera de los hogares. Hasta esa fecha, nuestra teoría básica del consumo se condensaba en la llamada Hipótesis de la Renta

¹ La Propensión Marginal a Consumir se define como la fracción que se consume de un aumento inesperado de la renta. Véase Kaplan y Violante (2022).

Permanente (HRP). Según esta teoría, el consumo agregado solo responde a cambios permanentes en la renta y su respuesta es nula ante cambios inesperados y transitorios de la renta, que son absorbidos por el ahorro. En concreto, con mercados completos, la PMC ante cambios de renta permanente debe tener el mismo tamaño que el tipo de interés real, lo que es, en general, un tamaño muy modesto. Como describen Kaplan y Violante, las estimaciones de la PMC en bienes no duraderos y servicios (un matiz importante) ante cambios transitorios de la renta están entre 15% y 20%, que es una magnitud muy superior a los niveles de tipos reales que conocemos².

Hall (1978) fue uno de los primeros trabajos en destacar que tales conclusiones no son respaldadas por los datos. Es revelador que en aquellos años se hablara de los “excesos del consumo” en vez de los “defectos de la teoría”. Tales excesos son dos: Por un lado, la falta de sensibilidad del consumo a cambios permanentes de la renta y, por otro lado, la respuesta demasiado sensible del consumo agregado a cambios transitorios de la renta. Es decir, la PMC ante cambios permanentes de la renta es menor que la que predice la HRP y la PMC ante cambios inesperados y transitorios es positiva. Había que cambiar el modelo.

El primer intento de cambiar el paradigma llevó a la literatura de formación de hábitos, Véase, por ejemplo, Fuhrer (2000). La idea subyacente a la teoría de hábitos es que lo que importa para obtener utilidad no es el nivel absoluto de consumo sino el relativo al patrón del pasado. Este supuesto lleva a que se elijan sendas de consumo muy lisas. Esta hipótesis permite entender la falta de respuesta instantánea del consumo a cambios permanentes de la renta, pero no el exceso de sensibilidad ante cambios transitorios de la renta. Es decir, con hábitos la PMC ante cambios inesperados de la renta sigue siendo demasiado pequeña, respecto a lo observado. No era suficiente³. El avance metodológico de los modelos de agentes heterogéneos (véase los trabajos pioneros de Bewley, 1986; Imrohoroglu, 1989; Huggett, 1993; y Aiyagari, 1994) permitió incorporar hipótesis más realistas. En estos modelos la acumulación de riqueza es el resultado del ahorro por motivo precaución para amortiguar el impacto de *shocks* en los ingresos de

² La literatura empírica también estima grandes variaciones en la PMC dependiendo del nivel de renta de las familias. Véase, por ejemplo, Japelli y Pistaferri (2010).

³ No solo eso, sino que, al suponer que los agentes temen más los cambios intertemporales de consumo que a la incertidumbre, produce una estructura temporal de tipos de interés contrafactual. Véase la discusión en Budría y Díaz (2006).

las familias. Tienen tres pilares básicos. El primero, la productividad de los individuos sigue un proceso estocástico idiosincrático que representa los avatares con los que se encuentran en su vida laboral. El segundo es que hay mercados incompletos: no hay manera de asegurarse (en el mercado) contra ese riesgo laboral. El tercero es que hay restricciones crediticias: los individuos no pueden pedir prestado todo lo que querrían al tipo de interés de mercado, solo pueden ahorrar usando un activo financiero sin riesgo. Estos ingredientes permiten que el consumo tenga “excesos”; hay familias que tienen una mala cadena de eventualidades laborales y su consumo será muy sensible a un golpe de suerte. Por otro lado, un cambio en renta permanente no se traduce en una variación permanente en consumo si se percibe que tal cambio puede no persistir en el tiempo.

A pesar de eso, la magnitud de esos excesos no se acercaba a la observada. La consecuencia es que la PMC no es muy alta en estos modelos. Esto es así porque, dado el grado de riesgo laboral incorporado a los modelos y con niveles de aversión al riesgo cercanos a lo que estima la literatura empírica, los agentes de estas economías ahorran muchísimo, muy por encima de los niveles observados. El ahorro atempera la magnitud de los excesos del consumo y mata el efecto de las restricciones crediticias y de la PMC. Es aquí donde entra la vivienda.

La vivienda es un bien de consumo duradero que, como los automóviles o lavadoras, da servicios a lo largo de su vida física. A diferencia de estos, tiene una vida física mucho más larga. Esta longevidad las convierte en un depósito de valor. Por tanto, además de dar servicios, son bienes de inversión. A diferencia de la mayoría de los activos financieros, las viviendas son ilíquidas. La iliquidez hace referencia a todos los costes de transacción en los que se incurre cuando se desea transformar ese depósito de valor en bienes de consumo. Estos costes de transacción engloban tanto impuestos de compra-venta como los derivados del hecho de que los mercados de vivienda están muy descentralizados: hay un coste de tiempo de búsqueda en cada compra-venta que puede ser muy alto. Por ejemplo, según el portal idealista.com, durante 2012 el tiempo medio de espera para vender una vivienda en España rozaba el año. De estos costes de búsqueda hablaremos más adelante. Esta iliquidez no tendría ningún efecto sobre el consumo de los hogares si estos pudieran acceder a créditos garantizados por el valor de la vivienda de forma instantánea. Si se puede acudir al banco a hipotecar la vivienda para, con ese préstamo, hacer frente a cualquier eventualidad no prevista, las casas dejan de ser activos ilíquidos. Es aquí donde aparece el último ingrediente: el crédito. El mercado hipotecario tiene el problema inherente

a todo mercado de crédito: no hay información completa acerca de la capacidad de pago del prestatario. Esto limita la cantidad que cualquier prestamista racional está dispuesto a arriesgar. El segundo problema atañe a los cambios en el valor de las viviendas y, por tanto, a la garantía de las hipotecas. A diferencia de los automóviles, que pierden inexorablemente valor de mercado a lo largo de su vida útil, las viviendas pueden apreciarse o depreciarse súbitamente, como ya vimos al final de la burbuja inmobiliaria. Esto hace que los altibajos del precio de la vivienda afecten, no solo a los hogares, sino a las entidades hipotecarias. El resumen de todas estas “fricciones crediticias” es que, habitualmente, los bancos piden una entrada, que suele rondar el 20% del valor de la vivienda, y financian el resto del valor tasado del inmueble a un tipo de interés que incluye una prima por posibles impagos. En condiciones “normales” de mercado, la imperfección de mercado cuantitativamente importante que hace que las viviendas sean activos ilíquidos es la del mercado de crédito⁴. El mercado hipotecario tiene otra característica fundamental: el volumen de crédito depende de la valoración del activo que sirve de garantía. Esto conecta el ciclo inmobiliario con el mercado crediticio, con consecuencias importantes, como ya vimos durante la Gran Recesión.

Luengo-Prado (2006) tiene uno de los primeros trabajos donde, en el marco de los modelos de agentes heterogéneos, se modela explícitamente las viviendas como activos ilíquidos y se estudia el comportamiento del consumo agregado. En este modelo el consumo presenta “excesos” en una cuantía similar a lo observado. Para esto, la vivienda es crucial. La intuición es la siguiente: muchas de las familias que están pagando su hipoteca tienen restricciones de liquidez de tal manera que festejan un cambio transitorio de renta aumentando su consumo (en vez de su ahorro, como dice la Hipótesis de la Renta Permanente): euro que reciben, euro que se gastan. Es decir, tienen una PMC exactamente igual al 100%. Así mismo, las familias no transforman inmediata y totalmente en consumo un cambio en renta permanente porque tienen que ahorrar para la entrada de la hipoteca. Más aún; en estos modelos una fracción mayor de hogares sufre una restricción crediticia (querrían más crédito, pero no se lo conceden) que en los modelos de agentes heterogéneos donde todos los activos son líquidos. Esto tiene importancia cuando queremos entender los efectos agregados de una expansión crediticia. Todas estas restricciones no afectan de igual manera a todas

⁴ Véase Díaz y Luengo-Prado (2008).

las familias pero, al agregar, el consumo total del modelo presenta “excesos” en una magnitud similar a la observada en los datos. La razón por la que estos modelos tienen éxito en replicar los excesos del consumo es cuantitativa: todo el mundo necesita una vivienda y, además, un porcentaje apreciable de hogares poseen su vivienda (el porcentaje menor de propiedad se da en Alemania, donde alrededor del 50% de las familias son propietarios de su primera residencia).

Otra de las características del consumo de los hogares que no puede entenderse con la HRP es su forma de U invertida a lo largo del ciclo vital, como documentan Fernández-Villaverde y Krueger (2011). En los datos, el consumo aumenta a medida que las personas cumplen años y cae a partir del pico de los 50 años de edad. Las respuestas de los individuos a cambios transitorios o permanentes de la renta dependen de su edad. Esta evidencia nos sugiere que los excesos del consumo agregado descritos anteriormente tienen un componente demográfico. Esto no solo es importante desde un punto de vista teórico sino para estudiar los efectos de diversas políticas económicas, como una reforma del sistema de Seguridad Social, tipos impositivos sobre las rentas del trabajo o cualquier política pública que incentive el ahorro. Díaz y Luengo-Prado (2008) y Fernández-Villaverde y Krueger (2011) son dos ejemplos de la literatura de agentes heterogéneos que modelan explícitamente la inversión en vivienda a lo largo del ciclo vital en la clase de modelos Bewley-Imrohoroglu-Huggett-Aiyagari. Estos dos trabajos muestran que la forma de U invertida del consumo (tanto duradero como no duradero) se debe a la interacción entre riesgo laboral, que es mayor en la juventud, el esfuerzo de inversión en primera vivienda y las dificultades para acceder al crédito. Durante la juventud, la renta permanente aumenta y este aumento se canaliza para la compra de vivienda por lo que no se traduce en consumo. Con el paso del tiempo aumenta la renta permanente, se reduce el riesgo laboral transitorio y la carga relativa de las hipotecas mientras que el consumo pasa a crecer con la renta permanente. A medida que las personas se jubilan y envejecen, y el riesgo percibido (por ejemplo, de salud) es alto, las personas reducen su consumo y aumentan su ahorro para hacer frente a tales penalidades.

En resumen, los modelos de agentes heterogéneos donde se modela explícitamente la vivienda son capaces de reproducir una PMC del tamaño estimado. Esto no se debe a que se trate de vivienda, *per se*, sino a su iliquidez. Por ejemplo, un modelo donde todos los agentes mantuvieran un fondo de pensiones no rescatable podría, en principio, generar una PMC suficientemente alta. La cuestión es la magnitud de los fondos de pensiones frente al valor del *stock* de vivienda en

propiedad. Según el Banco Central Europeo (2020), la vivienda venía a representar alrededor del 60% de la riqueza neta de los hogares mientras que los fondos de pensiones representan menos de la mitad de la riqueza neta financiera.

3. VIVIENDA, CARTERA DE LOS HOGARES Y DISTRIBUCIÓN DE LA RIQUEZA

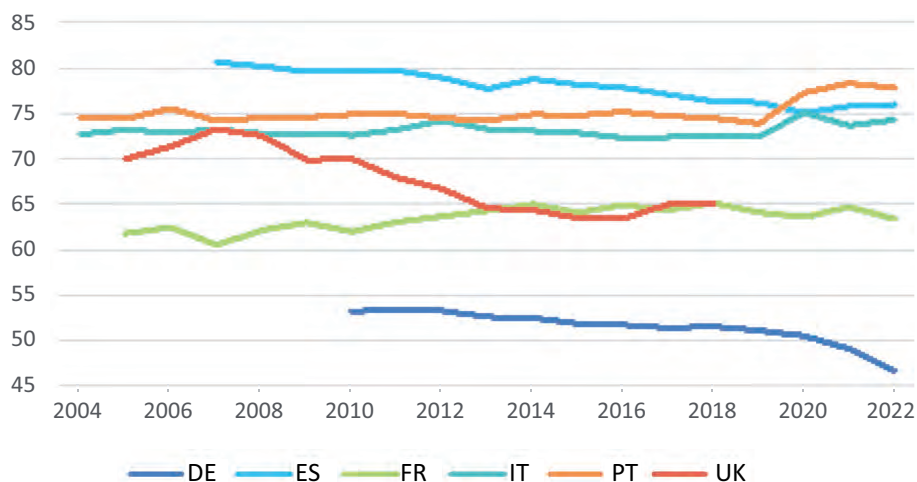
La otra cara del consumo y el ahorro es el nivel de riqueza y la composición de cartera de los hogares. Los modelos de agentes heterogéneos con inversión explícita en vivienda también explican por qué, como documentan Cocco et al. (2005), los hogares jóvenes no invierten mucho en activos líquidos. Su cartera, como observan Díaz y Luengo-Prado (2008) y Fernández-Villaverde y Krueger (2011), está volcada a los activos inmobiliarios. De manera informal podríamos decir que los jóvenes propietarios tienen vivienda e hipoteca y, a medida que envejecen, aumentan sus tenencias de activos financieros. Este comportamiento se debe a que el rendimiento implícito de la vivienda disminuye con la tenencia de activos inmobiliarios. Esto es así porque su rendimiento implícito es igual a la utilidad marginal de sus servicios y ya sabemos que la utilidad marginal es decreciente. En cambio, el rendimiento de un activo financiero está fijado por el mercado y es independiente de su peso en nuestra cartera. La utilidad marginal decreciente junto con diferencias en la renta y acceso al crédito hacen que el rendimiento del activo inmobiliario sea mayor que el del activo financiero sin riesgo de referencia y que sea idiosincrático: es mayor para las familias más pobres y los más endeudados. Esta diferencia hace que el peso de las viviendas caiga al aumentar la riqueza de los hogares, incluso en un entorno sin riesgo. Obsérvese que implícitamente estoy haciendo referencia a las viviendas de uso personal y no aquellas que se destinan al alquiler. Esta particularidad del activo inmobiliario explica su peso en la cartera agregada de los hogares.

En Díaz y Luengo-Prado (2008) se analiza un modelo de agentes heterogéneos en generaciones solapadas. El objetivo era estudiar el rendimiento de los activos inmobiliarios y el comportamiento agregado del valor de los servicios de las viviendas en propiedad. Se incorpora en su modelo la incertidumbre sobre el precio de la vivienda. A los ojos de las familias, el precio sigue un proceso estocástico idiosincrático, que es una forma sencilla de representar que, en un mercado descentralizado como es el de la vivienda, hay una gran dispersión de precios. Díaz y Luengo-Prado (2008), a diferencia de Fernández-Villaverde y Krueger (2011), también incorpora un mercado de alquiler. Esto permite

tener una teoría sobre el régimen de tenencia de la vivienda, así como de la composición de la cartera de los hogares. Mantener parte o toda la riqueza en forma de vivienda tiene costes y beneficios. Los costes se deben a que es gravoso liquidarlas y la incertidumbre asociada a su valor de venta. Sus beneficios están asociados a su tratamiento fiscal favorable (al menos la primera vivienda), al hecho de que aíslan parte del consumo del riesgo laboral (el consumo de servicios de vivienda) y a que dan acceso a crédito garantizado. Estos costes y beneficios pesan de forma diferente dependiendo de la edad, el horizonte laboral, y el nivel de riqueza de los hogares. Por eso, los hogares jóvenes, que son más móviles, o con pocos recursos financieros alquilan y el resto prefiere comprar.

El trabajo de Díaz y Luengo-Prado (2008) permite entender, por ejemplo, las grandes diferencias que observamos entre países en el régimen de tenencia de vivienda. Como vemos en la figura 4, el porcentaje de hogares propietarios varía desde un 50% en Alemania a casi un 80% en España y Portugal. Las diferencias en el tratamiento fiscal de la vivienda, la flexibilidad del mercado hipotecario y la oferta de vivienda en alquiler son los puntos clave que explican tal disparidad⁵.

Figura 4. Porcentaje de los hogares propietarios de su vivienda habitual.



Fuente: Eurostat.

⁵ Véase, por ejemplo, el análisis de Kaas et al. (2021) para el caso de Alemania.

Una de las cuestiones que más preocupa desde los años 90 es el deterioro generalizado en la distribución de la renta y la riqueza, especialmente en los países desarrollados (véase, por ejemplo, Piketty, 2014). Se atribuye tal deterioro a diferentes causas como, por ejemplo, el aumento en la dispersión salarial, la precariedad laboral (es decir, un aumento en la volatilidad de los *shocks* laborales) o cambios en la rentabilidad de los activos financieros. Los modelos de agentes heterogéneos se han utilizado, desde sus inicios, para estudiar la importancia cuantitativa de tales hipótesis. En particular, son el laboratorio ideal para entender los determinantes de la distribución de la riqueza. Castañeda et al. (2003) demostraron que un modelo de la clase Bewley-Imohoroglu-Hugget-Aiyagari, donde todo el riesgo que soportan las familias es laboral, puede replicar el nivel de concentración de la riqueza observado en Estados Unidos. Según su teoría, las rentas laborales más altas son muy volátiles y transitorias⁶. Como el consumo depende de la renta permanente (en ausencia de restricciones crediticias), el resultado es que la tasa de ahorro aumenta con el nivel de renta, que es el ingrediente indispensable para obtener un grado de concentración de la riqueza similar al observado en los datos.

Díaz y Luengo-Prado (2010) tienen uno de los primeros trabajos que investiga el papel de la inversión en vivienda para explicar la concentración de la riqueza observada, usando la economía de Estados Unidos como marco de referencia. Las autoras usan un modelo de equilibrio general. Su trabajo muestra que el tipo de riesgo laboral al que los hogares hacen frente es más importante que la iliquidez de la vivienda para entender el grado de concentración de la riqueza, corroborando la teoría sobre riesgo laboral de Castañeda et al. (2003) a este respecto. Díaz y Luengo-Prado (2010), además, permiten entender ciertas regularidades acerca de la distribución de la riqueza inmobiliaria y la composición de cartera de los hogares. Por ejemplo, la riqueza bruta inmobiliaria (entendiendo por esta el valor de las viviendas destinadas a uso personal, sin descontar las hipotecas) tiene una distribución menos concentrada que la riqueza neta total de los hogares. Esto se debe a que, como señalábamos arriba, el rendimiento de la vivienda para un hogar es decreciente con el tamaño de la riqueza inmobiliaria que posee. La consecuencia es que son los activos financieros netos (donde, además de acciones, etc., incluimos las hipotecas) los que están muy concentrados en manos de los hogares de la parte alta de la distribución de la riqueza, como sucede en la

⁶ Estos modelos entienden por riesgo laboral todo aquello que afecta a las rentas del trabajo de forma laxa. Es decir, la remuneración de los empresarios por su labor de gestión está incluida aquí.

realidad. Además, las autoras muestran que la distribución del peso de la vivienda en la cartera de los hogares está conectada a la distribución de la renta. Esto nos permite entender, por ejemplo, por qué los hogares en el 20% superior de la distribución tienen menos de un 30% de su riqueza neta en forma de vivienda mientras que en España ese peso llega casi al 80%.

Para terminar, hay que destacar que en los trabajos mencionados todavía no se había incorporado la importancia de los cambios en los precios de la vivienda para entender la distribución de la riqueza. A este respecto, Blanchet y Martínez-Toledano (2023) muestran que el ciclo inmobiliario es importante para entender los cambios observados en la distribución de la riqueza en Estados Unidos y Europa desde la Gran Recesión.

4. EL CICLO INMOBILIARIO

Antes de que llegara la Gran Recesión y viéramos caídas del precio de la vivienda de más del 10% interanual (véase la figura 5 para Estados Unidos), no se prestaba mucha atención a la evolución de los precios de la vivienda desde un punto de vista macroeconómico. La gran crisis económica que sufrimos, con consecuencias aún presentes entre nosotros, nos convenció de que los avatares del sector podrían tener grandes repercusiones agregadas.

Figura 5. Tasa de crecimiento interanual del índice mensual Case-Shiller para Estados Unidos.



4.1. Características del ciclo inmobiliario

A principios de los años 2000 empezaron a aparecer trabajos que investigaban la relación del mercado de la vivienda con el resto de la economía. A mi entender, uno de los trabajos más influyentes e instructivos es Davis y Heathcote (2005). Estos autores documentan algunas de las propiedades más sobresalientes del ciclo inmobiliario en Estados Unidos. Ahora ya hemos incorporado a nuestro acervo de conocimiento ciertos “hechos estilizados”, como que la inversión residencial fluctúa más que el PIB y que la inversión no residencial y, significativamente, lidera el ciclo (al contrario que la inversión no residencial, que sigue al PIB). Además, el valor añadido y el empleo del sector de la construcción fluctúan mucho más que el PIB. Para acabar, el precio de las viviendas es procíclico y su volatilidad es más que el doble que la del PIB. Estas pautas del sector inmobiliario también se observan en otros países. A continuación, estos autores se preguntan si un modelo de crecimiento neoclásico donde se modela explícitamente el sector de la construcción puede replicar las pautas cíclicas observadas. La respuesta es parcialmente positiva. En todo modelo de ciclos económicos reales la inversión siempre fluctúa más que el PIB porque es la forma de alisar el consumo. Esto también sucede con la inversión inmobiliaria. En el modelo, además, el empleo y el valor añadido del sector de la construcción es más volátil que el PIB, como sucede en los datos. En el modelo esto se debe a que la construcción es relativamente más intensiva en trabajo y, por tanto, su producción puede reaccionar más rápidamente ante un tirón de la demanda aumentando el empleo. Por tanto, el modelo neoclásico puede explicar el *boom* de la construcción.

El modelo no se comporta bien en dos dimensiones. La primera dimensión es la frecuencia temporal. En el modelo, a diferencia de los datos, la inversión inmobiliaria no lidera el ciclo. Esto se debe a que en los modelos de ciclos económicos reales la fuente principal de incertidumbre son los cambios tecnológicos y a que los procesos que generan tales cambios son invariantes en el tiempo. Por tanto, cualquier cambio “fundamental” en la economía siempre es una innovación inesperada. Para que la inversión responda con antelación al ciclo los agentes deben tener hoy indicios inesperados de cambios en la estructura tecnológica de mañana. Esto es lo que en la literatura de Ciclos Económicos Reales se llama “News Shocks”, véase Beaudry y Portier (2014) para una revisión de la literatura. Guinea et al. (2023) estiman que el precio relativo de la vivienda en España durante los años del *boom* tenía un componente considerable de anticipación o “noticias” acerca del comportamiento futuro del mercado inmobiliario.

Los autores llevan esta estructura de información a un modelo neoclásico donde se modela la construcción como Díaz y Franjo (2016) y obtienen, precisamente, que la inversión inmobiliaria se adelanta al PIB. Este resultado nos lleva a preguntarnos qué fenómeno microeconómico están captando realmente los “News Shocks”. En la sección 4.3 volveremos sobre esta cuestión.

La segunda dimensión en la que el modelo neoclásico estándar de Davis y Heathcote (2005) falla es en replicar la magnitud observada de fluctuación del precio de la vivienda. El precio de las viviendas en el modelo fluctúa mucho menos que el PIB, al contrario que en los datos. Esto se debe a la propia estructura del modelo neoclásico. En el modelo, puesto que los factores de producción son perfectamente móviles entre sectores, el precio de la vivienda relativo al nivel general de precios depende de la productividad total de los factores (PTF) en cada sector, ponderada por la elasticidad de la producción respecto a cada factor. Si las elasticidades de los factores difieren entre sectores entonces el tamaño relativo del sector importa, pero nunca ese efecto es mayor que el efecto directo de las PTFs relativas. Davis y Heathcote (2005) muestran que en un modelo neoclásico el aumento de demanda de vivienda (porque un aumento en productividad nos hace querer consumir más de todo) lleva a un *boom* de la construcción que, a su vez, amortigua el efecto sobre los precios. Es decir, en un modelo neoclásico de este corte no se puede tener simultáneamente un *boom* en cantidades y en precios, que es exactamente lo que observamos durante los años de la burbuja inmobiliaria.

La búsqueda de la solución a este “puzzle” ha dominado la literatura macroeconómica sobre el mercado de la vivienda desde esos años hasta ahora. En el resto de esta sección voy a repasar algunas de las aportaciones más relevantes en estas cuestiones.

4.2. El mercado hipotecario

Actualmente existe un consenso generalizado en que el mercado de la vivienda estuvo en el centro de la Gran Recesión. Esta narrativa mantiene que, por razones variadas, tras un periodo de auge vertiginoso de los precios, su colapso desencadenó una crisis financiera (con matices diferentes según el país) y una caída en el gasto de los hogares que, junto con problemas específicos de cada país, llevó a la recesión que todos recordamos.

Este argumento presupone que entendemos al menos dos cosas: Primero, las causas del auge inmobiliario y, segundo, los canales que permiten que un *boom*

en precios y un *boom* en cantidades se retroalimenten (la construcción y las ventas de viviendas). Las causas del *boom* pueden ser específicas para cada país; por ejemplo, parece razonable pensar que en España tuvo un papel importante la adopción del euro y la drástica mejora en el acceso al mercado internacional de capitales de forma barata. La segunda cuestión –la retroalimentación de un *boom* de cantidades a precios y viceversa– es la cuestión metodológica que aún es un reto para los macroeconomistas.

El candidato más importante para entender tanto las causas del *boom* como el canal de retroalimentación es el mercado hipotecario. La hipótesis es que la expansión del crédito hipotecario de finales de los años 1990 y principios de los 2000 en un periodo de expansión económica propició el *boom* inmobiliario. Kaplan et al. (2020) examinan esta hipótesis en un modelo de agentes heterogéneos con inversión explícita en vivienda para Estados Unidos, en la línea de Díaz y Luengo-Prado (2008, 2010) y Fernández-Villaverde y Krueger (2011). A los supuestos típicos de este tipo de modelos añaden una rica estructura de crédito hipotecario. Kaplan et al. (2020) diferencian entre hipotecas propiamente dichas y líneas de crédito, que era la forma sencilla de modelar el crédito hipotecario en la literatura hasta ahora citada. La diferencia entre ambas formas de crédito es importante: El montante de deuda viva a través de una línea de crédito está ligado al valor de mercado de la vivienda mientras que en la hipoteca la deuda viva está ligada al valor de la casa cuando se formalizó la hipoteca. Esta diferencia es importante cuando los precios tienen grandes fluctuaciones. En el primer caso una caída de los precios trae inmediatamente un aumento del pago. Es decir, las líneas de crédito son préstamos que tienen mucho riesgo para el prestatario y un agente racional las usará con cuidado. En el caso de las hipotecas, una caída del precio de mercado desanima a aquellos que deseen vender su vivienda y liquidar la hipoteca porque, de hacerlo, deberían asumir una importante pérdida de capital. Además de una estructura muy rica en el mercado de hipotecas, estos autores modelan la oferta de vivienda y el mercado de alquiler. También, un sector financiero que determina endógenamente la prima del tipo de interés hipotecario sobre el tipo de referencia.

Para entender el papel del crédito, Kaplan y sus coautores simulan un proceso de crecimiento de la renta acompañado con una expansión del crédito (mediante una caída en las entradas hipotecarias y de los tipos hipotecarios) seguido, posteriormente de una contracción de la renta. Los agentes financieros responden a la caída de la renta reduciendo el crédito y aumentando los tipos. Sus conclusiones

son claras: por sí solo, un aumento del crédito produce un aumento notable en la compra de vivienda, en el número de hogares que pasan de alquilar a poseer su vivienda y en el endeudamiento de los hogares con menos recursos. Pero no trae un auge y posterior caída en los precios medianamente cercanos a lo observado. La razón es que, aunque la expansión del crédito aumenta la demanda de vivienda en propiedad, no aumenta *per se* la cantidad (ya sea tamaño o calidad) de vivienda demandada. Es decir, una expansión del crédito desplaza la demanda del alquiler a la compra, lo que amortigua el aumento del precio de la vivienda en el modelo, dejándolo prácticamente inalterado. Este efecto ya estaba presente en Kiyotaki et al. (2011), quienes estudian una versión simplificada de Kaplan et al. (2020). Favilukis et al. (2017) obtienen un mayor efecto sobre los precios, pero es a costa de segmentar completamente el mercado de alquiler y el de propiedad y considerar que todas las hipotecas son líneas de crédito que, como hemos explicado, son instrumentos financieros con más riesgo que las hipotecas. En resumen, la liberalización del mercado hipotecario permite entender los movimientos en la compra de vivienda, pero no de los precios.

El último ingrediente en la estructura de Kaplan et al. (2020) para entender la magnitud del auge y caída en los precios son las expectativas. Estos autores incorporan una estructura informacional por la que los agentes cambian sus expectativas acerca de la evolución futura de los precios. Informalmente podríamos decir que introducen exógenamente una “burbuja”. Cuando todos los agentes, simultáneamente, creen que los precios permanecerán altos en el futuro, es mucho mejor construir y comprar ahora. En esta anticipación, el mercado hipotecario actúa como el canal de retroalimentación de precios a cantidades descrito arriba y, en ese caso, el modelo reproduce, simultáneamente el *boom* en precios y en cantidades, así como su caída. El endeudamiento, la caída de los precios, la renta y la contracción del consumo se combinan para dar lugar a la Gran Recesión.

Quiero enfatizar la conclusión a la que llegan Kaplan et. al (2020): no solo se necesita un mecanismo para aumentar la demanda de compra sino la cantidad de vivienda que se desea comprar. Ese mecanismo, además, debe hacer que la demanda se adelante a la oferta para así dar el empujón necesario a los precios. El cambio en expectativas que usan estos autores recuerda al mecanismo de “News” descrito en la Sección 4.1. La cuestión ahora es qué características particulares del mercado inmobiliario pueden dar lugar a un comportamiento que puede racionalizarse como un cambio de expectativas.

4.3. Liquidez y mercado descentralizado

Los modelos de agentes heterogéneos revisados comparten una característica fundamental: el mercado de vivienda está compuesto por unidades homogéneas y los procesos de compraventa suceden de forma instantánea. El precio de la vivienda viene dado por sus costes de producción, como en Davis y Heathcote (2005). En ese caso, cualquier modelo neoclásico necesita un aumento fenomenal de la demanda para que replique el *boom* de precios observado. Se hace necesario, por tanto, un estudio más pormenorizado del mercado de vivienda.

El mercado de la vivienda, como el de trabajo, es un mercado descentralizado. Esto se debe a que las viviendas no son bienes idénticos entre sí y no es fácil encontrar la casa idónea. No solo eso, sino que la situación geográfica limita el número de casas donde podemos vivir. Por eso vemos en el mercado, simultáneamente, casas vacías y potenciales compradores o inquilinos que no encuentran la vivienda deseada. Es decir, existen “fricciones de búsqueda”. Por eso vemos dispersión de precios. Además, como puede verse en la figura 6, el mercado está dominado por las compraventas de vivienda usada. Esto es, los compradores de hoy son, posiblemente, los vendedores de mañana. De forma natural las expectativas son importantes en este mercado porque nadie quiere una vivienda con la que pueda tener pérdidas de capital en el futuro. Esto hace que cualquier *shock* que afecte a la demanda de hoy se transmita a la oferta de mañana. Por tanto, es un mercado más complejo que el mercado de trabajo donde demandantes y ofertantes nunca cambian de lado del mercado. Por último, la vivienda de segunda mano tiene un valor de uso mayor que la vivienda de nueva construcción para sus propietarios. Esto hace que la oferta de vivienda de segunda mano sea más elástica que la de vivienda de nueva construcción y que, por tanto, su precio varíe más a lo largo del ciclo. Como su peso relativo en la oferta total es importante, no parece aventurado asegurar que la oferta agregada está dominada por el mercado de vivienda usada.

La combinación de descentralización y la elasticidad de la oferta hace que la liquidez del mercado de la vivienda varíe muy sensiblemente a lo largo del ciclo. El estadístico habitual para medir la liquidez del mercado es el “tiempo en el mercado” (Time on the Market), que es el tiempo que se lleva vender una vivienda. Por ejemplo, según el portal idealista.com, el tiempo en el mercado era de menos de un mes en el pico de la burbuja (sobre 2003) y fue aumentando hasta llegar a 500 días en enero del 2012 (véase la figura 7). Esa cifra quiere que decir que el mercado estaba, a todos los efectos, congelado en esas fechas.

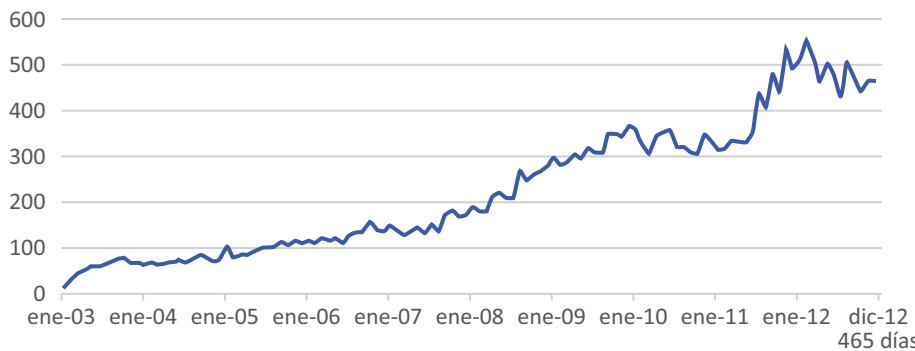
Figura 6. Viviendas vendidas de nueva construcción como porcentaje del número de unidades vendidas.



Fuente: INE.

Cuanto más profundo es el mercado (más compradores y vendedores buscan realizar una compraventa) más líquido será, aunque lo que importa a cada lado del mercado es la liquidez relativa. Krainer (2001, 2008) documenta dos propiedades básicas del mercado: las ventas fluctúan mucho más que el precio y el tiempo en el mercado es contracíclico (aumenta cuando el precio cae).

Figura 7. Tiempo en el mercado en España.



Fuente: idealista.com.

Díaz y Jerez (2013) es uno de los primeros trabajos que estudian el papel de las fricciones de búsqueda para entender las características cíclicas del mercado inmobiliario de segunda mano usando datos de Estados Unidos. En este trabajo se documenta con detalle, además de las mencionadas, otras propiedades cíclicas del mercado inmobiliario. Por ejemplo, la volatilidad de la oferta (vacantes) y las ventas es más de tres veces la del PIB, y la de los precios es el doble. Oferta, ventas y precios están positivamente correlacionados. La volatilidad del tiempo en el mercado es más de ¡ocho veces! la del PIB. La característica fundamental de los modelos con fricciones de búsqueda es que no todos los agentes que quieren llevar a cabo una transacción en un momento dado pueden hacerlo. A veces no se encuentra la casa deseada al momento. Es decir, existe una tecnología que permite comerciar de forma probabilística. Esta probabilidad depende de lo que la literatura llama “congestión”: el tamaño de la demanda relativo al de la oferta. Las fricciones de búsqueda actúan como cuellos de botella y producen retrasos en las transacciones. Por tanto, si las ventas no pueden ajustarse al producirse un *shock*, el precio tiene que ajustarse aún más. Esto implica que los precios tienen que ser más volátiles que en ausencia de esas fricciones. El segundo es intertemporal: si no todos los agentes que quieren comerciar pueden hacerlo, intentarán hacerlo en el próximo periodo, propagando el efecto del *shock* a periodos futuros. Esto implica que las correlaciones contemporáneas y directas son mayores que en ausencia de fricciones de búsqueda. Hay otra consecuencia intertemporal de los retrasos en el comercio: los *shocks* actuales en el lado de la oferta de la economía se transmiten mañana al lado de la demanda del mercado y viceversa (porque los vendedores de hoy son los compradores de mañana). Díaz y Jerez (2013) muestran que las fricciones de búsqueda son necesarias para entender que los precios fluctúan mucho más que el PIB, pero también se necesita el otro ingrediente: la retroalimentación desde los dos lados del mercado característica del mercado de segunda mano. Esta retroalimentación o rotación del mercado es equivalente a la anticipación que Kaplan et al. (2020) y Guinea et al. (2023) consiguen mediante el “News shock”.

Díaz y Jerez (2013) es una primera aproximación al mercado inmobiliario que no considera algunas de sus características importantes. En particular, la construcción, el mercado de alquiler y el hipotecario. Estos ingredientes están incorporados en Garriga y Headlund (2020) para estudiar el desplome de los precios y la crisis hipotecaria que desencadenó la Gran Recesión en Estados Unidos. Garriga y Headlund (2020) introducen fricciones de búsqueda en un modelo

sofisticado como Kaplan et al. (2020). Este no es un logro menor dada la complejidad que introducen las fricciones de búsqueda cuando los agentes tienen aversión al riesgo. El mensaje fundamental de Garriga y Headlund (2020) es que la gravedad de la crisis hipotecaria experimentada en Estados Unidos no puede entenderse sin el papel de las fricciones de búsqueda. Las fricciones de búsqueda dificultan la liquidación de los inmuebles, no solo a las familias sino a las instituciones financieras. Y, recordemos, en esos años, el tiempo de venta aumentó de forma espectacular. Esto último provoca una contracción del crédito y aumento de las entradas y tipos hipotecarios. Prestar es muy arriesgado cuando los precios están cayendo y la probabilidad de liquidar el inmueble es pequeña. En resumen, la liquidez endógena debida a fricciones de búsqueda es clave para entender la fase de desplome de precios y la crisis financiera subsiguiente.

Una de las consecuencias de que el inmobiliario sea un mercado descentralizado es que, como hemos mencionado arriba, hay dispersión de precios. Dos casas idénticas pueden venderse a diferentes precios porque estos reflejan no solo las condiciones del mercado agregado sino las características del vendedor y el comprador particular que comercian. Kotova y Zhang (2021) muestran que tiempo en el mercado y dispersión de precios son dos caras de la misma moneda. En particular, usando un panel de datos de transacciones para Estados Unidos muestran que la dispersión de precios disminuía al tiempo que lo hacía el tiempo en el mercado, durante el auge de precios. Por el contrario, la dispersión y el tiempo en el mercado aumentaron durante el periodo del desplome de precios. Díaz et al. (2024) muestran que este movimiento conjunto de dispersión de precios y tiempo en el mercado es importante para entender el efecto de un aumento del crédito sobre los precios de la vivienda. La existencia de fricciones de búsqueda hace que los agentes aprecien poder comerciar cuanto antes. Esto produce endógenamente dispersión de precios ya que los compradores más ricos están dispuestos a pagar más para acabar la búsqueda cuanto antes. Es decir, cuando compramos vivienda no solo estamos dispuestos a pagar por la calidad o los metros de la casa sino por la liquidez: para tenerla cuanto antes. Esta interrelación es crucial para entender el efecto del mercado de crédito. En Kaplan et al. (2020) una mejora del crédito, por sí sola, solo afecta al comprador marginal; en cambio, con fricciones de búsqueda la mejora del crédito afecta al comprador medio que está dispuesto a pedir prestado un poco más para comprar cuanto antes. Como todos los agentes se comportan igual, las fricciones de búsqueda son el canal por el que un aumento de precios se puede retroalimentar a un aumento

de cantidades. Este mecanismo está corroborado por la evidencia. Como muestran Albanesi et al. (2022), entre otros, durante la expansión crediticia todos los compradores de todos los segmentos de renta aumentaron su demanda de crédito. Esta es la expansión de la demanda necesaria para obtener simultáneamente un *boom* en precios y cantidades. Díaz et al. (2024) estudian este mecanismo en un modelo con una estructura de mercado hipotecario más sencilla que Kaplan et al. (2020) o Garriga y Headlund (2020) y muestran su potencial cuantitativo para entender conjuntamente el *boom* en precios y en cantidades. En resumen, la liquidez endógena del mercado de la vivienda y su retroalimentación de oferta y demanda hacen que las expectativas sobre la evolución del mercado sean clave y, de forma combinada, multiplican los efectos de una expansión crediticia.

5. MOVILIDAD GEOGRÁFICA Y MERCADO DE TRABAJO

La literatura macroeconómica comenzó a estudiar la conexión entre mercado inmobiliario y movilidad geográfica a principios de los 2000 para entender lo que entonces se llamó la “jobless recovery”⁷. La conexión se había establecido desde un cierto tiempo atrás y se conoce como la “Hipótesis de Oswald” (Oswald, 1996, 1999). Esta hipótesis ofrece una explicación a las diferencias en tasas de empleo entre regiones de un país que está originada en el mercado de la vivienda. Según esta hipótesis, los propietarios de vivienda son más remisos a buscar empleo fuera de su área de residencia que las personas que viven de alquiler. Esto se debe a una combinación de mayores costes de movilidad (hay que preocuparse de la casa que se deja vacía o se alquila o se vende), a la rémora de la hipoteca y a que la vivienda en propiedad da servicios gratis que no están ligados a la renta, al contrario que un alquiler. Por tanto, cuando mayor es la tasa de propiedad, menor es la movilidad. Esto tiene dos consecuencias. La primera atañe a la Gran Recesión; muchas familias se quedaron atrapadas con hipotecas que no podían pagar y, además, no podían emigrar en busca de mejores oportunidades. La segunda concierne a las tasas de movilidad observadas a lo largo del tiempo. Kaplan y Schulhofer-Wohl (2012) documentan que los flujos migratorios internos en Estados Unidos han ido cayendo a lo largo del tiempo. En España también tenemos esa experiencia. Estas pautas pueden ser preocupantes:

⁷ Véase el discurso de B. Bernanke en 2003, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/200311062/default.htm>.

si vemos simultáneamente que los flujos migratorios internos caen y las disparidades en empleo entre regiones aumenta, tenemos que concluir que la eficiencia asignativa de nuestra economía está empeorando en una de sus dimensiones más importantes: la distribución geográfica del capital humano.

Demyanyk et al. (2017) estudian la prevalencia de la Hipótesis de Oswald en la recuperación tras la Gran Recesión en Estados Unidos usando un rico panel de datos que conecta la posición financiera de las familias y flujos migratorios. Estos autores proporcionan evidencia de que el ajuste del mercado laboral no se ve significativamente obstaculizado por el hecho de que muchos hogares hipotecados acabaran con una riqueza negativa tras el desplome de los precios. Para entender esta evidencia, los autores usan un modelo basado en Díaz y Luengo-Prado (2008, 2010) con una estructura de mercado hipotecario más rica e incluyendo la decisión de emigrar a otra ciudad. La clave del modelo para entender la evidencia es la flexibilidad y profundidad del mercado de alquiler, que permite liquidar el valor de la vivienda a pesar de que la riqueza neta inmobiliaria fuera negativa.

De una forma más general, muchos macroeconomistas se están preguntando en qué medida y cómo las fricciones del mercado inmobiliario se trasladan al mercado de trabajo, no solo durante la Gran Recesión. La primera hipótesis es que la vivienda es importante para entender el pequeño tamaño de los flujos migratorios internos a un país, como documentan Kaplan G. y S. Schulhofer-Wohl (2012) para Estados Unidos o Díaz et al. (2023) para España y su escasa sensibilidad a las diferencias observadas en tasas de empleo entre regiones. A este respecto, Giannone et al. (2023) construyen un modelo basado en Kaplan et. al (2020) con diferentes áreas urbanas. La clave es que la vivienda en propiedad es un mecanismo de autoseguro que permite a los propietarios de vivienda aislar mejor su consumo de los avatares del mercado de trabajo. Esto, junto con los costes que pueda tener liquidar o alquilar la vivienda, los hace menos móviles. La composición demográfica hace que, en el agregado, una mayor tasa de propiedad redunde en menores flujos migratorios.

La existencia de fricciones de búsqueda en el mercado de vivienda, como en el mercado de trabajo, lleva de forma natural a preguntarse si la interacción entre ambas es importante para entender los flujos migratorios y cuál es su efecto sobre la tasa de paro. Head y Lloyd-Ellis (2012) construyen un modelo con fricciones de búsqueda de vivienda, en la línea de Díaz y Jerez (2013), y de búsqueda de empleo. En su modelo, los propietarios de viviendas tienen mucha menos

movilidad que los inquilinos y tienen un mayor desempleo, lo que implica potencialmente grandes diferencias en el desempleo entre ciudades, pero el efecto sobre el nivel agregado el empleo es menor, a menos que la tasa de paro sea suficientemente alta; es decir, que las fricciones de búsqueda en el mercado de trabajo sean sustanciales. Este resultado hay que tomarlo con cierta precaución porque en su modelo los agentes son neutrales al riesgo (no hay motivos para mantener ahorro por motivo precaución), lo que neutraliza el efecto de fricciones en los mercados sobre el comportamiento de los agentes.

Hemos reflexionado sobre cómo el mercado inmobiliario afecta al mercado de trabajo, pero la interacción entre ambos mercados es de doble dirección. Existe una literatura creciente que investiga el canal contrario. Un ejemplo temprano es Van Nieuwerburgh y Weill (2010). Estos autores documentan que desde los años 70 el precio de la vivienda en Estados Unidos ha evolucionado de forma muy diferente según la zona geográfica. De hecho, no solo la media del precio de la vivienda ha ido aumentando en el tiempo, sino también sus diferencias geográficas. Este fenómeno no es único de Estados Unidos. Montoriol Garriga (2020) documenta una evolución similar en España. Ambos estudios encuentran que el aumento del precio de la vivienda está positivamente correlacionado con las diferencias de actividad económica. En las últimas décadas estamos observando que hay regiones o áreas que crecen mucho más que la media y ese crecimiento atrae a nuevos trabajadores. El crecimiento es desigual. Las grandes ciudades acaparan los trabajos con mayor contenido tecnológico y a los trabajadores más cualificados. Esto produce un efecto de autoselección de los trabajadores que acuden a las grandes ciudades, donde, por efecto de la congestión, el coste de la vivienda aumenta en mayor medida que en áreas menos activas. Van Nieuwerburgh y Weill (2010) estudian esta hipótesis en un modelo donde, de forma exógena, las áreas se van diferenciando en actividad económica, pero los flujos migratorios son endógenos. Obtienen, de esta manera, que en las áreas con un mayor salario medio el precio de la vivienda crece más que proporcionalmente a la renta, que es algo que estamos observando. Este proceso de “selección espacial” viene acompañado, en general, con un aumento de la desigualdad en las grandes ciudades, como documentan Eckhout et al. (2014). Este comportamiento dinámico de las ciudades y la importancia de los flujos migratorios es un fenómeno muy acusado en la actualidad y pone el foco en la necesidad de analizar, conjuntamente, el mercado de trabajo y el mercado de la vivienda.

6. POLÍTICA ECONÓMICA Y VIVIENDA

El proceso de concentración espacial de la actividad y el encarecimiento de la vivienda en las grandes ciudades ha traído la política de vivienda al centro del debate. Los modelos teóricos que hemos repasado en estos capítulos deberían componer el marco teórico en el que pensar cuáles son las políticas adecuadas. Por ejemplo, dada la interacción entre mercado de trabajo y mercado de la vivienda deberíamos pensar en forma conjunta sobre ellos. De hecho, como argumentan Favilukis et al. (2023) los arrendatarios están expuestos al doble riesgo laboral (perder el empleo) y habitacional (que aumente el precio de alquiler). Ambos interaccionan de forma compleja. Tenemos muy claro que el bienestar general aumenta cuando las instituciones actúan para paliar el riesgo laboral. No existe un seguro de desempleo porque nos preocupe la desigualdad en la distribución de la renta sino por una cuestión de eficiencia: si una trabajadora pierde su empleo, le sufragamos sus gastos por un tiempo para que busque el empleo donde pueda aprovechar al máximo su capital humano. El debate está en cuán generosa debe ser tal prestación, cómo controlamos que realmente busque empleo, etc. Pero, ¿cómo debemos subsidiar el alquiler? Es algo que no tenemos muy claro.

Lo que sí tenemos claro es que el control de los alquileres tiene efectos sobre la organización de los barrios y la movilidad de las personas. Diamond et al. (2019) estiman con cuidado los efectos de la política de control de rentas que entró en vigor en 1994 en San Francisco. Los autores muestran que, efectivamente, la oferta de alquiler se redujo de forma apreciable (aumentando la oferta para venta) y simultáneamente, se redujo el éxodo de inquilinos. Esto, con el paso del tiempo, atrajo a personas de un mayor poder adquisitivo que los antiguos inquilinos –que acabaron marchándose de todas maneras–, acelerando el proceso de gentrificación de la ciudad. Es decir, se consiguió el objetivo contrario al deseado: ralentizar la gentrificación. Este proceso se observa, con más o menos diferencias, en todas las ciudades que imponen controles de renta. La pregunta para un macroeconomista es pensar en procesos de gentrificación dinámicos y cómo la política de vivienda afecta a la movilidad. Muchas políticas pueden ser inefectivas o tener resultados indeseados por no tener en cuenta la movilidad de las personas, como muestra Díaz et al. (2023).

A mi entender, para diseñar una buena política de vivienda hay que tener una teoría de qué es una ciudad. Este es el caso de Favilukis et al. (2023), quienes construyen modelo estructural de comportamiento dinámico de los habitantes

de una ciudad que responden a incentivos, cambian de barrio y de trabajo. Favilukis y sus coautores, estudian los efectos de una política de control de rentas del siguiente tipo: los constructores tienen que dejar un porcentaje de la vivienda construida para alquilar por debajo del precio de mercado (algo que no se hace en este país y debería explorarse). Esta vivienda se asigna mediante a una lotería a las personas cuya renta está por debajo de un límite. Usan como ejemplo la ciudad de Nueva York. Los autores encuentran que aumentar el porcentaje de vivienda para alquilar social de forma igualitaria en todos los distritos aumenta el bienestar social significativamente. Esto sucede a pesar de que en el centro de la ciudad aparezcan los efectos que encuentran Diamond et al. (2019) para San Francisco. La política de vivienda implementada cambia la composición de la ciudad, haciéndose los barrios fuera del centro mucho más accesibles y atractivos. El aumento del bienestar social se produce incluso cuando esta política se financia con impuestos progresivos. La razón es que la política de vivienda cambia la distribución espacial de la población. El mensaje final es que para evaluar las políticas de vivienda debemos estudiar su impacto en el total de la ciudad.

La literatura sobre movilidad nos advierte sobre los efectos de las políticas de vivienda en el total de la ciudad o área económica pertinente. La literatura que estudia las decisiones de compra o alquiler nos advierte de que las políticas no deben ser las mismas para todos. Por ejemplo, Díaz y Luengo-Prado (2008) muestra que la decisión de compra de vivienda depende de la edad de los agentes, de su capital humano (ya que determina su renta permanente) y del tipo de riesgo laboral al que se enfrentan. Quiere decir esto que una política de fomento del alquiler puede tener sentido para tener una solución habitacional para jóvenes universitarios, pero quizá no sea la adecuada para inmigrantes asentados trabajando en la construcción con niños pequeños. Su horizonte vital es diferente. Nos queda, por tanto, el reto del diseño de una política de vivienda que tenga en cuenta un desarrollo urbano equilibrado así como las diferencias en necesidades de vivienda de diferentes segmentos de la población.

También es importante destacar que el diseño de las políticas económicas necesita tener en cuenta la complejidad del mercado de la vivienda para no tener consecuencias indeseadas o imprevistas. Como muestran las figuras 8 y 9 los precios de la vivienda fueron aumentando a la vez que los Bancos Centrales empezaron a aumentar los tipos de interés allá por marzo de 2022. El efecto inmediato es un aumento del tipo marginal de las hipotecas. El efecto, en principio, es diferente si se trata de hipotecas a tipo fijo o variable. El primer caso es el dominante

en Estados Unidos. Al aumentar los tipos hipotecarios se reduce la rotación del mercado porque muchas personas que estarían dispuestas a cambiar de casa ahora no lo hacen por el coste añadido de obtener una nueva hipoteca a tipos más altos. Como ya dijimos en la sección 4.3, el mercado de vivienda está dominado por el mercado de segunda mano. Como resultado, se produce una reducción de la oferta, una reducción de la movilidad geográfica y aumento de los precios. Esto es exactamente lo que está ocurriendo en Estados Unidos⁸. Por tanto, el endurecimiento de la política monetaria está teniendo un efecto real imprevisto –la reducción de la rotación y la movilidad– y un efecto colateral de aumento de los precios. No es de extrañar que una parte del debate actual sea si hay que tener en cuenta el aumento de los precios de la vivienda a la hora de computar la tasa de inflación relevante de la economía. Este efecto indeseado quizá sea menos extremo en España, por ejemplo, donde hay muchas hipotecas vivas a tipo variable. El efecto es algo más sutil. Las hipotecas más antiguas soportan una menor carga de intereses, así que sus dueños se comportan de forma parecida a los que firmaron hipotecas a tipo fijo. Al igual que en Estados Unidos, el aumento de tipos ha venido acompañado de una reducción de ventas y un aumento de los precios. La razón es la misma: la respuesta del mercado de vivienda de segunda mano.

7. COMENTARIOS FINALES

En este capítulo he revisado el estado de la investigación macroeconómica acerca del mercado de la vivienda y su interrelación con el resto de la economía. Si bien se han logrado muchos avances, aún quedan muchos desafíos y problemas interesantes. El análisis de las implicaciones de la literatura revisada pone de manifiesto que, aunque nuestra comprensión del mercado inmobiliario en el entorno macroeconómico ha avanzado mucho desde los años 2000, todavía hay margen de mejora. Sin ánimo de ser exhaustiva voy a señalar tres dimensiones en las que habría que profundizar.

La primera es el estudio de las expectativas. Kuchler et al. (2022) usan datos muy ricos con varias encuestas sobre la confianza de los consumidores en Estados Unidos. La conclusión fundamental es que las expectativas de los consumidores acerca de los precios de la vivienda varían de forma notable en el tiempo

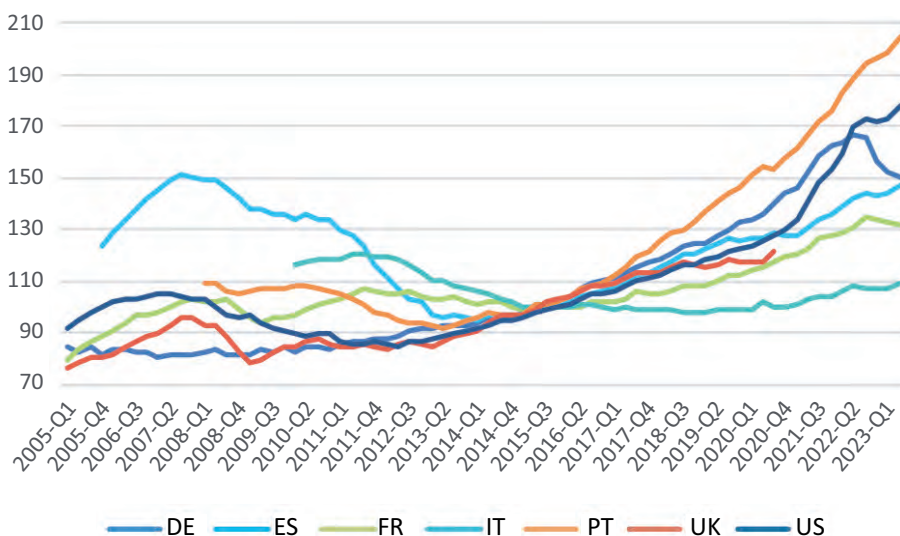
⁸ Véase, por ejemplo, la editorial del Wall Street Journal, <https://www.wsj.com/articles/were-still-paying-for-the-federal-reserves-blunders-bb42cc5f>.

y la zona geográfica. De hecho, solo una pequeña parte de esa varianza en expectativas se explican por las características demográficas básicas de los consumidores. El marco natural para modelar y estudiar los efectos de la descentralización informacional sería un modelo con fricciones de búsqueda.

La segunda es incorporar las fricciones del mercado hipotecario y de búsqueda en un verdadero modelo de ciclos económicos. La literatura, hasta la fecha, ha tratado el auge y desplome inmobiliario de principio de los años 2000 como un suceso singular pero, como muestran Davis y Heathcote (2005) y Díaz y Jerez (2013), el ciclo inmobiliario forma parte del ciclo económico. Lo que tenemos que entender es por qué las características de ese ciclo varían en el tiempo.

A este respecto, es interesante observar la figura 8. Aquí aparecen varios índices de precio de la vivienda para algunos países. Estos índices no están ajustados por la inflación ni por el crecimiento del PIB. Lo primero que llama la atención es su crecimiento espectacular en Portugal, Alemania (a pesar de la pequeña caída reciente) y Estados Unidos. Lo segundo, es que la explicación que dimos a la burbuja inmobiliaria de los años 2000 no nos sirve para entender la evolución reciente de los precios.

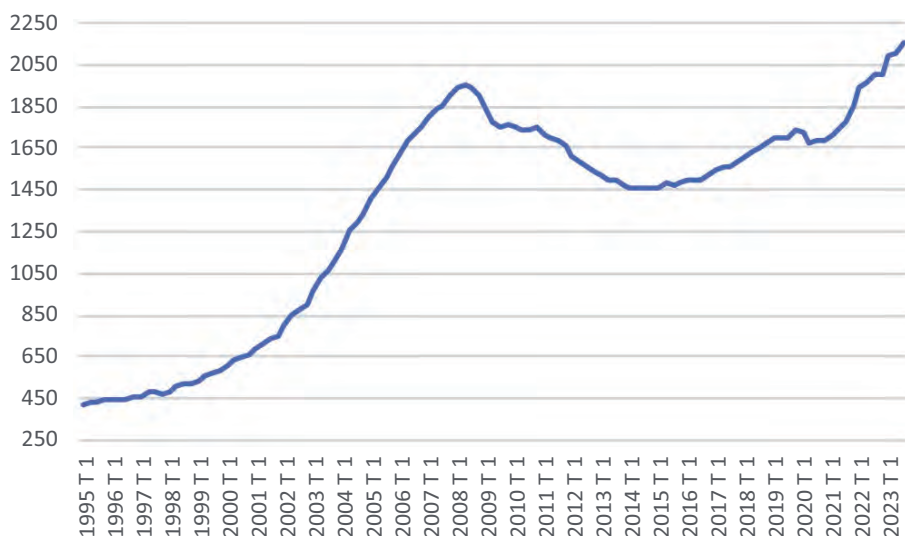
Figura 8. Índice de precios de la vivienda para varios países.



Fuentes: Eurostat y FRED.

La figura 9 muestra el precio de la vivienda por m² en España deflactado por el IPC (en base 2015). Como vemos, en términos reales, en 2023 el precio ya ha sobrepasado el del pico del *boom* del tercer trimestre de 2008. La primera pregunta que debemos hacernos cuánto de esta evolución es ciclo y cuánto es tendencia. Pues bien, la tasa de crecimiento interanual media de los precios durante el periodo 1995T1-2023T3 es 5,87%, mientras que la del PIB real es 1,93%. Esta diferencia es probable que se deba a que el sector de la construcción es menos productivo que el resto de la economía, como ocurre en Estados Unidos y documentan Davis y Heathcote (2005). Ahora bien, la volatilidad de la tasa de crecimiento de los precios es dos veces la del PIB real. ¿A qué se debe la evolución reciente de los precios? ¿Es igual en todas las regiones?

Figura 9: Evolución del precio de vivienda por m² en España en euros de 2015.



Fuente: BDREMS.

La tercera cuestión pendiente es tener buenas estimaciones de la elasticidad de la oferta de vivienda. Baum-Snow y Han (2023) amplían el trabajo de Saiz (2010) y muestran que la construcción nueva representa como máximo dos tercios de la respuesta de la oferta a los *shocks* de precios en el vecindario promedio. Debido a la durabilidad de la vivienda y la variación en los costos de desarrollo del suelo entre diferentes zonas, una comprensión de la función de producción de la vivienda no es suficiente para tener una imagen completa de la oferta de

vivienda. Es necesario, por tanto, incorporar diferencias geográficas, institucionales y el papel de las expectativas en la oferta.

BIBLIOGRAFÍA

- Aiyagari, S.R. (1994). “Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving”, *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 659–684. <https://doi.org/10.2307/2118417>.
- Albanesi, S., DeGiorgi, G. y Nosal, J. (2022). “Credit growth and the financial crisis: A new narrative,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 132(C), pp. 118-139, <https://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v132y2022icp118-139.html>.
- Banco Central Europeo (2020). *Economic Bulletin*, 1/2020, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202001.en.pdf>.
- Beaudry, P. y Portier, F. (2014). “News-Driven Business Cycles: Insights and Challenges,” *Journal of Economic Literature*, vol. 52(4), pp. 993-1074, December. <https://ideas.repec.org/a/aea/jeclit/v52y2014i4p993-1074.html>.
- Baum-Snow, N. y Han, L. (2023). “The Microgeography of Housing Supply”, de próxima aparición en el *Journal of Political Economy*, <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/728110>.
- Bergman, P., Chetty, R., DeLuca, S., Hendren, N., Katz, L.F. y Palmer, C. (2019). “Creating Moves to Opportunity: Experimental Evidence on Barriers to Neighborhood Choice,” NBER Working Papers 26164. <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/26164.html>.
- Bewley, T.F. (1986). “Stationary Monetary Equilibrium with a Continuum of Independently Fluctuating Consumers,” *Contributions to Mathematical Economics in Honor of Gerard Debreu*, Werner Hildenbrand and Andreu Mas-Colell (eds.). Amsterdam: North-Holland, Vol. 1, pp. 79-102.
- Blanchet, T. y Martínez-Toledano, C. (2023). “Wealth inequality dynamics in Europe and the United States: Understanding the determinants,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 133, 2023, pp. 25-43, ISSN 0304-3932, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.11.010>.
- Budria, S. y Díaz, A. (2006). “Term premium and equity premium in economies with habit formation,” UC3M Working papers. Economics we065522,

- Universidad Carlos III de Madrid. Departamento de Economía. <https://ideas.repec.org/p/cte/werepe/we065522.html>.
- Castañeda, A., Díaz-Giménez, J. y Ríos-Rull, J.-V. (2003). "Accounting for the U.S. Earnings and Wealth Inequality," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 111(4), pp. 818-857, August. <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v111y2003i4p818-857.html>.
- Cocco, J.F., Gomes, F.J., Maenhout, P.J. (2005). "Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle", *The Review of Financial Studies*, Volume 18, Issue 2, Summer 2005, Pages 491-533, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi017>.
- Davis, M.A. y Heathcote, J. (2005). "Housing and The Business Cycle," *International Economic Review*, Vol. 46(3), Pp. 751-784, August. <https://ideas.repec.org/a/ier/iecrev/v46y2005i3p751-784.html>.
- Davis, M.A. y Van Nieuwerburgh, S. (2015). "Housing, Finance, and the Macroeconomy," Editor(s): Gilles Duranton, J. Vernon Henderson, William C. Strange, *Handbook of Regional and Urban Economics*, Elsevier, Vol. 5, 2015, pp. 753-811, ISSN 1574-0080, ISBN 9780444595331, <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-59531-7.00012-0>.
- De Nardi, M., Fella, G. y Yang, F. (2015). "Piketty's Book and Macro Models of Wealth Inequality," NBER Working Papers 21730, <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/21730.html>.
- Demyanyk, Y., Hryshko, D., Luengo-Prado, M.J. y Sørensen, B.E. (2017). "Moving to a Job: The Role of Home Equity, Debt, and Access to Credit," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 9(2), Pp. 149-181, April, <https://ideas.repec.org/a/aea/aejmac/v9y2017i2p149-81.html>.
- Diamond, R., McQuade, T. y Qian, F. (2019). "The Effects of Rent Control Expansion on Tenants, Landlords, and Inequality: Evidence from San Francisco," *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 109(9), pap. 3365-3394, September. <<https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v109y2019i9p3365-94.html>>
- Díaz, A., Jerez, B., y Rincón-Zapatero, J.P. (2024). "Housing Prices and Credit Constraints in Competitive Search," *The Economic Journal*, Vol. 134, Issue 657, January 2024, pp. 220-270, <https://doi.org/10.1093/ej/uead054>.
- Díaz, A., Jáñez, Álvaro y Wellschmied, Felix (2023). "Geographic Mobility Over the Life-Cycle". *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4340078>.

- Díaz, A. y Franjo, L. (2016). "Capital goods, measured TFP and growth: The case of Spain," *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 83(C), pp. 19-39. <<https://ideas.repec.org/a/eee/eecrev/v83y2016icp19-39.html>>
- Díaz, A. y Jerez, B. (2013). "House Prices, Sales, And Time On The Market: A Search-Theoretic Framework," *International Economic Review*, Vol. 54(3), pp. 837-872, August. <https://ideas.repec.org/a/wly/iecrev/v54y2013i3p837-872.html>.
- Díaz A. y Luengo-Prado, M.J. (2006). "On the user cost and homeownership," UC3M Working papers. Economics we065421, Universidad Carlos III de Madrid. Departamento de Economía. <https://ideas.repec.org/p/cte/werepe/we065421.html>.
- Díaz A. y Luengo-Prado, M.J. (2008). "On the User Cost and Homeownership," *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, Vol. 11(3), pp. 584-613, July. <https://ideas.repec.org/a/red/issued/06-99.html>.
- Díaz, A. y Luengo-Prado, M.J. (2010). "The Wealth Distribution With Durable Goods," *International Economic Review*, Department of Economics, Vol. 51(1), pp. 143-170, February. <https://ideas.repec.org/a/ier/iecrev/v51y2010i1p143-170.html>.
- Díaz, A. y Luengo-Prado, M.J. (2012a). "User Cost, Home Ownership and House Prices: United States," Editor(s): Susan J. Smith, *International Encyclopedia of Housing and Home*, Elsevier, 2012, pp. 228-234, ISBN 9780080471716, <https://doi.org/10.1016/B978-0-08-047163-1.00721-9>.
- Díaz, A. y Luengo-Prado, M.J. (2012b). "Home Ownership: Economic Benefits," Editor(s): Susan J. Smith, *International Encyclopedia of Housing and Home*, Elsevier, 2012, pp. 439-445, ISBN 9780080471716, <https://doi.org/10.1016/B978-0-08-047163-1.00110-7>.
- Eeckhout, J., Pinheiro, R. y Schmidheiny, K. (2014). "Spatial Sorting," *Journal of Political Economy*, Vol. 122(3), pp. 554-620, <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/doi10.1086-676141.html>.
- EU-KLEMS y IntanProd Database (2023). <https://euklems-intanprod-llee.luiss.it>.
- Favilukis, J., Mabilie, P. y Van Nieuwerburgh, S. (2023). "Affordable Housing and City Welfare," *Review of Economic Studies*, Oxford University

- Press, Vol. 90(1), pp. 293-330. <https://ideas.repec.org/a/oup/restud/v90y2023i1p293-330.html>
- Favilukis, J., Ludvigson, S.C. y Van Nieuwerburgh, S. (2017). “The Macroeconomic Effects of Housing Wealth, Housing Finance, and Limited Risk Sharing in General Equilibrium,” *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 125(1), pp. 140-223. <<https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/doi10.1086-689606.html>>
- Fernández-Villaverde, J. y Krueger, D. (2011). “Consumption And Saving Over The Life Cycle: How Important Are Consumer Durables?,” *Macroeconomic Dynamics*, Cambridge University Press, Vol. 15(5), pp. 725-770, November. https://ideas.repec.org/a/cup/macdyn/v15y2011i05p725-770_00.html.
- Flavin, M. y Yamashita, T. (2002). “Owner-Occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio,” *American Economic Review*, Vol. 92(1), pp. 345-362.
- Flavin, M. y Nakagawa, S. (2008). “A Model of Housing in the Presence of Adjustment Costs: A Structural Interpretation of Habit Persistence,” *American Economic Review* 98, 1 (March 2008): 474-95.
- Fuhrer, J.C. (2000). “Habit Formation in Consumption and Its Implications for Monetary-Policy Models,” *American Economic Review*, 90 (3): 367-390.
- Garriga, C. y Hedlund, A. (2020). “Mortgage Debt, Consumption, and Illiquid Housing Markets in the Great Recession,” *American Economic Review*, Vol. 110(6), pp. 1603-1634, June. <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v110y2020i6p1603-34.html>.
- Guinea, L., Puch, L.A. y Ruiz, J. (2023). “News-Driven Housing Boom: Spain Versus Germany,” *The B.E. Journal of Macroeconomics*, De Gruyter, Vol. 23(1), pp. 95-150, January. <https://ideas.repec.org/a/bpj/bejmac/v23y2023i1p95-150n13.html>.
- Giannone, E., Li, Q., Paixao, N. y Pang, X. (2023). “Unpacking Moving”, mimeo, UPF, <https://sites.google.com/view/elisagiannone/research>.
- Hall, R.E. (1978). “Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence,” *Journal of Political Economy*, Vol. 86(6), pp. 971-987, December. <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v86y1978i6p971-87.html>.

- Halket, J., Loewenstein, L. y Willen, P.S. (2023). "The Cross-Section of Housing Returns," mimeo, Texas A & M University.
- Head, A. y Lloyd-Ellis, H. (2012). Housing Liquidity, Mobility, and the Labour Market. *The Review of Economic Studies*, 79(4), 1559-1589. <http://www.jstor.org/stable/23355081>.
- Hsieh, C.-T. y Klenow, P.J. (2009). "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India," *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1403-1448. <http://www.jstor.org/stable/40506263>.
- Huggett, M. (1993). "The risk-free rate in heterogeneous-agent incomplete-insurance economies," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, Vol. 17(5-6), pp. 953-969. <https://ideas.repec.org/a/eee/dyncon/v17y1993i5-6p953-969.html>.
- Iacoviello, M. (2005). "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle," *The American Economic Review*, 95(3), 739-764. <http://www.jstor.org/stable/4132738>.
- Imrohoroglu, A. (1989). "Cost of Business Cycles with Indivisibilities and Liquidity Constraints," *Journal of Political Economy*, Vol. 97(6), pp. 1364-1383, December. <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/v97y1989i6p1364-83.html>.
- Japelli, T. y Pistaferri, L. (2010). "The consumption response to income changes," *Annual Review of Economics*, 2(1), 479-506.
- Kaas, L., Kocharkov, G., Preugschat, E. y Siassi, N. (2021). "Low Homeownership in Germany - a Quantitative Exploration," *Journal of the European Economic Association*, European Economic Association, Vol. 19(1), pp. 128-164. <https://ideas.repec.org/a/oup/jeurec/v19y2021i1p128-164.html>.
- Kaplan G. y Schulhofer-Wohl, S. (2012). "Interstate Migration Has Fallen Less Than You Think: Consequences of Hot Deck Imputation in the Current Population Survey," *Demography*, Vol. 49(3), pp. 1061-1074, August, <https://ideas.repec.org/a/spr/demogr/v49y2012i3p1061-1074.html>.
- Kaplan, G., Mitman, K. y Violante, G.L. (2020). "The Housing Boom and Bust: Model Meets Evidence," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Vol. 128(9), pp. 3285-3345. <https://ideas.repec.org/a/ucp/jpolec/doi10.1086-708816.html>.

- Kaplan, K. y Violante, G.L. (2022). "The Marginal Propensity to Consume in Heterogeneous Agent Models", *Annual Review of Economics*, 2022, 14:1, pp. 747-775.
- Kiyotaki, N., Michaelides, A. y Nikolov, K. (2011). "Winners and Losers in Housing Markets," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 43, pp. 255-296, March, <https://ideas.repec.org/a/mcb/jmoncb/v43y2011p255-296.html>.
- Kuchler, T., Piazzesi, M. y Stroebel, J. (2022). "Housing Market Expectations," NBER Working Papers 29909, <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/29909.html>.
- Kotova, N. y Zhang, A.L. (2021). "Liquidity in Residential Real Estate Markets", mimeo, U Chicago Booth, <https://anthonyleezhang.github.io/pdfs/sfipd.pdf>.
- Krainer, J. (2008). "Falling house prices and rising time on the market," *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue mar21, <https://ideas.repec.org/a/fip/fedfel/y2008imar21n2008-11.html>.
- Krainer, J. (2001). "A Theory of Liquidity in Residential Real Estate Markets," *Journal of Urban Economics*, Elsevier, Vol. 49(1), pp. 32-53, January, <https://ideas.repec.org/a/eee/juecon/v49y2001i1p32-53.html>.
- Luengo-Prado, M.J. (2006). "Durables, nondurables, down payments and consumption excesses," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, Vol. 53(7), pp. 1509-1539, October. <https://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v53y2006i7p1509-1539.html>.
- Montoriol Garriga, J. (2020). "La creciente divergencia del precio de la vivienda en España", CaixaBank Research, <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/inmobiliario/creciente-divergencia-del-precio-vivienda-espana>.
- Ngai, L.R. y Tenreyro, S. (2014). "Hot and Cold Seasons in the Housing Market," *American Economic Review*, Vol. 104(12), pp. 3991-4026, December, <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v104y2014i12p3991-4026.html>.
- Oswald, A.J. (1996). A Conjecture on the Explanation for High Unemployment in the Industrialized Nations: Part I, University of Warwick, Working Paper No. 475.
- Oswald, A.J. (1999). The housing market and Europe's unemployment: A non-technical paper. Unpublished. University of Warwick. https://web.archive.org/web/20170329042914id_/http://www.andrewoswald.com:80/docs/homesnt.pdf.

Capítulo 2

FUENTES DE DATOS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

José García Montalvo
Universidad Pompeu Fabra
<https://orcid.org/0000-0003-4161-5055>

Josep María Raya Vílchez
Universidad Pompeu Fabra
<https://orcid.org/0000-0002-2885-234X>

Resumen

En este capítulo se realiza una descripción de los principales datos de precios y cantidades del mercado de la vivienda español. Cada apartado describe los datos, el nacimiento de los mismos, los valora y realiza una descripción gráfica de su evolución y momento actual. El capítulo acaba con una breve conclusión. A este respecto se analizan los datos oficiales de suelo, mercado de la vivienda en propiedad y en alquiler, vivienda protegida, viviendas vacías, rehabilitación y *sareb*. La última sección analiza también las aproximaciones de big data para, fundamentalmente, predecir el precio de la vivienda a nivel de código postal. Si bien la información agregada en términos del precio del suelo, vivienda protegida y rehabilitación se puede considerar suficiente, la información oficial en términos del mercado de la vivienda en propiedad y en alquiler o la estadística de viviendas vacías se puede considerar insuficiente y en algún caso deficiente. Ya sea porque no da información precisa de aquello que queremos conocer (el precio de mercado la vivienda o las viviendas realmente vacías) o la estadística va con mucho retraso (precio del alquiler) o nos falta información relevante (las dinámicas del mercado o la tipología de contratos de alquiler).

Por lo tanto, la primera conclusión es que la información oficial aunque ha mejorado, es escasa, en algunos casos muy reciente, y no del todo precisa para poder realizar un correcto seguimiento de la evolución y dinámicas del mercado. Eso hace que los datos de empresas privadas como inmobiliarias o tasadoras

aporten valor a la estadística oficial. En este sentido, falta una estadística oficial de precios de compraventa de mercado o precios de alquiler de mercado con una adecuada representatividad territorial y temporal y con una mayor frecuencia. Tampoco se tiene información oficial sobre las dinámicas del mercado –como los días de venta o el descuento– estadísticas importantes, como hemos visto en el capítulo anterior, para el correcto seguimiento del ciclo del sector, lo que tiene suma importancia macroeconómica.

Otro aspecto en el que se debe mejorar es en el acceso a los microdatos administrativos, especialmente aquellos que subyacen a las estadísticas de precios (tasaciones, registro notarial o alquileres proporcionados por la agencia tributaria) o los propios datos de la SAREB. Finalmente, la información procedente del big data, muy cuantitativa y de mucha frecuencia, también es una gran fuente de información. Recientemente el INE ha comenzado una estadística de webscrapping de datos de las plataformas de apartamentos turísticos. Dichos datos nos permiten evaluar el comportamiento de este segmento del alojamiento (Llaneza Hesse y Raya Vílchez, 2022). Se podría elaborar una estadística similar con las plataformas venta y alquiler de vivienda y fusionar estos datos con los datos administrativos y los datos procedentes de encuestas oficiales, lo que sería una gran noticia en términos de las posibilidades que se abrirían de investigación científica.

1. INTRODUCCIÓN

Tener una buena información del sector inmobiliario es vital para conocer la evolución y la dinámica del sector. Por ejemplo, la información del precio de la vivienda repercute en el comportamiento de los sectores relacionados con la actividad inmobiliaria, las administraciones públicas e incluso en la economía general. Utilizar un precio de la vivienda incorrecto, o inapropiado para los objetivos perseguidos, por parte de los agentes del mercado inmobiliario, del sector financiero o del sector público, repercute en sus actividades (Raya, 2021) afectando a las expectativas de los agentes y, por tanto, a la propia evolución del mercado. Asimismo, el sector inmobiliario y la construcción residencial son industrias muy cíclicas que tienen un impacto fundamental en la evolución macroeconómica. Por este motivo, desde el punto de vista de los bancos centrales la disponibilidad de estadísticas inmobiliarias precisas y con elevadas frecuencias es también fundamental. La literatura económica, por ejemplo Buiter (2008), viene reclamando desde hace tiempo una mayor atención de los bancos

centrales a los precios de los activos durante la crisis financiera, que en presencia de determinados fallos del mercado se convierten en un determinante fundamental de la capacidad de endeudamiento y el consumo de los individuos. Tal es así que se habla de controlar el output gap, inflación y precios de los activos. Otra discusión macroeconómica relevante es la oportunidad, o no, de introducir el precio de la vivienda en el IPC y, por tanto, hacer que los bancos centrales reaccionen a la evolución de los precios de la vivienda. De nuevo, con este objetivo es necesario tener buena información sobre el precio de la vivienda. Asimismo, los bancos centrales son los encargados de mantener la estabilidad financiera. En este sentido el precio de los activos inmobiliarios (tanto residenciales como comerciales) es fundamental pues las carteras hipotecarias son una parte fundamental del activo de las entidades financieras. Finalmente, también es fundamental conocer la evolución del *stock* de viviendas en alquiler y sus precios en el contexto de muchas políticas públicas destinadas a mejorar la accesibilidad de la vivienda para jóvenes y familias vulnerables.

La utilidad sobre las fuentes de información de los precios de los inmuebles residenciales no se limita a los indicadores macroeconómicos sobre inflación o a la estabilidad financiera de las entidades crediticias. Su utilidad se extiende a los objetivos de política monetaria, la medición de la riqueza de las familias y su evolución (la vivienda es el principal activo de las familias), las decisiones de los ciudadanos sobre cuando comprar una vivienda o la indicación salarial. Muchos países cuentan con multitud de índices de precios de la vivienda que usan diferentes fuentes y metodologías lo que contribuye a crear cierta confusión entre los ciudadanos.

La distancia entre los diferentes tipos de mediciones es resaltada por Diewert et al. (2009) quien constata que, en la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, el precio de la vivienda creció lentamente (3,4%) medido mediante la metodología de los alquileres equivalentes mientras que creció de forma mucho más acentuada utilizando el índice Case-Shiller (11,3%). Los problemas se multiplican cuando se realizan comparaciones internacionales o se realizan agregaciones de precios por áreas económicas que comprenden múltiples países. En muchos casos la disponibilidad de la fuente o su extensión temporal predominan sobre una metodología homogénea. Eurostat (2013) identifica una enorme variedad de fuentes para los precios de la vivienda: precios de oferta (periódicos, agentes inmobiliarios, intermediarios digitales, etc.), precio inicial aceptado por el comprador (agencias hipotecarias), precio de tasación (bancos), precio final

de la transacción en los registros bancarios, precio final de la transacción en los registros de la propiedad y las agencias tributarias, valoración para el pago de impuestos y tasas locales e incluso opiniones de expertos (agentes inmobiliarios, asociaciones profesionales tipo API, etc.).

Esto no quiere decir que las estadísticas inmobiliarias sean equivocadas, sino que, dependiendo de la metodología, su interpretación y utilización debe ser diferente. Por ejemplo, en España durante mucho tiempo se utilizaron los precios de tasación como indicador principal del precio de la vivienda. El motivo era meramente práctico: el Ministerio de Fomento tenía acceso a esta información y podía agregarla con facilidad. Sin embargo, los precios de tasación tienen un objetivo concreto (normalmente servir de base del valor de una vivienda para realizar una hipoteca sobre la misma). Teniendo en cuenta este objetivo es evidente que las entidades financieras, que además durante muchos años fueron dueñas de la mayoría de las empresas de tasación, tenían incentivos a que sus valoraciones fueran superiores a los precios de mercado para mantener el ratio crédito valor a un nivel que no llamara la atención (García Montalvo y Raya, 2012). Además, los precios de tasación tienen un comportamiento cíclico que tiene que ver con los incentivos de los bancos y las empresas de tasación y no con la evolución de los precios de mercado. En general, en las expansiones los precios de tasación son más altos, y crecen más rápido, que los precios de mercado mientras que en las recesiones sucede lo contrario. Por tanto, tener información de calidad sobre el sector inmobiliario puede afectar al mercado financiero. En este sentido, fenómenos como la sobretasación fueron el desencadenante de la cadena de incentivos perversos subyacentes a la crisis crediticia e inmobiliaria de 2007-2008 en España (Akin et al., 2014; García Montalvo y Raya, 2018).

En el caso español las implicaciones para el sector público también son variadas. En primer lugar, para una correcta aplicación de la política de vivienda directa, es necesario conocer cómo valorar de forma correcta los inmuebles. A modo de ejemplo, para fijar las condiciones de acceso a la VPO o al alquiler social, es necesario conocer con exactitud el precio de la vivienda. De la misma manera, para subsidiar los intereses del préstamo hipotecario, resulta de interés conocer la relación entre el precio de venta y el precio de tasación de una vivienda. Finalmente, el conocimiento de la relación entre los precios de registro notarial y los precios de tasación y venta, puede incluso aportar indicios a la detección y el cálculo del fraude fiscal (Montalvo et al., 2020). Por último, una

inadecuada información acerca de los precios de la vivienda puede contribuir a generar unas expectativas incorrectas acerca de la evolución futura de ese precio de la vivienda (García Montalvo y Raya, 2012).

La mayor parte de la información inmobiliaria en España no tiene una tradición muy longeva ni en términos de edificación, ni en transacciones ni en términos de precios¹. Las estadísticas de edificación en España aparecen a finales de los años 50 a partir de la necesidad de previsión actuarial de la Hermandad de Previsión de Arquitectos². A partir de ese momento los Colegios extraen datos del expediente de visado. Desde 1960 hasta 1990 la difusión la realiza la Dirección General de Vivienda y Arquitectura³. A los visados del Colegio de Arquitectos, y los registros de hipotecas constituidas se añadieron en 1992 los visados de Aparejadores para dirección y certificación de final de obra. En 2004 se añadieron las series de Notarios y Registradores sobre número y superficie de transacciones inmobiliarias, publicadas respectivamente por Fomento y el Colegio de Registradores y, desde 2007, por el Instituto Nacional de Estadística.

En términos de precios, el análisis sistemático de precios inmobiliarios fue iniciado por la consultora independiente Tecnigrama, la cual introdujo en España la captación de oferta residencial por simulación de compra⁴. La cobertura inicialmente se limitaba a algunas grandes ciudades. Tecnigrama participó asimismo a la puesta en marcha de series municipales propias en distintas comunidades autónomas. A mediados de los años 80, empiezan a recogerse estadísticas de valores de tasación por parte de empresas de ámbito nacional como TINSA, publicadas todas ellas por Fomento desde 1987 y presentadas como únicas series oficiales de precios de España. En 2004 aparecen los precios de compraventa de los Registradores. El mismo año Fomento inicia la publicación de las series inmobiliarias de Notarios. Ambas series han dado a lugar a la confección de índices, ya sea de ventas repetidas al nivel nacional por parte de los

¹ Para un análisis de las estadísticas disponibles en otros países, su metodología y su origen se puede consultar Eurostat (2013) aunque la problemática es similar a la que se describe para el caso español.

² Esta es la antigua denominación de la mutualidad del Colegio Superior de Colegios de Arquitectos de España.

³ Vergés y Martín (2007).

⁴ García Montalvo y Mas (2000).

Registradores, ya sea de precios hedónicos por parte del INE, a partir de una explotación aparte de los datos notariales. Este ha sido el camino para los datos de la vivienda libre y los precios de compra. Los datos para la vivienda protegida (1980), suelo (2004) y alquileres (2018) son más recientes y escasos. En este capítulo se realiza una descripción de los principales datos de precios y cantidades del mercado de la vivienda español. Cada apartado describe los datos, el nacimiento de los mismos, los valora y realiza una descripción gráfica de su evolución y momento actual. El capítulo acaba con una breve conclusión.

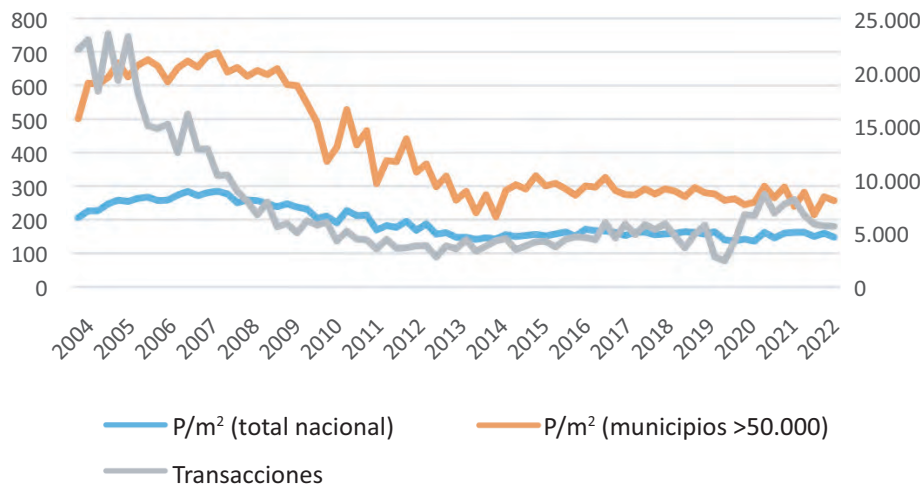
2. DATOS DE SUELO: OFERTA DE SUELO URBANIZABLE Y NO URBANIZABLE Y PRECIOS

La Estadística de Precios del Suelo, iniciada en 2004 ofrece, trimestral y anualmente, información sobre la evolución del precio del suelo urbano, o urbanizable, así como sobre el número, valor y superficie de las compraventas de suelo. La información se proporciona desagregada a distintos niveles geográficos: Total Nacional, Comunidad Autónoma, Provincia y tamaño de municipio. Se trata de una estadística censal obtenida a partir de los datos remitidos trimestralmente por el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles.

La figura 1 presenta información acerca la evolución de los precios de suelo urbano (media nacional y sólo para las ciudades con más de 50.000 habitantes) y el del número de transacciones de ese tipo de suelo. En general el precio del suelo urbano ha decrecido desde 2009 a valores que se sitúan en torno a la mitad de los de ese momento temporal. El total nacional ha pasado de rondar los 300 euros/m² a los 150 euros/m² mientras que en las ciudades de más de 50.000 habitantes ha pasado de valores en torno a 700 euros/m² a valores en el entorno de 300 euros/m². El número de transacciones también se ha reducido –en ese caso el máximo se sitúa en 2004– de valores entorno a las 25.000 transacciones trimestrales a valores entorno a las 6.000 transacciones trimestrales. En este caso se ha observado un ligero repunte a partir de 2017, con algo más de intensidad en los años 2021 y 2022.

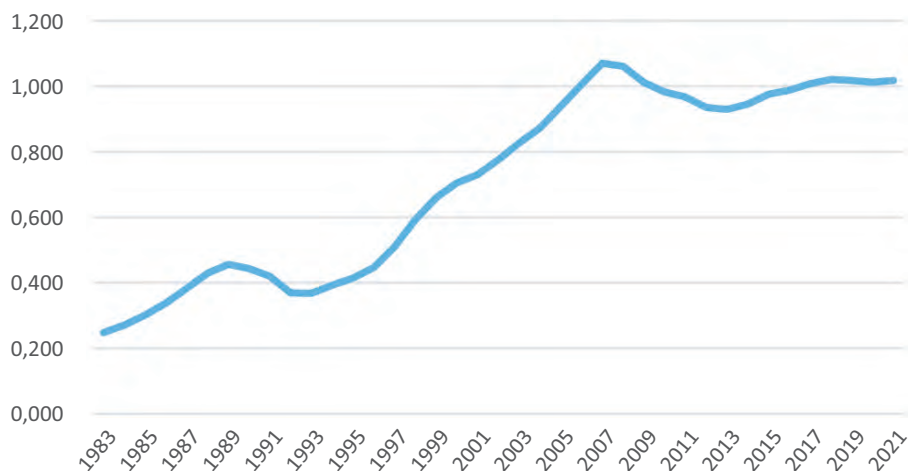
En cuanto a los precios del suelo no urbanizable o de uso agrícola, los datos proceden de la Encuesta de Precios de la Tierra que calcula la evolución del nivel de precios medios de las clases de tierras agrarias más significativas; es decir, tierras libres a la venta y cuyo destino es el de su explotación agraria. La realización de la Encuesta es competencia del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, en

Figura 1. Precios y transacciones de suelo urbano.



Fuente: MITMA.

Figura 2. Evolución del precio del suelo no urbanizable.



Fuente: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

colaboración con las Comunidades Autónomas. Se efectúa de forma ininterrumpida desde 1983. En la figura 2 se observa la evolución de los precios del suelo agrícola desde 1983. El precio del suelo agrícola presenta valores mucho más reducidos en euros/m² (en torno a 1 euro en la actualidad). En este sentido se observa

una evolución creciente desde valores en torno a 0,2 euros/m², pero que sólo refleja la evolución del índice general de precios (que en este periodo ha crecido aproximadamente un 300%). De hecho, desde 2007, el precio del suelo agrícola está estancado entorno al euro, perdiendo, de hecho, valor en términos reales.

3. DATOS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA

3.1. Datos de vivienda en propiedad

La disponibilidad de información estadística sobre el sector inmobiliario es muy deficiente a pesar de la importancia del sector en la economía española. La información sobre los precios de la vivienda en España es muy imperfecta. La fuente original del precio oficial de la vivienda en España, publicada por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, se obtenía a partir de la agregación ponderada de precios de tasación suministrados por las sociedades de tasación. En principio, se podría haber seguido utilizando el criterio del comprador simulado utilizado por Tecnigrama en sus estudios de mercado de finales de los 70 y principios de los 80. A principios de 1986, cuando el entonces Ministerio de Obras Públicas, Transporte y Medio Ambiente se planteó la elaboración de una estadística oficial sobre los precios de la vivienda, se barajaron dos posibilidades: encargar a una consultora realizar el trabajo de campo o utilizar las bases de datos disponibles de las sociedades de tasación. Se optó por la segunda opción simplemente porque su coste era más reducido.

Los problemas asociados al cálculo del precio de la vivienda usando precios de tasación son múltiples (García Montalvo, 2007). En primer lugar, la agregación de los precios se producía sin tener en cuenta la composición de la calidad de las viviendas tasadas en cada periodo. El precio de la vivienda en España no recogía, por tanto, ninguna corrección hedónica por la calidad de los inmuebles, a pesar de ser bienes muy heterogéneos. Por lo tanto, resolver el problema implicaría tener información de las características de las viviendas de la muestra y realizar una corrección hedónica, de tal manera que cuando se comparen precios en dos periodos de tiempo distintos sea una comparativa realizada entre cestas de viviendas con la misma calidad.

En segundo lugar, el contenido informativo de los precios de tasación de la vivienda se ve mermado por los sesgos asociados a utilizar precios de tasación y no precios de transacción. La tasación es una operación que sirve fundamentalmente para obtener un préstamo con garantía hipotecaria y por lo tanto, está muy

influenciada por las necesidades financieras del momento. Así, durante la burbuja inmobiliaria, hay una amplia literatura económica que muestra que las entidades financieras sobretasaron el valor de los pisos con el objetivo de conceder préstamos hipotecarios por encima del 80% del valor de adquisición y así evitar las regulaciones del Banco de España (Ozlem Akin et al., 2014; García Montalvo y Raya, 2018). Estas tasaciones infladas se trasladaban al indicador oficial del precio de la vivienda de aquel momento generando una sensación todavía más intensa de crecimiento de los precios y afectando a las expectativas de los participantes en el mercado inmobiliario. Finalmente, el simple hecho de utilizar como unidad de observación las viviendas que han sido objeto de tasación introduce un problema adicional, al no incluir los precios de las viviendas cuyos propietarios no requieren de un préstamo para pagarlas y, por tanto, con una probabilidad alta, no precisarán una tasación. Es lógico pensar que este sesgo de selección tenga una cierta incidencia en la representatividad de los precios de tasación.

El Instituto Nacional de Estadística ofrece, desde 2008, un indicador sobre la evolución de los precios de la vivienda basados en la información notarial. Esta fuente de datos incorpora todas las transacciones (no sólo aquellas que necesitan de una tasación) y la metodología incorpora un proceso de corrección por la calidad de los inmuebles. En este sentido, se trata de una mejora considerable pues no presenta los principales problemas del indicador de la serie del Ministerio de Fomento. Ahora bien, se trata de un índice, con lo que no tenemos información del precio de la vivienda sino de su evolución. En segundo lugar está sujeto a las diferencias existentes entre los precios registrados en los documentos notariales y los precios efectivos de la transacción. Esta diferencia tiene como justificación la tradicional relevancia de la economía sumergida en el sector inmobiliario español. En el caso de transacciones inmobiliarias tanto el comprador como el vendedor tienen incentivos a reportar un precio declarado inferior al real. Para el comprador cuanto menor sea el precio declarado de compra, menor será la tributación por imposición indirecta (ya sea de IVA o ITPAJD). Para el vendedor también serán menores las ganancias de capital⁵. Montalvo et al. (2020) apuntan

⁵ Por lo general los límites de valores mínimos, a efectos de impuestos, establecidos por los municipios para transacciones inmobiliarias no restringen mucho estos valores con excepción de los garajes en algunas zonas de las grandes ciudades. No obstante, las valoraciones de los bienes inmuebles a efectos de los impuestos sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y sobre sucesiones y donaciones determinados por la Dirección General del Catastro

a que durante la burbuja inmobiliaria un tercio de los registros notariales presentaba dinero no declarado y el promedio de dinero no declarado en estas transacciones se situaba alrededor del 15%. Es bastante probable que debido a los mayores controles financieros, en la última década el porcentaje de operaciones que incluyen dinero no declarado haya disminuido, pero es bastante improbable que haya desaparecido. Finalmente, el índice, ofrece como máximo nivel de desagregación territorial, la comunidad autónoma.

Existen otras fuentes de datos de precios de la vivienda procedente de empresas privadas, principalmente las proporcionadas por los precios de oferta de los anunciantes en diferentes portales inmobiliarios, como Fotocasa, Pisos.com o Idealista. Estas fuentes de datos suelen tener periodicidad mensual. Resaltar el caso del Idealista que aglutina el 70% de los anuncios de pisos en venta en España. Ahora bien, la representatividad territorial de estos anuncios no es homogénea, estando sobrerrepresentados los anuncios en las capitales. Asimismo, estas fuentes de datos se basan en pisos de segunda mano con lo que no reflejan la evolución de los pisos nuevos. Por último, los precios de oferta, no son precios de transacción, pues existe una negociación entre comprador y vendedor hasta llegar al precio de transacción que no queda reflejada en estas estadísticas, negociación, por otra parte que depende de la dinámica del mercado y, por lo tanto, del ciclo inmobiliario. Además de los portales inmobiliarios, tasadores (como TINSA o Sociedad de Tasación⁶), el catastro o el colegio general del notariado ofrecen también información de la evolución de los precios de la vivienda, cada uno utilizando su fuente de datos, y siendo, en casi todos los casos, con periodicidad inferior mensual⁷. El Colegio de Registradores publica un índice nacional de precios de ventas repetidas de vivienda⁸ libre, de segunda mano, con periodicidad trimestral, en base 2005.

se modificaron sustancialmente a raíz de la aprobación de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal.

⁶ La Sociedad de Tasación realiza un estudio sobre el precio de la vivienda nueva. La información utilizada procede de los datos de oferta de vivienda nueva en edificios de la red de colaboradores de Sociedad de Tasación. A diferencia de otras fuentes oficiales, cuyos datos recogen los precios reflejados en las escrituras firmadas o registradas en el periodo, que han podido realizarse hasta dos años antes, sobre plano o durante las obras, la estadística de Precios de Vivienda Nueva de Sociedad de Tasación recoge los valores de las ofertas actuales de vivienda nueva sin desfase temporal.

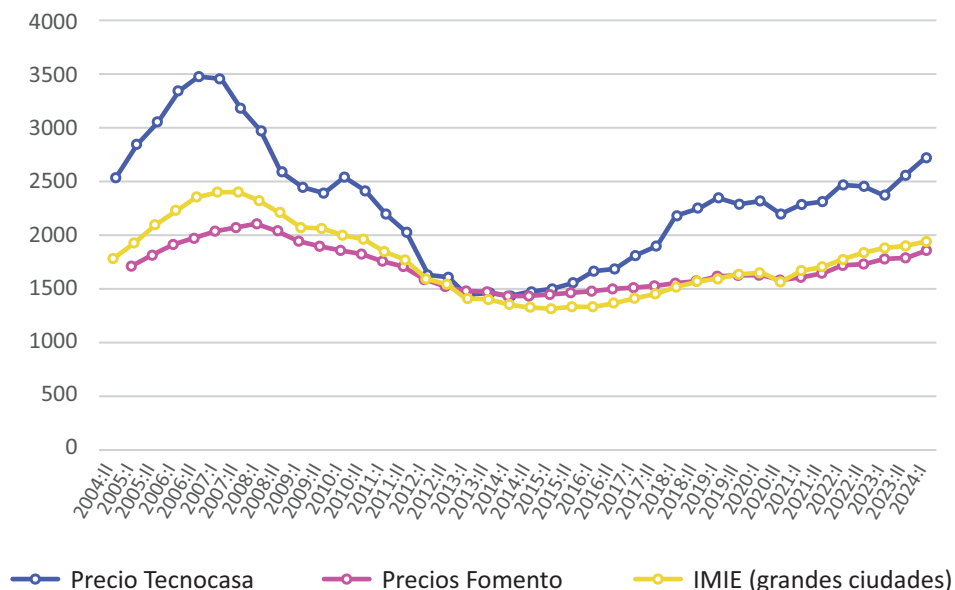
⁷ Muchos de estos precios y sus correspondientes informes se pueden consultar en el portal preciosdevivienda.es.

⁸ Metodología similar al empleado por el índice de precios Case & Schiller en Estados Unidos.

Resaltar en último término, los informes elaborados por la empresa inmobiliaria Tecnocasa desde 2004, que aportan, de manera semestral, la única información que consiste en precios de transacción y por lo tanto, cuya precio base es el ideal, pues ni está afectado por las necesidades financieras o el volumen de dinero no declarado y además, ya incorpora la negociación entre comprador y vendedor. Tecnocasa es una franquicia de intermediación inmobiliaria que cuenta una cuota de mercado aproximada del 4% y sus datos son muy informativos de lo que sucede en varias de las principales ciudades españolas. Ahora bien, la inmobiliaria no está homogéneamente representada a lo largo del territorio, y la información de sus compraventas sobrerrepresenta a las grandes ciudades.

En la siguiente figura 3, se muestra la evolución del precio de las viviendas en tres de las anteriores fuentes: una oficial (MITMA), una procedente de la tasación de una empresa privada (IMIE, de Tinsa) y otra procedente de los precios de transacción de Tecnocasa. En todas ellas se muestra que el precio de la vivienda en España ha decrecido desde máximos (finales de 2006 - principios de 2007). Este decrecimiento ha sido de un 31,87% Tecnocasa, tasa superior a la observada mediante el MITMA (9,9%). Parte de esta divergencia se debe a la sobrerrepresentación existente en los

Figura 3. Comparativa precio Tecnocasa-precio MITMA-IMIE.



Fuente: MITMA, Tinsa, Tecnocasa.

datos de Tecnocasa de las grandes ciudades, pues el índice IMIE (elaborado con precios de tasación pero escogiendo aquel que únicamente muestra la evolución para capitales y grandes ciudades), registran un porcentaje de decrecimiento del 20,2%, más cercano al observado con los datos del Grupo Tecnocasa. Ahora bien, todas las fuentes coinciden en que, a pesar de la recuperación de los últimos años, el precio de la vivienda se sitúa a niveles de 2004/2005. Además, todas las fuentes registran una tasa positiva en el último año, siendo la mayor tasa la observada en el índice IMIE. Se observa también que es habitual que los cambios en las tendencias del mercado se observen antes en los precios de Tecnocasa, pues los precios de tasación suelen llevar un cierto retraso a la hora de incorporar los cambios del mercado.

Además de los datos de precios de la vivienda, hay otros indicadores del mercado de la vivienda en propiedad que se ofrecen de forma oficial. Así, las series de transacciones inmobiliarias del MITMA se extraen de la base Ancert del Notariado, abarcando exclusivamente las compraventas de vivienda por provincia (algunas incluso a nivel municipal) y trimestre desde 2004. Aunque recoge lo esencial de las actas notariadas referidas a actividad inmobiliaria, la publicación no cubre la totalidad de variables esperadas –e incluso contempladas– en el cuestionario Ancert. En cambio la información de compra-ventas, que ofrece el INE desde 2007, procede de los Registradores que ampliaron su suministro informativo al INE, añadiendo el número de transmisiones de derechos de propiedad de cada provincia. La serie es mensual y cruza la clase de transmisión con la naturaleza del bien, pero no da valores. Con todo, la serie permite observar la evolución absoluta y relativa de la actividad transmisora. Los propios Registradores publican la parte relativa a compraventas desde 2004, lo que permite retroceder el origen de las cifras del INE hasta dicho año (Vergés, 2012).

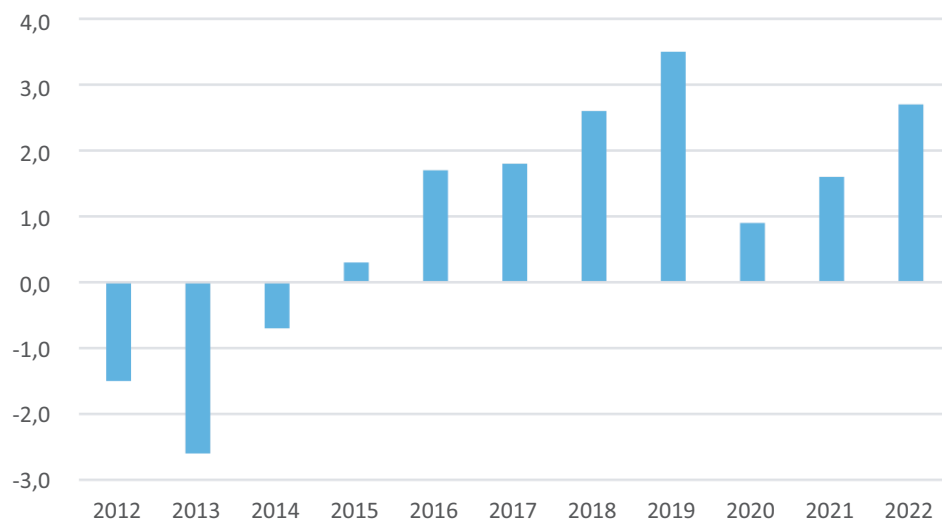
Las diferencias entre ambas series son debidas a que responden a diferentes fuentes de datos. En primer lugar, hay obligación de presentarse ante notario para escriturar un piso pero no es obligatorio el registro salvo que se deba acudir antes al banco. Además, la gran mayoría de desviaciones entre ambas series son debidas a la propia volatilidad del plazo observado entre ambos trámites. También tienen que ver con la estacionalidad que afecta a dos procesos iniciados en tiempos distintos.

Finalmente, en cuanto a la vivienda nueva, el propia MITMA ofrece estadísticas de los visados de obra, viviendas nuevas y terminadas que permiten conocer la actividad constructora. La Sociedad de Tasación realiza un Censo de Vivienda Nueva para reflejar el *stock* de viviendas de obra nueva en municipios de más de 50.000 habitantes con encuestas directas a arquitectos técnico y profesionales independientes que trabajan en el sector.

3.2. Datos de vivienda en alquiler

Si los datos de precios y transacciones de las viviendas en propiedad presentan problemas, en el mercado del alquiler la situación es incluso peor. En primer lugar, porque hace relativamente poco no había ninguna fuente oficial de datos de precios del alquiler en España y la evolución de este indicador tan importante se seguía a partir de los datos de los portales inmobiliarios y, por tanto, solo daba una visión desde la perspectiva del precio de los oferentes. En 2019 se formó un grupo de trabajo en el Ministerio de Fomento para acordar una metodología para realizar un indicador oficial del precio del alquiler. En el grupo participaron la Agencia Tributaria, el Banco de España, el INE, el Colegio de Registradores, la Dirección General del Catastro, el Gabinete de la Presidencia del Gobierno y la UPF. Tras multitud de sesiones en las que se valoraron las ventajas e inconvenientes de cada una de las fuentes disponibles sobre los precios del alquiler se decidió que la fuente más comprensiva y fiable eran los datos declarados a la agencia tributaria sobre alquiler de vivienda. Utilizando esta metodología el INE ha construido un indicador, que todavía es experimental, denominado IPVA (Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler). La información agregada se encuentra disponible desde 2011. La figura 4 presenta las tasas de crecimiento del IPVA.

Figura 4. Tasas de crecimiento del IPVA (INE).



Fuente: INE.

Los datos del IPVA se pueden desglosar por CC. AA. y provincias por tipo de edificación (vivienda unifamiliar o vivienda en edificio), tamaño de la vivienda y antigüedad del contrato. El índice también se presenta para municipios mayores de 10.000 habitantes y para los distritos de los municipios capitales de provincia.

Por su parte el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana presenta datos desde 2015 de lo que denomina el Sistema Estatal de Referencia de Precios de Alquiler y permite descargar el precio por m² y mes, a diferencia del índice del INE, pudiéndose bajar en la desagregación geográfica hasta la sección censal. El Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana también ofrece los valores medios y los percentiles 25 y 75. También se ofrece información del *stock* de contratos. Es una excelente fuente de información, que permite obtener valores a nivel de sección censal, pero tienen bastante retraso (aproximadamente dos años), pues hasta que no se ha liquidado el impuesto no se puede obtener la información. En la tabla 1, se presenta la evolución de los valores medios del alquiler de esta estadística.

Tabla 1. Evolución de la tasa de crecimiento del índice de precios del alquiler.

Año	Alquiler medio
2016	1,16%
2017	2,30%
2018	3,94%
2019	7,98%
2020	0,06%
2021	2,86%

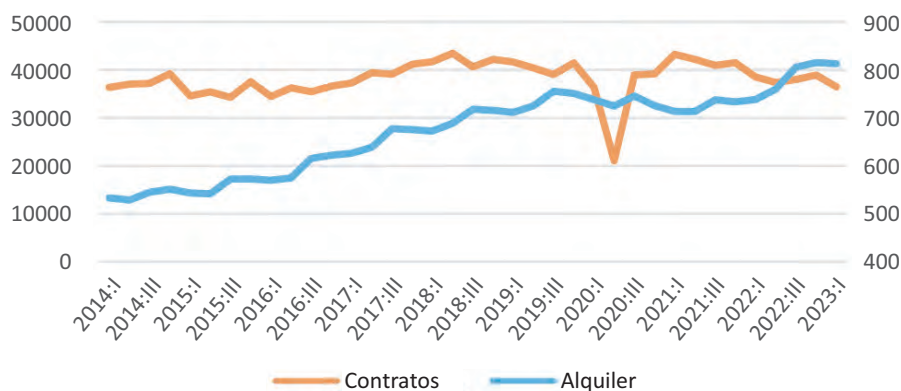
Fuente: MITMA.

Otra fuente disponible son las fianzas, pero estas solo se depositan de forma consistente en Cataluña (el Instituto catalán del suelo ofrece precios del alquiler a nivel municipal y trimestral desde 2005), por lo que no pueden servir de fuente fiable a nivel estatal⁹. La comparación de los datos de la Agencia Tributaria y las fianzas en las fuentes del MITMA para 2021 muestra que en las zonas donde se depositan con mayor propensión, exceptuando Cataluña (Andalucía, Aragón, Baleares, Comunidad Valenciana, y Galicia) las fianzas para nuevos arrendamientos son solo el 60% de los bienes inmuebles arrendados según la

⁹ MITMA (2022).

Agencia Tributaria. Sorprendentemente, en el caso de Cataluña la fianzas superan ampliamente (son un 53% más) que los alquileres recogidos por las estadísticas tributarias. En la figura 5 se presentan los datos de contratos y precio del alquiler de Cataluña, según los datos de las fianzas, desde 2014. Se observa un claro crecimiento en el precio del alquiler con la excepción del periodo comprendido entre el 2019 y el 2021, siendo especialmente acusada la pendiente de crecimiento hasta 2019. En el número de nuevos contratos se observa un crecimiento mucho más suave durante los años 2014/2018. A partir de entonces la evolución del número de contratos ha sido mucho más estable con la excepción del dato del segundo trimestre de 2020, fuertemente influenciado por el confinamiento que se llevó a cabo en esos meses de la epidemia del Covid-19.

Figura 5. Evolución del número de contratos y alquiler medio en Cataluña.



Fuente: Incasol.

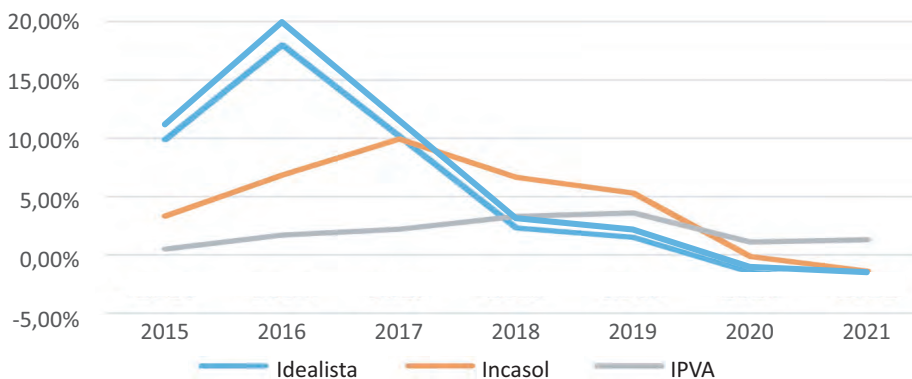
Al proceder de dos fuentes distintas y ser en un caso los precios del *stock* de contratos (MITMA) y en otro de las nuevas fianzas depositadas, ambos precios no son fácilmente comparables. Además, ninguna de las dos fuentes ofrece información precisa sobre la tipología de los contratos. No sabemos la duración de los contratos, cuántos son a nuevo inquilino y cuantos la continuación del contrato anterior, etc.

Finalmente, tenemos las estadísticas de los portales inmobiliarios como Pisos.com, Idealista o Fotocasa. De nuevo se trata de estadísticas que no reflejan los precios de mercado sino los precios solicitados por los propietarios. Desafortunadamente la cantidad de información recopilada por los portales es inversamente proporcional a su calidad como indicador del alquiler de mercado. Por ese

motivo existe una gran diferencia entre los precios de oferta que recogen los portales inmobiliarios y los alquileres de mercado. La divergencia entre las expectativas de los arrendadores y los potenciales inquilinos emerge en la diferencia entre los precios solicitados y los precios finales. Por ejemplo, el hecho de que se alquilen rápido las viviendas baratas y tarden en alquilarse las más caras genera un claro sesgo que impide interpretar estos datos, pues los portales incorporan todos los alquileres de oferta también aquellos que están fuera de mercado, tardan en alquilarse y lo hacen después de haber incorporado sustanciales descuentos. Asimismo, para empeorar las cosas, la diferencia entre los alquileres de oferta y los de mercado, no se mantiene estable, sino que depende del ciclo inmobiliario, por lo que las tasas de crecimiento no son tampoco similares¹⁰. De hecho es habitual que en las fases de caídas de precios del alquiler, las tasas de caída de los alquileres publicados en los portales inmobiliarios son mayores que los alquileres de mercado, mientras que en las fases de subida de precios del alquiler, las tasas sean mucho más altas.

Para el caso catalán, por lo tanto, podemos comparar la evaluación de las tasas de crecimiento de los indicadores anteriores: Idealista, IPVA e Incasol. Se puede observar una mayor volatilidad en los datos de Idealista (precios de oferta) y una menor volatilidad en los datos del índice del INE, que presenta la forma más suavizada.¹¹

Figura 6. Comparativa de la tasa de crecimiento de los alquileres según Idealista, Incasol e IPVA (INE).



Fuente: Idealista, Incasol, INE.

¹⁰ Los informes de Tecnocasa muestran que el descuento es procíclico.

¹¹ Para un análisis en profundidad de la relación cíclica entre diferentes precios del alquiler ver García Montalvo (2019).

Por último, los datos de Tecnocasa (en el caso de los alquileres desde 2012), representan la única información disponible de alquileres de mercado reales. De nuevo, la representatividad territorial no es homogénea y apenas se encuentran bien representadas cinco capitales españolas.

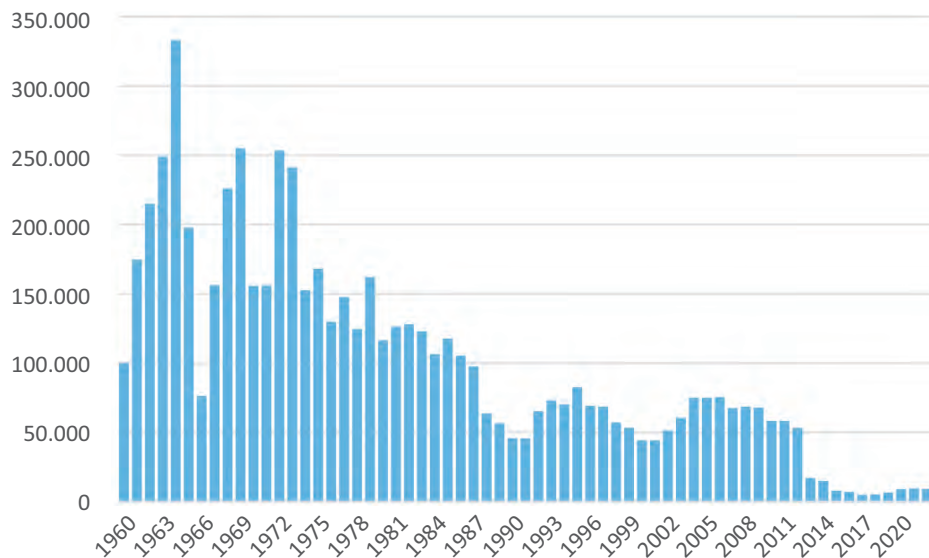
4. DATOS DE VPO

Al igual que con la vivienda libre, el MITMA también presenta información de la evolución de la vivienda protegida, en particular, datos de la actividad de promoción de vivienda protegida en España, abarcando los datos las cuatro últimas décadas, desde 1980 hasta la actualidad. El objetivo principal de la Estadística de Vivienda Protegida es el cuantificar el número de viviendas protegidas de nueva construcción en sus distintas fases administrativas. (solicitudes y calificaciones provisionales y definitivas). Los datos están referidos a actuaciones promovidas en el ámbito de planes estatales de vivienda y en base a los convenios de colaboración establecidos con las comunidades autónomas, con la excepción de Navarra y País Vasco, donde se recoge información de sus propios planes autonómicos, debido a su sistema especial de financiación. La estadística se presenta mensualmente y para todo el territorio nacional. Está organizada por planes de vivienda (estatales y autonómicos) y los datos se presentan a nivel de provincias. Asimismo, los datos presentan desagregación por régimen de tenencia (alquiler o propiedad) y tipo de promotor (público, privado, cooperativas, etc.).

La serie de vivienda de protección oficial se puede calcular desde finales de los años 50 aunque no es sencillo. La figura 7 muestra la construcción de vivienda de protección oficial en España desde 1960. Este cálculo es complejo pues el número de viviendas construidas oscila entre las calificaciones provisionales y las definitivas¹². La figura 9 muestra que desde 1960 hasta 2022 se construyeron 6,2 millones de viviendas de protección oficial en España. Desde la vuelta de la democracia se contabilizan 3,3 millones de viviendas de protección oficial en España.

¹² Hasta 2006 se utilizan las estimaciones de Vergés (2007). A partir de 2007 se usa la tabla 1.6 del MITMA (Viviendas protegidas. Calificaciones definitivas. Planes estatales y autonómicos). García Montalvo y Mas (2000) presenta el primer cálculo del acumulado de viviendas de protección oficial.

Figura 7. Número de viviendas de protección oficial (estimación).

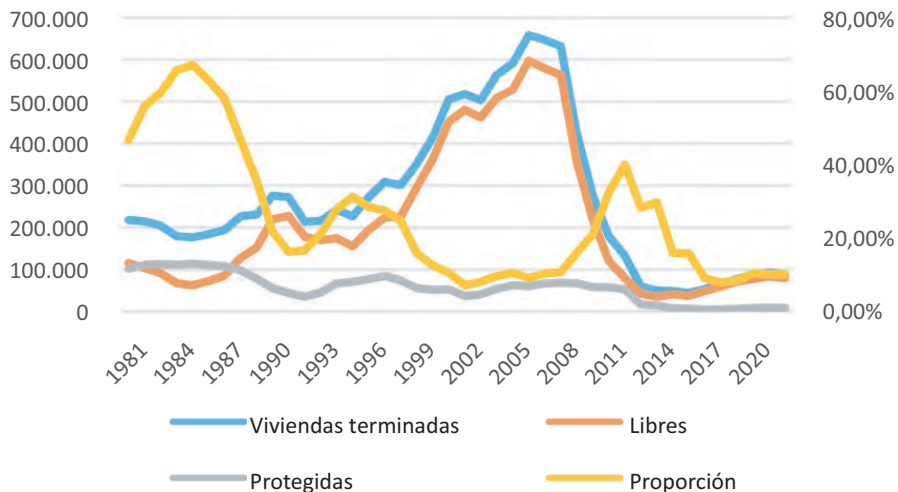


Fuente: MITMA.

En la figura 8 se presenta la evolución del total anual de viviendas protegidas (calificaciones definitivas), en relación a las viviendas libres, así como la proporción de vivienda protegida sobre el total de vivienda construida durante los últimos 40 años. A lo largo de todo el periodo observado, de los más de 11 millones de viviendas terminadas, se han construido más de 2,4 millones de vivienda protegida (la mayor parte de las cuales pasaron con la desclasificación al mercado). Se observa, que aunque el número de viviendas protegidas casi siempre –excepto los primeros años de la serie– ha sido inferior al de las viviendas libres, ambas líneas se distanciaron especialmente durante la década de los 90 y los 2000, para acercarse de nuevo a raíz de la crisis financiera. Dicho acercamiento se ha producido por la reducción de la construcción de viviendas libres, ya que el volumen de viviendas protegidas ha seguido decreciendo, situándonos en los últimos años en niveles mínimos de la serie. En los últimos años la proporción de viviendas protegidas respecto al total de viviendas terminadas se sitúa en torno al 10%. Tanto en la década de los 90 como durante la crisis financiera dicha proporción se situó en niveles entorno al 20%-30%.

La vivienda protegida destinada al alquiler se ha caracterizado en España, tal y como puede observarse en la figura 9, por una presencia mucho menor que la destinada al régimen de propiedad, siendo muy poco significativa la proporción de vivienda correspondiente a la autopromoción (2,1%). En promedio, la

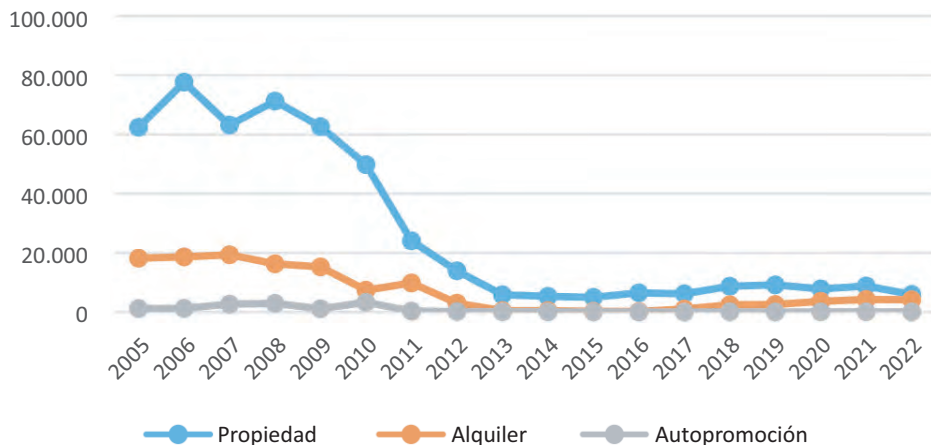
Figura 8. Evolución de las viviendas protegidas respecto a las libres.



Fuente: MITMA.

proporción destinada al alquiler ha rondado el 20%, siendo precisamente el año 2022, donde la proporción de vivienda protegida en alquiler ha sido más elevada (41%). En números absolutos la vivienda protegida en alquiler tuvo sus valores máximos en el periodo 2005/2011.

Figura 9. Vivienda protegida según régimen de tenencia.



Fuente: MITMA.

5. DATOS DE VIVIENDAS VACÍAS

Hasta 2011 el Censo de Población y Viviendas utilizaba una metodología basada en los datos proporcionados por el agente censal que realizaba el trabajo de campo. Es decir, una vivienda se consideraba vacía si cuando el agente censal la visitaba no encontraba ninguna señal de que estuviera ocupada ni tampoco que fuera usada temporalmente. Así, en 2011, el INE identificó un total de 25.208.623 viviendas, de las cuales, 3.443.365 estaban vacías (13,7 %), y 18.083.692 eran hogares.

En el Censo de Población y Viviendas de 2021, el Instituto Nacional de Estadística (INE) cifra el número de viviendas vacías en España a 1 de enero de 2021 en 3.837.328 viviendas, el equivalente al 14,4% del total del parque contabilizado por el organismo (26.623.708 viviendas). Por lo tanto, el número total de viviendas se ha incrementado en un 11,44%. En esta ocasión la metodología para calcular las viviendas vacías ha sido la utilización de datos administrativos, en particular, de los datos como los del consumo eléctrico (a partir de los registros de la agencia tributaria), que a su vez se basan en 28,8 millones de contadores o CUPS (código único de punto de suministro) durante 2020. Así, se define una vivienda vacía como aquella que no tiene contrato de suministro eléctrico o cuyo consumo total registrado en el año precedente ha sido menor al que una vivienda media de ese mismo municipio tendría si se ocupara durante 15 días en todo el año. Asimismo, se define una vivienda con muy bajo consumo cuando el consumo eléctrico va desde el umbral mínimo a los 250 Kwh, y correspondería con el consumo de una vivienda que estuviera ocupada durante un mes en el año. Finalmente viviendas de uso esporádico como aquella cuyo consumo oscila entre 251 y 750 Kwh, que se corresponde con un uso de entre uno y tres meses en cuanto a consumo eléctrico.

La tabla 2, compara las viviendas vacías por CC. AA. entre los censos de 2011 y 2021. En cifras absolutas, Andalucía, Galicia y la Comunidad Valenciana tienen el mayor número de viviendas vacías. Los mayores porcentajes sobre el total se sitúan en Galicia, Castilla-La Mancha y Castilla y León. El número de viviendas vacías ha decrecido en aquellos CC. AA. con algunos de los mayores núcleos urbanos (Cataluña, Comunidad de Madrid, Comunidad Valenciana, País Vasco...). En general, las provincias con menos población son las que más han aumentado el porcentaje de viviendas vacías desde 2011.

Tabla 2.Distribución de las viviendas vacías entre CC. AA. Censo de 2011 y censo de 2021.

	Censo 2021	Censo 2011	%
Total Nacional	3.837.328	3.443.365	11,44%
01 Andalucía	641.437	637.221	0,66%
02 Aragón	129.870	100.337	29,43%
03 Asturias, Principado de	100.646	82.857	21,47%
04 Balears, Illes	105.434	71.255	47,97%
05 Canarias	211.331	138.262	52,85%
06 Cantabria	49.497	47.059	5,18%
07 Castilla y León	360.604	258.451	39,53%
08 Castilla - La Mancha	303.941	202.657	49,98%
09 Cataluña	418.612	448.356	-6,63%
10 Comunitat Valenciana	459.211	505.029	-9,07%
11 Extremadura	123.424	105.173	17,35%
12 Galicia	506.370	299.396	69,13%
13 Madrid, Comunidad de	187.858	263.279	-28,65%
14 Murcia, Región de	103.163	129.117	-20,10%
15 Navarra, Comunidad Foral de	32.992	35.466	-6,98%
16 País Vasco	69.952	81.003	-13,64%
17 Rioja, La	25.934	35.745	-27,45%
18 Ceuta	4.089	1.335	206,29%
19 Melilla	2.963	1.367	116,75%

Fuente: INE.

Muchos expertos consideran que se ha sobreestimado el porcentaje de viviendas vacías, especialmente en las áreas urbanas. Una explicación plausible de dicha sobreestimación deriva de que para el censo se tomaron los datos de consumo eléctrico de los 12 meses anteriores, lo que incluye, por tanto, los datos de consumos eléctricos domésticos de 2020. Durante 2020, debido a la pandemia del Covid-19, se aplicaron muchísimas restricciones, especialmente en cuanto a viajes, por lo que probablemente muchos de los propietarios, tanto nacionales como extranjeros, de segundas residencias no pudieron desplazarse hasta su vivienda, de la misma forma que muchas viviendas destinadas al alquiler turístico tampoco estuvieron ocupadas, dando por tanto muchos *falsos positivos* en cuanto a viviendas desocupadas.

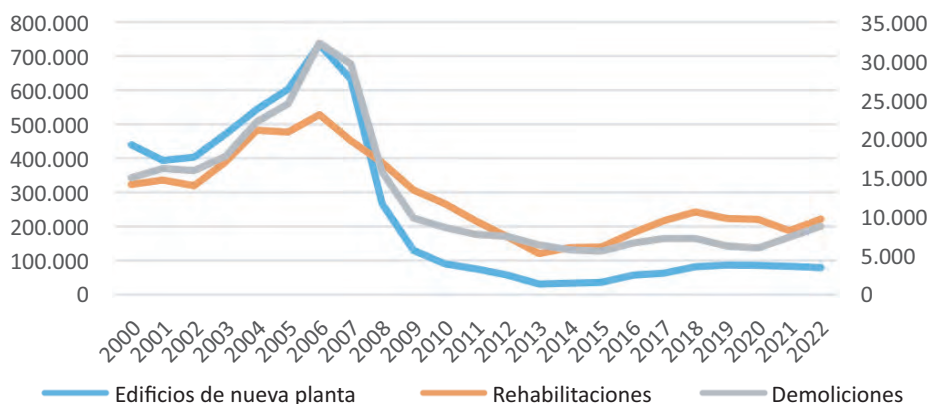
En este sentido, algunos estudios realizados a nivel local parecen reforzar esta tesis. Así, en 2019, el Observatorio Metropolitano de la Vivienda hizo un estudio de campo para conocer con exactitud cuántas viviendas vacías había en la ciudad y concluyeron que de los casi 104.000 inmuebles susceptibles de estar deshabitados, solo 10.000 realmente lo estaban, un 1,22% del total de viviendas

(el dato del Censo de Población y Viviendas de 2021 es de 75.476). Asimismo, en mayo de 2022 el Ayuntamiento de Ibiza puso en marcha un trabajo de campo para revisar la situación real de las 23.715 viviendas del municipio. Durante seis meses, un equipo de 13 encuestadores acreditados, coordinados y dirigidos por la Universidad de las Islas Baleares, realizó el trabajo de campo y únicamente se detectaron 99 viviendas vacías en la ciudad de Ibiza, un 0,4% del parque residencial. El dato es totalmente incompatible con la cifra de 2.443 viviendas vacías, un 10,2 % del total, que proporciona el INE en su censo de 2021 para Ibiza.

6. DATOS DE REHABILITACIÓN

Los datos de rehabilitaciones de edificios son proporcionados por el MITMA en su estadística de construcción de edificios a través de las licencias municipales de obra (bajo el epígrafe número de viviendas según el tipo de obra). En la figura 10 se ve el número de rehabilitaciones en las últimas décadas en relación a la edificación de nuevas viviendas. Actualmente se rehabilitan poco más de 10.000 edificios residenciales al año. La cifra de viviendas rehabilitadas es similar a la de las demoliciones y muy inferior a la de viviendas nuevas que se sitúan cerca de las 100.000. Todas las series decrecieron fuertemente a partir de 2007, llegando a su valor mínimo en 2013 y remontando ligeramente desde entonces. Eso sí, la proporción de rehabilitaciones en relación a la edificación de nuevas viviendas (10%), aunque históricamente llegó a estar a niveles todavía inferiores, se puede considerar muy reducida e inferior a lo deseable.

Figura 10. Comparativa de los edificios de nueva planta, rehabilitacions y demoliciones.



Fuente: MITMA.

Estos datos no ilustran suficientemente la necesidad de renovación en el parque de viviendas. Una parte del sector de la construcción que puede ser tractora en los próximos años es la rehabilitación de viviendas. La tasa de rehabilitación del parque residencial en España es especialmente baja, de un 0,08 de tasa de renovación efectiva, situándose muy por debajo de la actividad media que tienen países del entorno, como Italia, que logra el 0,77, o Francia, que llega a una tasa del 2,01. Es decir, al ritmo actual y sin tener en cuenta la nueva construcción, si Francia tardaría 50 años al renovar su parque de viviendas, en España, tardaríamos más de 1.000 años. Este dato no es nuevo. Durante décadas se ha priorizado la obra nueva. La necesidad de rehabilitación se puede aproximar ajustando los datos del Censo de Población y Vivienda de 2011 (INE) e incorporando las viviendas finalizadas desde el 2012 al 2020 según los datos del MITMA y las demoliciones de viviendas realizadas en esta última década (MITMA). Estas demoliciones se han asignado de manera exponencial según la antigüedad de los edificios, asignando un 0 a partir de 1981 (tabla 3).

Tabla 3. *Stock* de viviendas según el año de edificación.

Años	Viviendas sin demoliciones	Demoliciones	Viviendas netas
Antes de 1900	597.453	15.191	582.262
De 1900 a 1920	358.404	9.114	349.290
De 1921 a 1940	490.702	5.469	485.233
De 1941 a 1950	546.733	3.281	543.452
De 1951 a 1960	1.315.009	1.969	1.313.040
De 1961 a 1970	2.703.119	1.181	2.701.938
De 1971 a 1980	3.720.472	709	3.719.763
De 1981 a 1990	2.242.375	0	2.242.375
De 1991 a 2001	2.598.718	0	2.598.718
De 2002 a 2011	2.955.554	0	2.955.554
De 2012 a 2020*	472.361	0	472.361
No consta	555.155	1.063	554.092
Total	18.556.055	37.977	18.554.992
Demoliciones (2011-2019*)	37.977		

Fuente: MITMA.

A partir de estos datos se observa que casi el 45% de las viviendas en España tienen una antigüedad de más de 40 años. Esto supone que casi el 45% de las viviendas se construyeron bajo una normativa de la edificación que prácticamente

no tenía en cuenta parámetros de eficiencia energética. Incluso, muchas de estas viviendas tampoco tienen las condiciones de accesibilidad deseables.

7. DATOS DE SAREB

La Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, la Sareb, es una empresa que forma parte del esquema planteado por el Estado español y las autoridades europeas para recapitalizar las entidades financieras más afectadas por la crisis financiera de 2008. Sareb adquirió sus activos para que las entidades financieras con problemas pudieran sanear sus balances y lograr liquidez al mismo tiempo. En 2012 y 2013 SAREB compró un paquete de casi 200.000 activos problemáticos que incluía préstamos al promotor e inmuebles, por un precio fijado por el Banco de España: 50.781 millones de euros, entre activos financieros (78%) e inmobiliarios (22%). Con la aprobación en enero de 2022 del Real Decreto 1/2022, la misión desinversora de Sareb se ha visto complementada con promover iniciativas en el ámbito de la vivienda social y asequible, de acuerdo con la experiencia y mejores prácticas de los países de su entorno.

La Sareb según los datos de su propia web mantiene en propiedad 48.669 viviendas en España que no ha vendido, junto a 12.638 obras en construcción en curso y 30.166 parcelas urbanizables, además de otros activos como anejos. Esta información se puede obtener a nivel municipal. Con lo que se puede conocer, por ejemplo, que, aproximadamente, las viviendas en municipios de demanda muy alta, suponen el 13% del parque residencial de Sareb. Aunque durante un tiempo SAREB publicó un Excel con las características de las viviendas de su cartera, actualmente no hay más información detallada de estos inmuebles y hay que buscar los inmuebles a través las plataformas mediante las cuales comercializa sus bienes (Sareb no vende directamente sus inmuebles, sino que lo hace a través de su red comercial). De sus informes anuales, conocemos que, desde su origen, la cartera total de activos de la sociedad ha disminuido más de un 43%, hasta los 28.895 millones de euros y que obtuvo, en 2021, unas pérdidas netas de 1.626 millones de euros, un 51,5% superiores a las de un año antes, aunque ha incrementado sus ingresos un 54%, lo que le ha permitido cancelar más de 1.250 millones de euros de deuda avalada por el Estado. Disponer de los microdatos de cada uno de esos activos así como su información financiera (valor contable al que fueron adquiridos) permitiría un seguimiento más adecuado de las operaciones de la Sareb, el proceso de saneamiento de los activos inmobiliarios

en su poder, así como un conocimiento más preciso de la distribución territorial de su cartera y, por lo tanto, su posible uso como vivienda social.

8. BIG DATA Y PRECIOS DE LA VIVIENDA: PREDICCIONES DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA A NIVEL CÓDIGO POSTAL

Utilizar la predicción de precios residenciales como una de las aplicaciones más frecuentes es habitual en machine learning. Kok et al., (2017), por ejemplo, muestran la superioridad de modelos de valoración automatizados (AVM) sobre las tradicionales tasaciones, pues reducen el error absoluto medio. Además, estos modelos pueden producir un valor instantáneo en todo momento a muy bajo coste. Los modelos permiten utilizar además de los datos económicos y demográficos habituales, las nuevas capas de información obtenidas de una amplia variedad de fuentes, como datos de redes sociales, registros policiales y servicios sociales.

Supongamos que quisiéramos predecir los precios –o también alquileres o transacciones– de distintos tipos de inmuebles (residenciales, comerciales, oficinas y suelo) en España a nivel de código postal a largo plazo (Montalvo, 2021). Contamos con información sobre los precios de compraventa trimestrales durante varios años en aquellos códigos donde se han producido transacciones así como de los precios de oferta y el número de transacciones en cada código postal. Montalvo (2021) propone un procedimiento basado en estimar la elasticidad respecto al crecimiento de la renta en cada código postal para cada tipo de inmueble sin perder de vista que la incertidumbre asociada a un ejercicio de esta naturaleza es enorme. Así, se aplica un procedimiento para hacer predicciones de los precios de la vivienda a largo plazo usando una combinación de VARs e inferencia a baja frecuencia (útil para predicciones a muy largo plazo). Las proyecciones de los precios agregados de la vivienda se supone que inciden en los cambios de los precios a nivel de código postal por analogía con un modelo financiero de valoración basado en un único factor. Para la predicción a nivel de código postal se utiliza un modelo jerárquico que, posteriormente, permite agregar las predicciones a nivel municipal, provincia, regional e incluso nacional. Además de los precios agregados se incluye un factor idiosincrático asociado a la presión de la demanda en cada código postal. Se utilizan tres indicadores alternativos para cada código postal: la proporción de unidades en venta que disminuyeron su precio entre dos periodos consecutivos; la proporción de unidades que se mantienen de un periodo al siguiente; y la proporción de transacciones

sobre las unidades ofertadas en los portales en el trimestre anterior (esto implica que solo el modelo de precios residenciales supone estimar miles de parámetros).

Otras aplicaciones del Big Data es la realizada por Lee and Lee (2022), donde se analizan las interacciones entre las palabras clave de los anuncios de viviendas en línea y la dinámica del mercado inmobiliario. Con los datos universales de transacciones de viviendas públicas de reventa y la base de datos de más de 70.000 listados de la principal plataforma en línea de Singapur, observan aumentos de precios durante el Covid para pisos con más habitaciones y reducciones de precios en pisos cerca del transporte público o un centro de negocios. Asimismo, las palabras clave de los listados en línea han recogido de forma sistemática estas tendencias y aportan información cualitativa y adelantada (por ejemplo, que la vista es cada vez más popular) que no se podían descubrir a partir de la base de datos convencional.

9. CONCLUSIÓN

En este capítulo hemos abordado los datos de precios y cantidades del mercado de la vivienda¹³. La primera conclusión es que la información oficial aunque ha mejorado, es escasa, en algunos casos muy reciente, y no del todo precisa para poder realizar un correcto seguimiento de la evolución y dinámicas del mercado. Eso hace que los datos de empresas privadas como inmobiliarias o tasadoras aporten valor añadido a la estadística oficial. Como hemos visto, se nota a faltar una estadística oficial de precios de compraventa de mercado o precios de alquiler de mercado con una adecuada representatividad territorial y temporal y con una mayor frecuencia. Asimismo, indicadores oficiales de la dinámica del mercado (descuentos, días transcurridos hasta la venta/alquiler, etc.) ayudaría a conocer mejor la dinámica del mercado y los cambios de ciclo o tendencia. La información en términos de transacciones es mejor, pero la información en términos del volumen de contratos también es muy insuficiente, pues no conocemos la duración de los contratos o la estabilidad de los inquilinos en un mismo piso, ambos indicadores serían muy positivos para conocer los traslados entre los mercados de alquiler de corto, de temporada o de larga duración (Llaneza Hesse et al., n.d.). En el seguimiento de la economía en tiempo real, la utilización de datos administrativos de buena calidad y elevada frecuencia es la mejor opción.

¹³ Por lo tanto, no se han tratado otros datos estrechamente relacionados con los datos del sector inmobiliario como los datos de préstamos hipotecarios o desahucios.

Otro aspecto en el que se debe mejorar es en el acceso a los microdatos administrativos. Aunque el INE (Encuesta de Condiciones de Vida) o el Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias) ofrece cada vez más información de microdatos que se pueden utilizar para la investigación en vivienda, lo cierto es que hay muchísimas más posibilidades. Desde el acceso a los microdatos –obviamente debidamente anonimizados– que dan a lugar a las series de precios y alquileres oficiales (microdatos de la agencia tributaria, de notarios, de Incasol...) a los microdatos administrativos procedentes de las diversas ayudas a la vivienda o programas de vivienda pública. Estos microdatos pueden ser muy útiles para evaluar las políticas públicas y mejorar en su futuro diseño (Raya y Torres-Pruñonosa, 2022). Finalmente, los microdatos del Sareb permitirían un seguimiento más adecuado de las operaciones de la Sareb, el proceso de saneamiento de los activos inmobiliarios en su poder, así como un conocimiento más preciso de la distribución territorial de su cartera y, por lo tanto, su posible uso como vivienda social¹⁴.

Por último, cabe reflexionar acerca de la posibilidad de incluir con más fuerza el big data. La información de este tipo de datos es muy cuantitativa y de mucha frecuencia, con lo que debidamente depurada y tratada podría ser también una gran fuente de información. Recientemente el INE ha comenzado una estadística de webscrapping de datos de las plataformas de apartamentos turísticos, dichos datos nos permiten evaluar el comportamiento de este segmento del alojamiento (Llaneza Hesse y Raya Vílchez, 2022). Se podría elaborar una Estadística similar con las plataformas venta y alquiler de vivienda. Es más, otra característica relevante del big data es la reutilización de datos creados con otros fines, y la fusión de estas bases de datos con el objetivo de realizar investigación. La posibilidad de fusionar bases de datos reutilizadas permite investigar temas que, de otra forma, no podrían ser tratados. Ambas estadísticas de ambos tipos de plataforma se podrían fusionar. La propia información de la Encuesta de Condiciones de vida es una fusión de diversas fuentes de datos. La fusión de diversas fuentes de datos permitieron a García Montalvo y Raya (2012) conseguir una base de datos que contiene, para cada inmueble residencial, el precio de venta de mercado, el precio registral y el valor de tasación. De esta forma comprueban que a un crédito valor del 83% le correspondían, durante la gran

¹⁴ En general los microdatos procedentes de ejecuciones hipotecarias permiten conocer una distribución territorial más detallada de los desahucios (Raya, 2018).

expansión inmobiliaria de los años 2000, un crédito sobre precio de compra medio en el entorno del 110%. Esto, lógicamente, tiene implicaciones significativas en términos de política macroprudencial (García Montalvo y Raya, 2018). Estos mismos datos permiten calcular la proporción de operaciones que implicaron algún tipo de pago opaco a la Hacienda Pública (García Montalvo et al., 2020) o fusionados con datos de redes sociales, lo que esta información aporta a los modelos de concesión de préstamos hipotecarios (Raya, 2022).

BIBLIOGRAFÍA

- Akin, O., García Montalvo, J., García Villar, J., Peydró, J.-L. y Raya, J.M. (2014). The real estate and credit bubble: evidence from Spain. *SERIEs* 5. <https://doi.org/10.1007/s13209-014-0115-9>
- Buiter, W.H. (2008). Central banks and financial crises.
- Diewert, W.E., Nakamura, A.O. y Nakamura, L.I. (2009). The housing bubble and a new approach to accounting for housing in a CPI. *J. Hous. Econ.* 18, 156-171. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2009.07.008>
- Eurostat (2013). Handbook on Residential Property Prices Indices.
- García Montalvo, J. (2007). Algunas consideraciones sobre el problema de la vivienda en España. *Papeles Econ. Española* 138-155.
- García Montalvo, J. (2019), “The rental market challenge in Spain,” *Spanish Economic and Financial Outlook*, 23-33.
- García Montalvo, J. (2021). Data Science y sus aplicaciones económicas: una perspectiva personal, in: *Análisis Econométrico y Big Data*. Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), pp. 5-24.
- García Montalvo, J. y Mas, M. (2000). La vivienda y el sector de la construcción en España, Editorial CAM.
- García Montalvo, J., Piolatto, A. y Raya, J.M. (2020). Transaction-tax evasion in the housing market. *Reg. Sci. Urban Econ.* 81, 103526.
- García Montalvo, J. y Raya, J.M. (2012). What is the right price of Spanish residential real estate? *SEFO-Spanish Econ. Financ. Outlook* 1, 22-28.

- García Montalvo, J. y Raya, J.M. (2018). Constraints on LTV as a macroprudential tool: a precautionary tale. *Oxf. Econ. Pap.* 70, 821-845.
- Kok, N., Koponen, E.-L. y Martínez-Barbosa, C.A. (2017). Big data in real estate? From manual appraisal to automated valuation. *J. Portf. Manag.* 43, 202-211.
- Lee, J. y Lee, K.O. (2022). Big Data for Housing and Their Interaction with Market Dynamics.
- Llaneza Hesse, C. y Raya Vilchez, J.M. (2022). The effect of Covid-19 on the peer-to-peer rental market. *Tour. Econ.* 28, 222-247.
- Llaneza Hesse, C., Raya Vilchéz, J.M. y Rodón, T. (n.d.). The Resilience of the Medium-Term Rental and the Boom of Digital Nomads. *Toni, Resil. Mediu. Rent. Boom Digit. Nomads.*
- MITMA (2022). Observatorio de Vivienda y Suelo. Boletín especial de alquiler residencial 2022.
- Raya, J.M. (2018). The determinants of foreclosures: Evidence from the Spanish case. *Pap. Reg. Sci.* 97(4) 957-970. <https://doi.org/10.1111/pirs.12316>
- Raya, J.M. (2021). Evaluating Different Housing Prices: Marketing and Financial Distortions. *Int. Real Estate Rev.* 24.
- Raya, J.M. (2022). Can Social Capital Variables Help to Determine Loan to Value Approved by Banks? *J. Real Estate Res.* 44, 355-376.
- Raya, J.M. y Torres-Pruñonosa, J. (2022). The importance of administrative data in the evaluation of the incidence of social housing allowance programmes. *Eval. Program Plann.* 94, 102117.
- Vergés, R. y Martín, D. (2007). Series históricas de edificación residencial. Estadística de visados de los colegios de arquitectos 1960-2006, *Estadística Española*, 49 (166), 563-595.
- Vergés, R. (2012). Estadísticas de vivienda libre en España. 1987-2011. Series operativas de compraventas y precios. *Estadística española* 54, 357-420.

Segunda Parte

EL MERCADO DE LA VIVIENDA: FUNDAMENTOS

Capítulo 3

ALGUNOS ASPECTOS DE LA ECONOMÍA DE LA VIVIENDA

Christine Whitehead
London School of Economics
<https://orcid.org/0000-0002-6373-1746>

Resumen

En este capítulo se describe la vivienda como un bien de consumo esencial y, al mismo tiempo, un activo duradero que está sujeto a múltiples fallos de mercado. Esto genera intervenciones gubernamentales significativas, ya que el mercado inmobiliario presenta una oferta rígida y altos costes de transacción, mientras que la demanda varía rápidamente, influyendo principalmente en los precios de las viviendas más que en la cantidad disponible.

El capítulo empieza exponiendo los principios básicos de oferta y demanda en el mercado de la vivienda, destacando que, aunque la demanda puede aumentar con el crecimiento poblacional y los ingresos, la oferta tiende a mantenerse constante debido a la naturaleza física y costosa de construir nuevas viviendas. Esto implica que los aumentos en la demanda de vivienda a menudo generan aumentos en los precios, sobre todo en las economías en crecimiento y con desigualdades de ingresos pronunciadas.

Uno de los temas clave es el hecho de que la vivienda no solo es un bien de consumo, sino también un activo de inversión. La mayoría de las viviendas ya existen y cualquier construcción nueva representa solo un pequeño porcentaje del inventario general de viviendas. Esto limita la capacidad de ajustar rápidamente la oferta frente a los cambios en la demanda, lo que hace que los precios sean el principal mecanismo de equilibrio.

El capítulo también discute el papel del gobierno en la planificación del uso del suelo y la provisión de infraestructura. Como la tierra es un recurso fijo, su valor depende del uso eficiente que se le dé, así como de la infraestructura y los

servicios públicos que la rodean. Dado que muchos de estos servicios, como el transporte y el saneamiento, son bienes públicos, su provisión depende en gran medida de las inversiones públicas y las regulaciones gubernamentales.

Otro aspecto importante es la distinción entre la vivienda como un bien de consumo y como una inversión. Mientras que los arrendatarios ven la vivienda únicamente como un bien de consumo, los propietarios de viviendas ocupadas tienen la ventaja de utilizar la propiedad como un activo, lo que genera incentivos adicionales para la propiedad de la vivienda. Sin embargo, para que más personas puedan ser propietarias de viviendas, se requiere un sistema financiero sofisticado, que permita a los compradores potenciales distribuir los costos en el tiempo.

El capítulo también aborda los diferentes enfoques políticos para abordar la eficiencia y la equidad en la provisión de vivienda. Así se detalla cómo en la mayoría de los países desarrollados se busca encontrar un equilibrio entre la regulación gubernamental y el mercado libre para asegurar que todas las personas tengan acceso a una vivienda adecuada, especialmente aquellos con ingresos bajos. Se analiza la intervención del gobierno en la vivienda pública y el control de rentas, resaltando cómo estas políticas pueden influir tanto en la oferta como en la demanda del mercado de alquiler.

Finalmente, se examina el impacto de las políticas macroeconómicas en el mercado de la vivienda, particularmente en relación con las tasas de interés y el mercado hipotecario. Los cambios en las tasas de interés, a menudo utilizados para estabilizar la economía, tienen un impacto significativo en los costos hipotecarios, lo que puede afectar a la demanda de viviendas y, en última instancia, a los precios. En resumen, el capítulo subraya la importancia de las intervenciones gubernamentales en un mercado inmobiliario que, por su naturaleza, tiende a generar desequilibrios entre oferta y demanda, afectando tanto a los precios como a la accesibilidad de la vivienda.

1. INTRODUCCIÓN

La vivienda es un producto complejo desde un punto de vista económico. Es un bien necesario y, a la vez, de lujo; es un bien de consumo y, al mismo tiempo, un activo indivisible duradero; es inmueble y, por tanto, su valor depende de las infraestructuras que lo rodean, sobre todo el transporte, así como de quién vive en los alrededores y de los servicios locales disponibles, y de su coste. Es importante señalar que el valor de un inmueble varía de un hogar a otro en función de

varios factores, como el tamaño y la composición del núcleo familiar, el lugar al que tienen que desplazarse sus miembros para trabajar, sus ingresos y sus expectativas. No obstante, los costes de transacción son elevados, por lo que no es fácil cambiar de decisión.

Y, lo que quizá es más importante: la inmensa mayoría de las viviendas ya existen en un momento dado y las de obra nueva suelen aportar solo un pequeño porcentaje del *stock* en un año concreto: en el Reino Unido y en gran parte de Europa, en torno al 1% anual. Así, aunque la demanda de vivienda puede variar rápidamente, ni el número de viviendas ni sus características pueden ajustarse con rapidez. Como resultado, en un sistema de mercado, los cambios en la demanda tienden a provocar más cambios en los precios de la vivienda que las variaciones en la oferta. Teniendo en cuenta todos estos aspectos y otros más, no es de extrañar que tiendan a producirse muchos fallos de mercado y que haya una importante intervención gubernamental en la provisión de viviendas (Quigley, 1997).

En este capítulo se hace hincapié, en primer lugar, en cómo funciona en un principio el sistema de la vivienda en las economías de mercado y, también, en los problemas derivados de los numerosos fallos de mercado. Sin embargo, la mayor parte del capítulo está más orientada a la política y se centra en cómo las diferentes formas de gobierno abordan la cuestión de garantizar una mayor eficiencia y equidad en la oferta de viviendas y hasta qué punto suelen tener éxito.

2. PRINCIPIOS DE LA OFERTA Y LA DEMANDA

Los modelos más sencillos de vivienda en el mercado consideran que la demanda es una función de la población y el número de hogares, los ingresos, las preferencias y el precio. A menudo, desde una perspectiva internacional e histórica, las necesidades de vivienda se han especificado en términos aún más sencillos según el crecimiento demográfico. No obstante, dado que el número de hogares de una población concreta depende de muchos factores, entre ellos, en particular, la estructura de edad y los ingresos, pero también de componentes sociales como los años de permanencia en el país y, efectivamente, la oferta disponible de viviendas, se han desarrollado modelos mucho más complejos, incluso de este elemento de la demanda (Holmans, 1970). En este contexto, conviene subrayar que, en la mayoría de los países desarrollados, el tamaño medio de los hogares ha disminuido. Esto se debe en parte a que, por término medio, se tienen menos hijos, pero también a que, a medida que aumentan los ingresos, tienden a formarse más hogares.

En la mayoría de los sistemas de mercado desarrollados, la vivienda supone una parte importante de los ingresos de los hogares; de hecho, suele representar la mayor proporción en comparación con otras formas de gasto. Es importante destacar que, de media, la proporción de gasto en vivienda en las economías de mercado es mayor para los hogares con ingresos más bajos.

El estudio sobre las elasticidades de los ingresos con respecto a la vivienda se inició a finales de los años setenta (Byatt, Holmans y Laidler, 1973). En el análisis se demostró que la elasticidad medida de los ingresos era superior a uno, de modo que, a medida que aumentaban los ingresos, la demanda de vivienda crecía más rápidamente. También se observó que la elasticidad era mayor para los que compraban una vivienda habitada por sus propietarios que para los que la alquilaban, lo que refleja el hecho de que los propietarios adquirirían a la vez un bien de consumo y un activo. Y lo que es más importante, la elasticidad positiva de los ingresos era superior a la elasticidad negativa de los precios. En consecuencia, si la oferta no pudiera ajustarse de forma plena e inmediata a una mayor demanda (lo que es inherente al caso), el impacto del incremento de los ingresos se reflejaría parcialmente en la subida del precio de la vivienda. Posteriormente, modelos mucho más avanzados mostraron patrones muy similares. Así pues, tanto el aumento del número de hogares como el de los ingresos tienen una considerable repercusión en la demanda de vivienda como bien de consumo. Además, en la medida en que la vivienda se considere un activo accesible, este incremento de la demanda se verá complementado por una mayor demanda de vivienda como activo. Como resultado, en la mayoría de las economías en crecimiento es probable que se produzcan presiones significativas sobre los precios de la vivienda, presiones que serán mayores cuanto más desigual sea la distribución de los ingresos.

En cuanto a la oferta, ya se ha señalado que, en un momento dado, el *stock* existente domina la oferta de viviendas. En la mayoría de las economías desarrolladas, ese *stock* también dominará el flujo de viviendas que salgan al mercado, aunque no en la misma medida. Estas viviendas ya existen y, en general, su precio de comercialización vendrá determinado por la demanda. Esa demanda dependerá de las características de la vivienda, sobre todo, de su tamaño, tipo y ubicación (Glaeser y Gyourko, 2018).

En cuanto a la obra nueva, la cuestión central es que las nuevas viviendas requieren tanto suelo como infraestructuras. El suelo es, por definición, fijo, pero su valor dependerá de la inversión en él y de su accesibilidad y entorno,

así como de los derechos de edificación. Las infraestructuras, sobre todo las de transporte y alcantarillado, tienen muchas de las características de un bien de carácter público: se suministran principalmente a escala, una vivienda adicional no afecta al coste del suministro ni al nivel de inversión y, al menos, algunos de estos elementos se proporcionan de forma gratuita.

Dados estos aspectos de bien público, junto con las economías de escala, los particulares no pueden, en general, prestar servicios de infraestructuras. Por tanto, la inversión en vivienda casi nunca es un fenómeno puramente de mercado. Por el contrario, en las economías desarrolladas es habitual que los gobiernos, tanto nacionales como locales, establezcan marcos normativos cuyo objetivo es aumentar el valor social global de la zona (por ejemplo, mediante la inversión en infraestructuras) y, por lo tanto, incrementar el valor de mercado del suelo, pero también limitar la cantidad de suelo disponible. Estas infraestructuras las proporciona el sector público, ya sea cobrando el coste a los hogares en función del uso o gravando las viviendas. Por consiguiente, el precio del suelo para el promotor refleja el precio previsto de la vivienda (incluidos los servicios disponibles en la ubicación concreta). Así, el propietario recibe los beneficios residuales. En principio, los costes de construcción serán competitivos y el promotor obtendrá una rentabilidad normal. En la práctica, tanto la demanda como los costes varían en función de las condiciones económicas, por lo que los niveles de producción y la rentabilidad también tienden a ser relativamente volátiles. Del mismo modo, las estimaciones dependen de los resultados futuros previstos, por lo que los promotores pueden obtener ganancias o pérdidas inesperadas. Y lo que es más importante, como ya se ha señalado, la demanda de vivienda, con su dependencia de los ingresos y las condiciones económicas, tiene muchas más probabilidades de ajustarse que la oferta, por lo que los precios tienden a ser el mecanismo de equilibrio en un sistema de mercado. El incentivo a la oferta de viviendas de obra nueva, así como los niveles de actividad del sistema inmobiliario en su conjunto, se ven afectados por los ajustes de la demanda y de los precios (Henderson y Thisse, 2004).

3. LA VIVIENDA COMO BIEN DE CONSUMO Y COMO ACTIVO

Por lo general, la vivienda es un activo duradero, pero su propiedad y su consumo pueden estar en manos de entidades diferentes y la compra del activo requiere de instrumentos financieros relativamente complejos para repartir los costes a lo largo del tiempo, en función de los ingresos. Históricamente, antes de que existiera un sistema financiero desarrollado, solo los que eran relativamente

ricos podían permitirse tener una vivienda en propiedad, por lo que la gran mayoría de los hogares alquilaban su casa, principalmente a inversores particulares, para utilizarla como bien de consumo a precios de mercado. Para determinar su nivel de inversión, estos inversores se fijaban en las tasas relativas de rentabilidad disponibles en los activos productivos, mientras que los arrendatarios pagaban por el uso del activo, comparando alquileres y condiciones. El ordenamiento jurídico vigente determinaba los tipos de contratos que podían aplicarse entre arrendador y arrendatario, de modo que la renta y el grado de seguridad que podían obtener los arrendatarios, así como la rentabilidad del alquiler que podía conseguir el propietario, dependían de la oferta y la demanda. En el límite, se trataba de una mera transacción de mercado, aunque con el tiempo, en la mayoría de los países, se establecieron marcos jurídicos que abordaban no solo las cuestiones contractuales, sino que también imponían reglas sobre el uso del suelo, normas mínimas y el derecho de permanencia de los arrendatarios. Todos estos requisitos afectaban al alquiler.

El concepto de habitar en propiedad reúne los elementos de bien de consumo y de activo, integrando así el papel del inversor y del arrendatario. Como propietario, usted es su propio arrendador y, por lo tanto, dentro de los límites legales, puede elegir utilizar el inmueble como desee. Dado que la relación entre arrendador y arrendatario es compleja y da lugar a muchos fallos de mercado que comprenden a ambos, a menudo se considera la forma de tenencia más atractiva para quienes pueden permitírsela, solo compensada por los costes de mudanza para quienes esperan quedarse poco tiempo (Whitehead, 1979).

No obstante, con el aumento de las viviendas habitadas en propiedad surge la necesidad de un sistema de financiación que permita a los propietarios pagar por el activo, ya que la mayoría de las personas no tienen capacidad para comprar directamente un activo de mucho valor. En su lugar, deben repartir los costes de la vivienda a lo largo de su vida laboral, utilizando el activo como garantía. En general, las primeras versiones de financiación eran informales, pero con el paso de las décadas, fueron cada vez más elaboradas. A medida que se desarrollaban los sistemas hipotecarios, los gobiernos centrales tendían a aplicar una estricta normativa, debido a su complejidad y a sus posibles efectos en la macroeconomía, así como para proteger a los consumidores. Sin embargo, a partir de los años ochenta se ha hecho cada vez más hincapié en la desregulación de los mercados financieros en general, incluida la vivienda, así como en el desarrollo de nuevos productos. Estos avances han permitido que más hogares adquieran su propia vivienda en muchos países, pero también han provocado

aumentos a gran escala de la deuda relacionada con la vivienda y subidas asociadas en sus precios (Lunde y Whitehead, 2016). No obstante, también con el tiempo, ha habido cada vez más hogares que han pagado sus hipotecas y tienen unos costes de vivienda mucho más bajos.

4. GASTO EN VIVIENDA

La vivienda es tanto un bien necesario como de lujo. Todo el mundo necesita vivir en algún sitio, pero, para quienes pueden permitírselo, una vivienda mejor también aporta grandes ventajas en cuanto a ubicación, así como la cantidad y calidad de la propia vivienda. En muchos países la vivienda es uno de los tres gastos más importantes, normalmente junto con la alimentación y el transporte. Los datos de la OCDE muestran que, en la mayoría de los países, los costes del alquiler como proporción de los ingresos son superiores a los costes soportados por los propietarios que habitan sus viviendas. Esto refleja, en parte, el hecho de que los alquileres se reajustan periódicamente, mientras que los costes de la vivienda habitada en propiedad indican en gran medida decisiones residenciales anteriores. No obstante, también evidencia el hecho de que muchos arrendatarios tienen bajos ingresos y la vivienda que utilizan es en gran medida un bien necesario. Aun así, resulta un tanto sorprendente, ya que la proporción de viviendas de alquiler que se ofrecen a precios por debajo de mercado es considerable en muchos países desarrollados. Los hogares de los países del norte de Europa tienden a pagar las proporciones más elevadas de ingresos por su vivienda (excluidos los propietarios que habitan una casa sin hipoteca), con proporciones de entre el 25% y el 30% de los ingresos para el arrendatario medio. La media de la OCDE se sitúa en torno al 22%. En cambio, los propietarios que habitan sus viviendas pagan alrededor del 15% de sus ingresos en un abanico mucho más amplio de países (OCDE, 2023).

A lo largo de la vida, también se observan pautas de gasto bastante coherentes relacionadas con la tenencia. Los pagos reales de los arrendatarios dependen de la tenencia (sobre todo, si tienen acceso a casas por debajo del mercado) y de si pueden acceder a ayudas a la vivienda relacionadas con los ingresos. Una de las ventajas de la vivienda habitada en propiedad es que, en muchos casos, las hipotecas se amortizan durante la vida laboral de los hogares, de modo que, al jubilarse, los costes de la vivienda se reducen considerablemente. No obstante, de igual modo, la mayoría habrá tenido ingresos más elevados a lo largo de su vida, de forma que la vivienda puede ser más un bien de lujo.

Una vez más, y de forma bastante sorprendente, parece existir una correlación positiva entre el consumo de vivienda y su precio, aunque las razones son discutibles, sobre todo porque ambos pueden estar relacionados con un tercer factor común. Una posibilidad que se sugiere a menudo es que, cuando predominan las viviendas habitadas en propiedad, el consumo aumenta en función de la riqueza inmobiliaria y/o la vivienda puede utilizarse como garantía para que la población consuma más (Meen, 2012).

5. VIVIENDA Y MACROECONOMÍA

En general, la relación más importante entre la vivienda y la macroeconomía reside en el papel del mercado hipotecario. Los gobiernos utilizan la política monetaria como medio para estabilizar la economía, pero los cambios en los tipos de interés tienen un impacto significativo en los tipos hipotecarios y, por tanto, en la capacidad de los hogares para adquirir casas. En los países con hipotecas a tipo variable, si estos tipos suben, los hogares pueden entrar en mora. A su vez, estas presiones pueden desestabilizar los mercados financieros, como ocurrió tras la crisis financiera mundial. Los efectos tanto de la subida de los tipos de interés como de la morosidad, seguidos de posibles embargos, afectan negativamente a los precios de la vivienda y al gasto más general de los hogares, además de provocar una menor inversión en la misma. En los países con hipotecas a interés fijo a largo plazo, como EE. UU., los actuales deudores hipotecarios están protegidos, pero los nuevos pueden enfrentarse a unos costes iniciales mucho más elevados. Además, el coste de generar estabilidad para los presentes deudores hipotecarios se refleja en unos tipos de interés a largo plazo mucho mayores en general (Miles, 2004).

Un ejemplo importante de los vínculos entre la estabilidad macroeconómica y los mercados de la vivienda puede encontrarse en la crisis financiera global de 2008 y la consiguiente introducción de la expansión cuantitativa como medio para aumentar la demanda total. Antes de 2008, los préstamos hipotecarios habían aumentado enormemente, reflejo de la desregulación de los mercados financieros (ya señalada). Esto significaba que muchas entidades financieras corrían peligro cuando las circunstancias cambiaron de forma repentina. Cuando las economías se tambalearon, los gobiernos recurrieron a la expansión cuantitativa para bajar los tipos de interés, con el objetivo de mantener la actividad económica. En los años siguientes, estos tipos de interés tan bajos se tradujeron en una rápida subida de los precios de la vivienda.

Podría decirse que la Covid-19 es un ejemplo más de cómo las políticas gubernamentales de vivienda destinadas a mantener los ingresos se han asociado a aumentos inesperadamente altos de los precios de la vivienda y, en particular, de los alquileres (Meen y Whitehead, 2022; Pawson, Milligan y Yates, 2022). No obstante, últimamente, a medida que los tipos de interés han ido subiendo en todo el mundo desarrollado para tratar de controlar la inflación, se ha asistido a una mayor presión sobre el nivel de vida de los hogares, a una actividad mucho menor en los mercados de la vivienda, así como a recortes significativos de la inversión en ella, concentrados esencialmente en obra nueva.

En general, los objetivos de la política macroeconómica deben ir encaminados de forma inherente a garantizar la estabilidad macroeconómica. Pero estas políticas sí tienen un impacto importante en los mercados de la vivienda, lo que a veces provoca cambios significativos en su actividad y en los precios de la misma, que no siempre se tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones macroeconómicas (Whitehead, 2018).

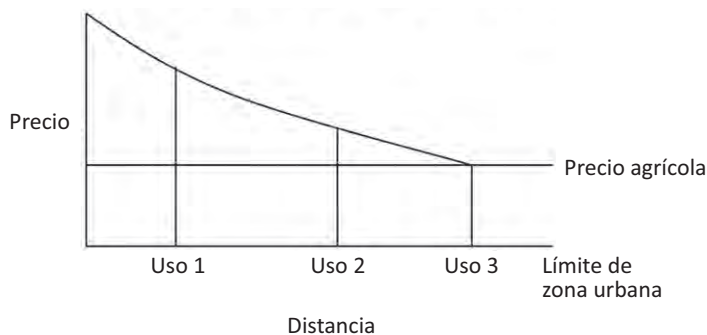
6. LA ASIGNACIÓN DEL SUELO

En cuanto a la oferta, una cuestión fundamental es el papel del suelo en la provisión de viviendas. El punto de partida habitual para asignar el suelo entre las zonas urbanas y dentro de ellas es el modelo de Alonso (Alonso, 1960). Se parte de un suelo sin accidentes geográficos en el que se puedan ubicar las actividades urbanas, teniendo en cuenta el valor relativo de los distintos usos del suelo y el valor del uso urbano en comparación con el rústico. El suelo pasará de uso rústico a uso urbano cuando este tenga un valor superior; los usos de mayor valor se ubicarán en el centro de la zona urbana, seguidos del posterior uso más importante, y así sucesivamente hasta que el valor urbano ya no supere el valor en el uso rústico. Así se muestra en la figura 1 más adelante.

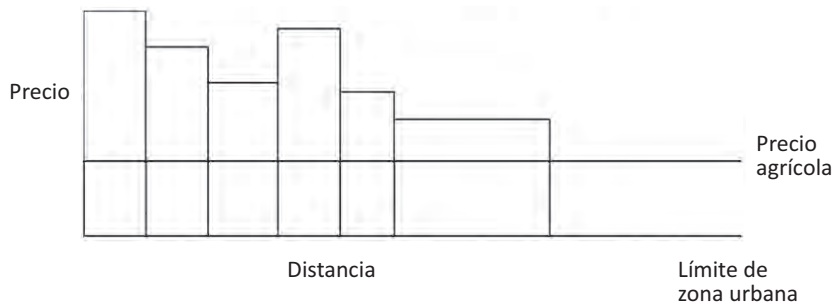
En la práctica, por supuesto, es muy poco probable que este patrón refleje la realidad, aunque solo sea porque se trata de un modelo de certidumbre sin costes de ajuste y un supuesto suelo sin accidentes geográficos. Además, si se deja que el mercado actúe por su cuenta, acabará por no reconocer muchos de los beneficios y costes externos de determinadas actividades urbanas y también tenderá a la dispersión, ya que los responsables aumentarán al máximo sus propios beneficios sin tener en cuenta las interacciones. Son estos fundamentos los que conducen a la intervención gubernamental en los mercados de suelo urbano en

Figura 1. Asignación de suelo urbano.

Asignación de suelo urbano en mercados perfectos



Asignación de suelo con controles urbanísticos



forma de normativas de ordenación del territorio. Es importante señalar que la vivienda tenderá a alejarse del centro a medida que las actividades productivas obtengan beneficios interactivos. Intentar maximizar estos beneficios es una de las principales razones de la ordenación del territorio.

7. VIVIENDA Y ORDENACIÓN DEL TERRITORIO

Cualquier configuración urbana tendrá que garantizar suelo para producción, comunicación y servicios públicos. Sin embargo, la vivienda es a menudo el mayor usuario de suelo y la ubicación del suelo que se destina a vivienda es importante para otros usos. En concreto, el suelo destinado a vivienda y su ubicación contribuyen a determinar el valor del inmueble en relación con la accesibilidad de los servicios municipales y la comunidad en su conjunto.

Dejados en manos del mercado, los sistemas urbanos tienden a ser muy poco óptimos. En consecuencia, la mayoría de los países desarrollados, si no todos, han puesto en marcha sistemas normativos de ordenación del territorio con el fin de garantizar estructuras urbanas más eficaces que, en teoría, satisfagan las demandas de los hogares y sean óptimas a largo plazo desde un punto de vista social. Dicha intervención tiene objetivos tanto de eficiencia como de distribución (Evans, A., 2008; Harrison A., 2017; Monk et al., 2013).

En los estudios publicados, se suelen identificar tres objetivos económicos principales de la ordenación del territorio:

- Tener en cuenta los distintos fallos de mercado y las posibles economías de aglomeración, con el fin de garantizar una combinación *socialmente eficiente* de los usos del suelo y las estructuras urbanas.
- Generar una *distribución equitativa* del suelo para dar cabida a todo el abanico de hogares y actividades económicas, así como para garantizar unas normas mínimas, especialmente en el contexto de la vivienda.
- Proporcionar un marco de *recaudación* para financiar los gastos de los gobiernos locales en administración y servicios municipales necesarios. Por lo general, se basará en la tributación de los valores inmobiliarios y, en ocasiones, en la relación entre las decisiones y las ganancias urbanísticas.

Dentro de este marco, las principales razones para la intervención gubernamental a la hora de mejorar el uso eficiente del suelo se identifican del modo siguiente:

- Garantizar la disponibilidad de suelo para *bienes públicos* locales, es decir, bienes no excluibles/no rivales como los espacios públicos abiertos. El mercado no proveerá lo suficiente, ya que no existe una forma eficaz de fijar el precio de muchos de estos bienes.
- Tener en cuenta las *externalidades* positivas y negativas de la producción y el consumo. Suelen ser específicas de cada lugar y pueden tenerse en cuenta en las normas urbanísticas.
- Atender *las necesidades de las generaciones futuras*, sobre todo prestando apoyo a la provisión de infraestructuras, ya que los tipos de interés y los mercados de capitales imperfectos no reflejan el valor social a largo plazo. En particular, a medida que las personas mueren, tienden a tener tasas de descuento más elevadas que el conjunto de la sociedad, lo que hace que haya niveles de inversión inferiores a los óptimos.

- Lograr *economías de escala* y alcance, al tiempo que se abordan el *monopolio* y el poder relativo.
- Mejorar la *información* y reducir los *riesgos* y *costes de transacción* de las decisiones sobre el uso del suelo.

Dada la larguísima lista de fallos de mercado que pueden afectar negativamente al uso óptimo del suelo, no es de extrañar que los gobiernos locales hayan asumido la responsabilidad de organizar dicho uso con el fin de garantizar que se ofrezcan las infraestructuras necesarias, identificar el suelo adecuado para las viviendas que hay que proporcionar y tener en cuenta la interacción entre los usos del suelo para intentar generar resultados óptimos.

Es importante señalar que, en gran parte de los análisis disponibles, se aborda la actividad urbana dentro del modelo de suelo sin accidentes geográficos, por lo que no se tiene en cuenta la interacción entre las zonas urbanas. Incluso en este contexto, es probable que el resultado de la regulación urbanística que identifica el suelo para diferentes usos se parezca más al segundo diagrama anterior, con ineficiencias tanto en la asignación del uso del suelo entre los usos dentro de la zona urbana, como con respecto a las restricciones del límite urbano, a menudo en la práctica, derivadas de las limitaciones que hay en la infraestructura necesaria disponible.

En lo que respecta a la vivienda, uno de los principales objetivos de la normativa sobre ordenación del territorio y de la inversión pública local es contribuir a la creación de las infraestructuras y otros servicios necesarios en toda la zona urbana, con el objetivo de satisfacer la demanda de vivienda (Whitehead, 2017). La normativa también se concentra en garantizar que, en todo el *stock* de viviendas se cumplan unas normas mínimas (que, por lo general, aumentan con los ingresos, así como con los cambios tecnológicos a lo largo del tiempo).

El gran interés por garantizar unos niveles de vivienda adecuados se desarrolló principalmente a partir de mediados del siglo XIX (Black y Fawcett, 2008). Si se toma como ejemplo el Reino Unido, la necesidad de garantizar unas normas adecuadas empezó a cobrar protagonismo con el aumento de la industrialización y el traslado de la población rural a las ciudades. El resultado fue, a menudo, casas en condiciones extremadamente precarias, sobre todo en cuanto a falta de saneamiento, que provocó brotes de cólera y otras enfermedades contagiosas. A finales de siglo, las autoridades locales comenzaron a reconocer que era su responsabilidad garantizar agua limpia y saneamiento, así como otras infraestructuras.

Fue entonces cuando se introdujeron reglamentos para intentar que se cumplieran estas normas mínimas básicas. La inversión necesaria se sufragó principalmente con los impuestos locales, pues se reconoció que, en las grandes ciudades, los costes externos de un saneamiento deficiente eran considerables. Muchos países europeos y partes de los Estados Unidos siguieron pautas similares.

Con el tiempo, el abanico de servicios locales prestados tendió a aumentar, sobre todo cuando en la prestación estaban implicadas grandes economías de escala. Posteriormente, en el siglo XIX, algunas autoridades locales, tras reconocer la mala calidad del *stock* existente, asumieron también cierta responsabilidad en la construcción de nuevas viviendas, a veces a gran escala frente a promotores privados y, normalmente, en las afueras de las ciudades. No obstante, en general, la inversión en vivienda corrió a cargo de promotores privados. La nueva construcción se facilitó en el periodo de entreguerras y después de la Segunda Guerra Mundial, ya que en muchos países se produjo una tendencia a la suburbanización. Esta tendencia se vio favorecida por una mejor red de carreteras que generó el potencial para una inversión privada a gran escala en viviendas. Todo esto, a su vez, solo fue posible gracias a una normativa que exigía el suministro de servicios de infraestructura; en particular, agua, alcantarillado, electricidad y gas.

Pero la normativa no tiene como único objetivo aumentar la eficiencia económica. Normalmente, la ordenación del territorio también tiene objetivos distributivos de la planificación del uso del suelo (Cheshire y Sheppard, 2002). Estos son:

- Identificar una *oferta de suelo adecuada* para proporcionar bienes de carácter público e infraestructuras sociales, así como unos niveles apropiados de oferta de vivienda, teniendo en cuenta tanto la demanda del mercado como la necesidad de atender a las personas con rentas bajas.
- Garantizar que la normativa urbanística funcione *de forma inclusiva*, especialmente en lo que respecta a la vivienda. En otras palabras, el sistema debe permitir alojar a toda la variedad de hogares y facilitarles el acceso a los servicios locales. Esto suele implicar otras formas de intervención, como se expone en la sección siguiente.
- Relacionar la ubicación de las viviendas con las necesidades del *mercado laboral* para aumentar la productividad y reducir el desempleo.
- Abordar la incoherencia entre la necesidad de utilizar la normativa para cambiar las oportunidades y el hecho de que sus beneficios y costes recaigan donde recaen.

En consecuencia, a menudo será conveniente abordar el impacto de las ganancias y pérdidas imprevistas derivadas de la normativa mediante indemnizaciones o impuestos. Normalmente, los ingresos resultantes se utilizarán para prestar servicios que no se modifiquen en el punto de consumo.

7.1. Formas de intervención

En todo el mundo occidental se utilizan dos modelos principales para lograr una ordenación eficaz del territorio (Evans, 2008; Cheshire y Shepard, 2002). El sistema británico se sitúa en un extremo, ya que se exige *licencia urbanística* para cada cambio de uso en un emplazamiento concreto, dentro de un marco normativo general. Aunque este sistema puede parecer flexible, también se le ha calificado de “estalinista”, dado que, en última instancia, el gobierno central controla lo que se puede urbanizar hasta el nivel de los emplazamientos. Una de las principales quejas que suscita el sistema vigente desde 1947, es la de si el gobierno local autoriza suelo suficiente para satisfacer las necesidades municipales, sobre todo en materia de vivienda y necesidades relacionadas con ella. Las tensiones locales suelen darse entre los que ya viven en la localidad y los que quieren mudarse, y la preocupación local se concentra en si los servicios se verán desbordados y los precios de la vivienda bajarán, pero también, más en general, en las incertidumbres y los retrasos que pueda haber a la hora de invertir en las infraestructuras locales necesarias. Es importante destacar que los que ya viven en la zona tienen derecho de voto, mientras que los que intentan mudarse tienen relativamente poco que decir. Por lo tanto, corresponde al gobierno nacional establecer normativas que garanticen la existencia del suelo y que las infraestructuras adecuadas puedan desarrollarse.

En el otro extremo, los sistemas de *zonificación* completa especifican los usos del suelo en cada zona, de modo que el urbanismo conforme a la ley puede llevarse a cabo automáticamente (Pogodzinski y Sass, 1990). Este es el enfoque habitual en Norteamérica y en muchas partes de Europa. Se considera más orientado al mercado, seguro y favorable para los promotores. En la práctica, depende de cómo (y con qué frecuencia) se establezca y revise el plan y de las posibilidades de impugnación. En particular, plantea cuestiones sobre cómo se determinan los cambios en los límites del área urbana y las zonas dentro de esa área (a menudo mediante algún tipo de referéndum que tiende a favorecer a los que ya viven allí).

Un gran problema común a ambos modelos es que suelen obtenerse grandes plusvalías cuando se modifican las zonas o se conceden permisos, por lo que los

terratrallentes relevantes tienen importantes incentivos para asegurarse de que su suelo sea el elegido para urbanizar. Las autoridades locales también quieren una parte del incremento. En este contexto, las autoridades que quieren prestar servicios y, a menudo, proporcionar viviendas a los hogares con rentas más bajas buscan tener la capacidad para comprar el suelo antes de que se haya acumulado el llamado *hope value*¹. Alemania y los Países Bajos son dos ejemplos en los que las autoridades locales han podido comprar suelo antes de que se hayan especificado los derechos de urbanización. Esto les ha permitido convertirse en proveedores a gran escala de viviendas para hogares con rentas más bajas (Crook, 2018).

En la práctica, todos los sistemas de ordenación del territorio son, en última instancia, una *mezcla*. Los sistemas de zonificación están sujetos a recursos jurídicos y negociación más que a la certidumbre que se subraya en los estudios publicados; los sistemas de permisos suelen incluir algunos elementos basados en normas. Podría decirse que la tendencia de ambos tipos de sistemas normativos ha sido favorecer a quienes ya vivían en la zona y hay indicios de que, en las áreas más acomodadas, el “no en mi patio trasero²” se está sustituyendo por el “no construyas absolutamente nada cerca de nada³”. Como mínimo, siempre tiene que haber soluciones intermedias difíciles y los niveles de inversión suelen estar por debajo de lo óptimo desde un punto de vista social.

8. ABORDAR LOS PROBLEMAS DE ASEQUIBILIDAD DE LA VIVIENDA

En la mayoría de las economías de mercado, la asequibilidad de la vivienda suscita preocupación, tanto por el hecho de que es un elemento importante del coste de la vida y hace uso de un suelo cuya oferta es fija, como por el hecho de que los ingresos suelen estar distribuidos de forma desigual y los que disponen de más recursos pueden presentar una oferta mejor que la de aquellos con ingresos más bajos. Y, lo que es más importante, la oferta de viviendas no puede ajustarse rápidamente, por lo que, si la demanda aumenta (por ejemplo, porque crecen los ingresos), el mercado responderá, en general, con subidas en el precio de la vivienda.

¹ Elemento del valor del suelo por encima del valor de uso actual, es decir, refleja la perspectiva de desarrollo potencial/uso alternativo. (N. de la T.).

² *NIMBY: Not In My Back Yard*. (N. de la T.).

³ *Banana-ism: Build Absolutely Nothing Anywhere Near Anything*. (N. de la T.).

En la mayoría de los países desarrollados la asequibilidad es un problema importante para muchos hogares. Esto puede abordarse mediante diferentes mecanismos, como la introducción de controles sobre los alquileres y, en ocasiones, los precios; la posibilidad de que el sector público (normalmente las autoridades locales o los proveedores de vivienda social que reciben ayudas del gobierno central) construya y posea inmuebles que puedan alquilarse a grupos concretos por debajo de los alquileres del mercado; o la concesión de ayudas vinculadas a los ingresos para que los hogares puedan encontrar un alojamiento adecuado (Meen y Whitehead, 2020). A continuación, se analizan estos tres enfoques principales de ayuda a los hogares con rentas más bajas, principalmente en el sector del alquiler, antes de pasar a debatir las subvenciones a la oferta frente a las subvenciones a la demanda.

8.1. Control y estabilización de los alquileres

A lo largo de los siglos, las principales formas de ayuda a la vivienda vinieron de la mano de organizaciones religiosas, en particular, monasterios y conventos, así como terratenientes que necesitaban alojar a sus trabajadores. En realidad, no fue hasta finales del siglo XIX y, sobre todo, principios del siglo XX, cuando se produjo una intervención generalizada con respecto a la provisión de viviendas en el submercado o los alquileres en el sector privado del alquiler, que en la mayoría de los países desarrollados albergaba a la gran mayoría de los hogares (en el Reino Unido, por ejemplo, se consideraba que alrededor del 90% de todos los hogares alquilaban de esta forma). Por lo general, el alquiler de estas viviendas se hacía a precios de mercado, lo que significaba que, a menudo, los hogares más pobres vivían hacinados y en condiciones extremadamente precarias.

El gran cambio en toda Europa se produjo durante la Primera Guerra Mundial, entre 1915 y 1916, porque un gran número de trabajadores tuvo que trasladarse a otras zonas para respaldar el esfuerzo bélico. Como resultado, los alquileres aumentaron rápidamente en estas áreas y provocaron tensiones políticas (Wilson, 2017). Los gobiernos respondieron introduciendo lo que ahora se denomina controles del alquiler de primera generación, por ejemplo, fijando legalmente el alquiler en un momento determinado sin incluir ningún medio para subirlo mientras la legislación continuara en vigor. Al mismo tiempo, se solía introducir una seguridad de la tenencia de por vida, al menos, para el arrendatario y, a veces, para sus descendientes (Whitehead y Williams, 2018).

En un principio, estos controles de los alquileres solían ser temporales, pero se prorrogaron tras la guerra, a medida que la escasez empeoraba en la década de los años veinte. En la década de los treinta se hicieron algunos ajustes para acercar los alquileres a los niveles de mercado, pero el ajuste no fue ni mucho menos completo antes de 1939, cuando se ampliaron/reintrodujeron los controles. Durante y después de la Segunda Guerra Mundial se aplicó el mismo patrón, a menudo con ajustes muy limitados durante muchos años.

Los resultados están bien documentados: deterioro de los niveles de reparación y escasas inversiones en mejoras; subocupación en el sector controlado a medida que la población se marchaba o fallecía dejando al arrendatario original en su lugar; transmisiones fuera del sector cuando las unidades quedaban vacantes; pocos o ningún arrendador nuevo en el mercado privado del alquiler; y obra nueva concentrada en otros sectores (Voigtlaender y Whitehead, 2023).

No fue hasta principios de la década de los setenta cuando se produjo un cambio significativo hacia una mayor liberalización, según se superaba la escasez cuantitativa de viviendas de la posguerra. Algunos países pasaron de controles estrictos a casi ninguno, como Inglaterra, Finlandia y Noruega. Otros, en particular, los Países Bajos, Alemania y Suecia, mantuvieron básicamente el sistema vigente, pero transponiéndolo a lo que se conoce como control de alquileres de tercera generación o estabilización de alquileres. Con este sistema, cuando un inmueble queda vacío, puede volver a alquilarse a precio de mercado, pero dentro del arrendamiento los alquileres se ajustan principalmente según un índice especificado por el gobierno.

Por lo general, los países que han optado por sistemas normativos relativamente estables de este tipo han garantizado que las condiciones sean bastante generosas para los arrendadores y, además, han permitido que se suban los alquileres para cubrir los costes de las mejoras, tendiendo, así, a disponer de sectores privados del alquiler más grandes. Estos países también suelen imponer mayores restricciones a la entrada en vigor de otros tipos de tenencia, en particular la vivienda habitada en propiedad.

El estudio llevado a cabo en 2010 (Whitehead et al. 2012) mostró que, de once países, cinco (España, Dinamarca, Finlandia, Noruega e Inglaterra) habían experimentado una amplia desregulación partiendo de niveles elevados entre los años ochenta y la década de 2000; otros tres países con niveles medios de regulación (Alemania, Suecia y los Países Bajos) habían tenido niveles bastante

constantes de regulación y provisión durante el periodo; y otros tres (Irlanda, Francia y Suiza) habían aumentado la regulación desde niveles relativamente bajos. No obstante, en general, los sectores privados del alquiler han disminuido como proporción del *stock* total, debido sobre todo a las políticas de apoyo al crecimiento de la vivienda habitada en propiedad.

Empero, ante la subida de los alquileres y el empeoramiento de la asequibilidad, en la última década, sobre todo en las ciudades, ha crecido el interés por reintroducir controles del alquiler más estrictos.

A continuación, se muestran algunos ejemplos:

- Alemania: ha mantenido un control de alquileres de tercera generación durante décadas. Desde 2013, se han introducido controles adicionales del alquiler en mercados de la vivienda ajustados (más de 300 ciudades/municipios), por lo que los alquileres iniciales se limitan a ser un 10% superiores a un comparador local. En Berlín, se propuso una regulación más estricta, mucho más cercana a los controles de primera generación, pero el Gobierno central la descartó.
- Francia: se identificaron unos 28 núcleos de población con mercados de la vivienda tensionados, en los que las autoridades locales pudieron poner a prueba medidas de control del alquiler durante cinco años. París fue la primera jurisdicción en aplicar la medida en 2019 basándose en los alquileres de referencia, seguida de otras tres ciudades posteriormente en ese año.
- España: Cataluña introdujo una ley de control de alquileres en 2020, pero fue anulada por el Tribunal Constitucional. El Gobierno español introdujo en 2023 una ley de derecho a la vivienda que permite a los gobiernos regionales establecer controles del alquiler a los grandes propietarios en zonas tensionadas, junto con algún incentivo para que los pequeños propietarios reduzcan los alquileres.
- Irlanda: ha introducido tanto la estabilización de los alquileres en zonas tensionadas (cuya tendencia, como en Alemania, ha sido extenderse a zonas menos tensionadas con cierta pérdida de provisión), como controles para que las subidas de los alquileres sean legalmente aceptables. También ha dedicado muchos recursos a mejorar la base empírica, así como una importante investigación con respecto al impacto de los controles (Kemp, ed., 2022).

Hasta ahora, apenas hay pruebas de que los cambios hayan afectado negativamente a la disposición de los inversores a invertir en el sector. En parte, puede deberse a que no se han aplicado restricciones más extremas (como el intento de volver al control de alquileres de primera generación en Berlín y los controles adicionales en París). Pero también se debe a que, al parecer, los alquileres no se han limitado totalmente a los importes estabilizados, en parte porque los arrendatarios a menudo no han recurrido sus alquileres (Voigtlaender y Whitehead, 2023).

Asimismo, cabe señalar que el entorno económico es importante; por ejemplo, en Alemania, donde el sistema normativo se ha aceptado en general, había inflación, pero la caída de los precios de la vivienda durante muchos años hizo que la estabilización de los alquileres fuera relativamente aceptable. También ha habido muchas excepciones acordadas, por ejemplo, eficiencia energética, mejoras, etc., que permiten subir los alquileres. En los países en los que se ha producido un aumento significativo del precio de la vivienda, el sector privado del alquiler tiende a seguir disminuyendo.

Aun así, en todos los países existen numerosos acuerdos administrativos para gestionar los alquileres, especialmente en lo que respecta a los ajustes de los alquileres durante el arrendamiento. Son relativamente pocos los países europeos que han desregulado por completo sus sistemas de alquiler. Con todo, un gran número de hogares no pueden permitirse los alquileres de mercado que se cobran sin ayudas, sobre todo en las zonas tensionadas del mercado de la vivienda. Una de las razones por las que esto ha sido posible es que, a partir de la década de los setenta, muchos gobiernos se inclinaron por introducir ayudas a la vivienda más generales relacionadas con los ingresos, un tema sobre el que se volverá más adelante.

8.2. La provisión de viviendas de alquiler social y asequible

Tradicionalmente, la principal forma de ayuda a la vivienda para quienes no pueden pagar su propio alquiler ha sido que el Gobierno la proporcionara de una forma u otra. Los datos comparativos son difíciles de interpretar debido a las muy diferentes formas en que se define la vivienda social. La mayoría de las estadísticas sobre vivienda social se basan en la propiedad de las viviendas, que históricamente, fue la definición más pertinente en el periodo inmediatamente posterior a la guerra, cuando en gran parte de Europa la inmensa mayoría de las viviendas eran propiedad del Estado. No obstante, esta pauta ha sufrido un gran cambio, sobre todo en Europa del Este, de modo que en muchos de estos países

apenas existen viviendas de alquiler por debajo del precio de mercado. En su lugar, los inmuebles se han transmitido a sus arrendatarios o, en algunos casos, se han vendido a grandes inversores. La oferta de viviendas sociales y asequibles que se alquilan a precios inferiores a los del mercado es hoy un fenómeno muy propio de Europa occidental.

En este contexto, una definición más actualizada de vivienda social hace hincapié en los alquileres y, en particular, en cómo se asignan los inmuebles (Haffner et al., 2009). Para que la asignación administrativa funcione con eficacia, los alquileres deben estar por debajo de los niveles de mercado y, por lo tanto, el sistema requiere un conjunto de normas para identificar las prioridades, normalmente especificadas en términos de necesidad de vivienda.

A las organizaciones del sector público solo se les suele exigir que cubran sus costes históricos, que se definen por los gastos reales. Sin embargo, en principio y siempre que el gobierno central lo autorice, también se pueden vender los inmuebles a su valor de mercado cuando queden vacíos o al arrendatario actual, a menudo con un descuento.

En toda Europa, los alquileres que se cobran en la mayoría de las viviendas de alquiler social se basan en los costes, teniendo en cuenta los de funcionamiento y de préstamos, con la norma principal de que, al menos, deben cubrir los gastos (Whitehead, 2023). En un mundo inflacionista y si los activos no se revalorizan, esto puede dar lugar a alquileres cada vez más bajos o puede permitir alquileres más altos con los que financiar una producción adicional. Últimamente, se ha producido un cambio hacia una relación más estrecha entre los alquileres sociales y los alquileres de mercado (por ejemplo, el 80% del alquiler de mercado para obra nueva). En ocasiones, el gobierno central determina las normas a través de sus disposiciones financieras y fiscales. En el otro extremo, en Suecia, los alquileres se fijan mediante la negociación entre arrendadores y arrendatarios.

El acceso a la vivienda social suele depender de los ingresos de los arrendatarios, aunque en algunos países, como los Países Bajos, no existe un límite formal de ingresos. En la práctica, en casi todos los países existen límites *de facto* para los nuevos inquilinos, aunque en algunos estos límites son elevados. Rara vez se intenta obligar a los arrendatarios a marcharse si aumentan sus ingresos, aunque en algunos países se les puede exigir el pago de un suplemento.

Históricamente, la mayor parte de las viviendas sociales han sido facilitadas por las autoridades locales, que a menudo han tenido la posibilidad de acceder

al suelo antes de que se hubiera proporcionado la infraestructura necesaria y se hubiera establecido la licencia urbanística o la zonificación oportuna. Esto ha permitido construir más viviendas sociales a costes muy inferiores a los del mercado. Alemania y los Países Bajos han tenido especial éxito en este contexto. No obstante, las autoridades son organismos del sector público y, por lo tanto, están sujetas a restricciones de endeudamiento y a normativas sobre cómo deben fijarse los alquileres. Como estos están por debajo de los niveles de mercado, también hay que especificar las normas de asignación. Normalmente, las normas dan prioridad a las familias con rentas más bajas y a otras con necesidades especiales. Así pues, las ayudas explícitas e implícitas a la oferta permiten que los alquileres se fijen en niveles asequibles para una proporción variable de la población.

La inversión en vivienda social fue especialmente intensa en la mayoría de los países europeos durante las décadas de los cincuenta y sesenta, cuando había una escasez absoluta de viviendas y gran parte de la actividad económica corría a cargo del sector público. A partir de entonces, muchos países hicieron más hincapié en la privatización y la desregulación. En este entorno más orientado al mercado, no es de extrañar que en algunos países haya aumentado la tendencia de las autoridades locales a vender viviendas sociales, sobre todo a sus arrendatarios, especialmente en los países en los que predomina la vivienda habitada en propiedad. Por consiguiente, la vivienda social tradicional ha disminuido en la mayoría de los países de Europa occidental (Scanlon et al. 2014).

Los otros principales proveedores de viviendas sociales han sido las cooperativas de viviendas especializadas (van Bortel y Czischke, 2023). Tradicionalmente, estas organizaciones no tienen ánimo de lucro y dependen de ayudas públicas para poder alquilar a precios por debajo de mercado a determinadas categorías de hogares. También suelen estar sujetas a normativas que fijan estos alquileres. Las principales razones económicas de su crecimiento han sido: a) su capacidad para obtener préstamos en el mercado financiero general como entidades de bajo riesgo; y b) el desarrollo de ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos para respaldar a los arrendatarios. La combinación de estos dos elementos ha permitido a los gobiernos reducir sus ayudas a la oferta e introducir otras fuentes de financiación. En algunos países, sobre todo en Dinamarca, predominan este tipo de proveedores de viviendas subvencionadas. En otros lugares del Reino Unido, numerosas autoridades locales han transmitido sus viviendas a cooperativas, lo que ha permitido que haya una nueva gestión y una financiación por parte del sector privado, tanto para mejorar el *stock* existente del sector social como para construir o adquirir más viviendas.

Últimamente, tanto en Europa como en Estados Unidos, los gobiernos nacionales y locales han puesto en marcha una serie de mecanismos para exigir que una parte de las nuevas promociones de mayor tamaño sean viviendas sociales o asequibles. De este modo, los promotores suelen transmitir esa parte a proveedores sociales (normalmente, cooperativas de viviendas) con un descuento (Crook et al. , 2016). También han aumentado las colaboraciones entre cooperativas y promotores, gracias a las cuales las primeras pueden disfrutar de una parte de los beneficios. En muchos contextos, los regímenes mixtos de financiación pública y privada, de los que estos son ejemplos, se han convertido en la principal forma de proporcionar más viviendas sociales y asequibles.

8.3. El crecimiento de las ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos

En toda Europa occidental, el énfasis en las ayudas a la oferta para aumentar el *stock* total de viviendas, así como proporcionar alojamiento a alquileres por debajo de mercado, dominó las primeras décadas posteriores a 1945. En parte se debió a que, en la mayoría de los países, el número de viviendas había caído por debajo del número de hogares potenciales, por lo que gran parte del énfasis de la política de vivienda se puso en aumentar el *stock* físico. Además, fue un periodo en el que solían dominar los gobiernos más de izquierdas y el suelo, a menudo, era propiedad pública. La ayuda gubernamental también podía concentrarse a través de un número relativamente pequeño de organizaciones del sector social.

Sin embargo, también significaba que había un gran número de hogares que vivían principalmente en el sector privado del alquiler y que soportaban alquileres de mercado difíciles de pagar, así como muchos hogares potenciales que no podían formarse por el alto coste de la vivienda. Era importante que los alquileres en el sector social se mantuvieran a niveles que pudieran pagar, al menos, la mayoría de hogares que vivían en vivienda social.

En la década de los setenta, la escasez absoluta de vivienda se había superado en líneas generales (aunque el aumento de los ingresos supuso que se formaran más hogares y que aumentara la demanda de más y mejores viviendas). Asimismo, en muchos países desarrollados se estaba empezando a disponer de la capacidad tecnológica y administrativa necesaria para introducir y supervisar las ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos. Entre los economistas, también se debatió si las ayudas debían ser específicas para la vivienda, en lugar de limitarse a subvencionar los ingresos en general. La respuesta en todos los países fue clara:

los costes de la vivienda eran excesivos y variaban demasiado como para garantizar que los hogares con rentas bajas que vivían en zonas caras pudieran pagar los alquileres. Además, los problemas no podían resolverse mudándose a zonas más humildes. Del mismo modo, la vivienda específica debía traducirse en mayores niveles de oferta en el mercado.

La introducción de ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos, que tenían en cuenta las amplias variaciones de los alquileres en la mayoría de las economías desarrolladas, significaba que los hogares con rentas bajas que vivían en el sector privado del alquiler o que no podían formar hogares independientes podían acceder a una ayuda adecuada, mientras que, en el sector social, los alquileres medios podían subir sin perjudicar a los que tenían bajos ingresos. Parecía ser una situación en la que todas las partes salían ganando, con unas ayudas a la vivienda mucho mejor orientadas dentro de un sistema de bienestar responsable. Como resultado, la mayoría de los países desarrollados introdujeron algún tipo de ayuda a la vivienda vinculada a los ingresos, concentrada principalmente en los arrendatarios y relacionada no solo con el alquiler, sino también con el tamaño y la estructura del hogar (Gibb y McCall, 2023).

La preocupación más importante era si la concesión de ayudas adecuadas a un gran número de arrendatarios haría subir los alquileres en el sector de mercado, en lugar de aumentar la oferta. En el momento de su introducción en el Reino Unido, se estudió la posibilidad de que la concesión de ayudas generara subidas del alquiler de mercado en distintos tipos de zonas locales. La conclusión fue que el impacto sería relativamente pequeño. Sin embargo, esto dependía, sin duda, de la proporción de hogares con derecho a ayuda en determinadas zonas. En términos más generales, unos ingresos más altos (que es lo que proporcionan los subsidios) deben aumentar la demanda y, cuando la oferta es limitada, esto a su vez debe traducirse en cierta presión al alza de los alquileres.

A lo largo de los años, la distribución de la renta ha tendido a hacerse relativamente más desigual en muchos países, lo que significa que el coste para el gobierno de proporcionar ayudas vinculadas a los ingresos para viviendas con alquileres basados en el mercado ha aumentado significativamente. Los datos empíricos sugieren que, a menudo, dadas las distribuciones de los alquileres y los ingresos, las ayudas vinculadas a los ingresos por el lado de la demanda han resultado más caras para los gobiernos que las ayudas por el lado de la oferta, en parte porque las estimaciones de estas últimas tienen en cuenta los costes a lo largo de

la vida útil de las viviendas. Por tanto, estas estimaciones son más un reflejo de los costes financieros para el gobierno que una evaluación económica. En términos más generales, las ayudas a la vivienda vinculadas a los ingresos son solo un elemento del sistema de bienestar de cada país y es difícil evaluar su impacto por separado (OCDE, 2017).

9. APOYO A LA VIVIENDA HABITADA EN PROPIEDAD

La vivienda habitada en propiedad es la tenencia mayoritaria en la mayoría de los países desarrollados, aunque la proporción de propietarios ha tendido a disminuir, especialmente desde la crisis financiera mundial. También es la mayor tenencia en muchos de los países de Europa del Este, donde la propiedad estatal había dominado hasta la década de los ochenta (Hegëdus et al., 2013).

En principio, la vivienda habitada en propiedad tiene una serie de características muy apreciadas (Whitehead, 1979). En primer lugar, al poseer el activo, así como el derecho a vivir en él, los propietarios que habitan sus viviendas tienen el control de su propia casa y, dentro de los límites legales, pueden tratarla de la forma que deseen. Ofrece a los ciudadanos libertad de elección y seguridad de la tenencia. En segundo lugar, dado que la propiedad y la ocupación recaen en el mismo responsable, las tensiones entre ambos roles pueden resolverse fácilmente. Y, lo que es más importante, el modelo de gasto en vivienda, en gran medida, puede ser acorde con los ingresos a lo largo de la vida, con pagos más elevados durante la vida laboral y la plena propiedad en el momento de la jubilación. Esto ha tenido importantes beneficios para los hogares, pero también para los gobiernos, ya que reduce la necesidad de ayudas cuando bajan los ingresos. Por último, en los periodos inflacionistas que han predominado en las últimas décadas, los propietarios que habitan sus viviendas se han beneficiado del aumento en el valor nominal de las mismas, así como del incremento real del valor del activo inmobiliario derivado de la mayor demanda. Aunque la compra de una vivienda propia siempre ha conllevado grandes costes, la mayoría de las personas que no esperaban tener que mudarse han considerado, en general, que era una opción deseable.

Sin embargo, existen costes sociales, dado que los propietarios que habitan sus viviendas tienden a mudarse con menos frecuencia, lo que dificulta la movilidad relacionada con el trabajo. De igual modo, a medida que las personas envejecen, tienden a mudarse menos. El resultado es que los hogares de más edad, que suelen estar formados por solo una o dos personas, tienden a vivir en casas

más grandes, por lo que buena parte del *stock* de viviendas está infrautilizada. Del mismo modo, no suelen hacer reparaciones y mantenimiento periódicos. Desde un punto de vista económico general, invertir a gran escala a intervalos más largos, en lugar de hacer un mantenimiento periódico, no es en sí más costoso, pero puede generar otros costes en materia de salud y seguridad.

Los primeros ejemplos de viviendas habitadas en propiedad se basaban a menudo en la autoconstrucción, ya que permitía una mayor correspondencia entre gasto y capacidad. No fue hasta el desarrollo de los mercados hipotecarios, que permitieron pedir préstamos contra el valor del activo y las futuras ganancias esperadas, cuando el sector se hizo más predominante. En general, los gobiernos aplicaron una estricta normativa a los primeros productos y mercados hipotecarios para garantizar que no se sobrecargara a la población ni se le ofrecieran productos inadecuados. Esto suponía que, en general, la vivienda habitada en propiedad se limitaba a las personas con empleos bien remunerados y seguros.

Asimismo, solía ocurrir que, quienes compraban con una hipoteca, obtenían desgravaciones fiscales por sus intereses a su tipo impositivo marginal, como hacían con otras inversiones. Esto benefició aún más a los hogares con rentas altas, especialmente en los regímenes fiscales elevados que prevalecieron en muchos países durante décadas después de la guerra. En muchos casos, también había avales gubernamentales.

Favorecer de este modo a los propietarios que habitaban sus viviendas contribuyó a aumentar la inversión en vivienda y a generar autosuficiencia entre el creciente porcentaje de personas que compraban con hipoteca. A nivel macroeconómico, también existía una gran preocupación por garantizar la estabilidad de la demanda, ya que las grandes variaciones en el número de hipotecas disponibles podían provocar, y de hecho provocaron, notables fluctuaciones en los precios de la vivienda y los niveles de producción de obra nueva.

No fue hasta la década de los ochenta, cuando se produjo una importante desregulación de los mercados hipotecarios y la población pudo pedir préstamos por una mayor proporción del valor de la vivienda, que la propiedad de inmuebles se ha extendido en los niveles más bajos de la escala de ingresos, con el consiguiente aumento de los niveles de riesgo. Esto ha contribuido a exacerbar los problemas de inestabilidad macroeconómica, sobre todo después de la crisis financiera mundial, cuando muchos propietarios que habitaban sus viviendas no pudieron mantener sus pagos y los gobiernos, encabezados por Estados

Unidos, introdujeron la expansión cuantitativa, en parte para bajar los tipos de interés y estabilizar los mercados de la vivienda (Forrest y Yip, 2011).

9.1. El papel de la propiedad de viviendas de bajo coste

En muchos países, principalmente anglosajones, las tasas de propiedad de viviendas alcanzaron su máximo a principios de siglo, donde hasta alrededor de un 70% de los hogares habían adquirido su propia casa. Desde entonces, la tendencia de esas tasas ha sido a la baja, a medida que los mercados de la vivienda se han ajustado y la distribución de los ingresos ha empeorado, de modo que cada vez más hogares no han podido permitirse comprar. Como el gasto en vivienda social también se ha reducido en general, cada vez son más los hogares que no tienen otra opción que el alquiler privado.

Los gobiernos de muchos países han considerado de manera habitual que la vivienda habitada en propiedad es la opción deseable, incluso para quienes no pueden permitirse inmediatamente comprar sin ayuda. En parte, esto refleja la evidencia de que, si las personas pueden convertirse en propietarios, es poco probable que necesiten ayuda gubernamental más adelante en sus vidas. Asimismo, hay pruebas suficientes de que los propietarios que habitan sus viviendas son empleados más estables, lo que se traduce en una mayor productividad. También puede haber beneficios políticos, ya que la vivienda habitada en propiedad suele ser la opción de tenencia preferida, incluso entre quienes no pueden permitírsela. La propiedad de viviendas ha permitido además que el Estado participe de forma menos directa en la provisión de vivienda, por lo que permitir que más personas se conviertan en propietarias puede ser la forma más barata de garantizar un alojamiento adecuado en los niveles más bajos de la escala de ingresos.

Uno de los enfoques para que los hogares con rentas más bajas puedan convertirse en propietarios de la vivienda que habitan ha sido desarrollar formas de propiedad parcial, por ejemplo, parte en propiedad/parte en alquiler de un arrendador social, normalmente con el derecho a aumentar el porcentaje de propiedad, o alquiler con opción a compra, donde el arrendatario puede aumentar su cuota con el tiempo (Whitehead y Williams, 2020). Así se reducen los costes para el sector público y se permite a la población mejorar su posición en su carrera residencial. En muchos contextos, se han desarrollado versiones de propiedad compartida en las que las personas pueden aumentar su participación a medida que mejora su situación económica. Desde un punto de vista gubernamental, se trata de una opción mucho más barata

que proporcionar viviendas sociales o pagar ayudas vinculadas a los ingresos a arrendatarios privados con rentas razonablemente estables. Aunque los detalles varían, muchos de estos tipos de regímenes se incluyen en las nuevas promociones con la otra parte en manos de cooperativas de viviendas y normas claras en materia de plena propiedad. Desde un punto de vista económico, estos regímenes reflejan el patrón de ingresos a lo largo de la vida al que se enfrentan muchos hogares, al tiempo que les permiten beneficiarse de una estabilidad inmobiliaria en su jubilación.

10. FINANCIARIZACIÓN DE LA VIVIENDA

En los últimos 20 años, la financiarización del mercado de la vivienda se ha convertido en un tema de creciente preocupación pública y política, especialmente en las ciudades con gran demanda. También ha llegado a ser un elemento importante en el debate académico, normalmente clasificado en términos de economistas frente a politólogos. Los economistas ven la vivienda como un bien que utiliza recursos escasos y, por tanto, debe utilizarse de forma eficiente con intervención gubernamental para abordar los problemas de distribución, mientras que los politólogos/geógrafos suelen considerar que la vivienda es un derecho humano que está siendo socavado. En términos más generales, el debate subraya que la desregulación de los mercados financieros y de la vivienda ha hecho que esta pase a formar parte de los activos comercializables y ha permitido la entrada en el sistema de vivienda de toda una serie de nuevos actores, a menudo con grandes motivaciones lucrativas. Aunque con estos cambios puede haber aumentado la eficiencia, también han supuesto un incentivo para que los participantes identifiquen vacíos legales en los que obtener beneficios excesivos. Los economistas tienden a hacer hincapié en las ventajas de los mercados financieros más consolidados y con mayor número de actores ya que aportan más recursos al sistema de vivienda. Pero estos argumentos no tienen muy en cuenta uno de los aspectos fundamentales de la vivienda: que la oferta es extremadamente inelástica. Una mayor demanda de los inversores se traduce, en gran medida, en precios y alquileres más elevados. Esto es lo que ejerce tanta presión sobre los hogares y, en particular, rompe el vínculo entre los costes locales de la vivienda y los ingresos. La demanda de los inversores también suele generar una gentrificación continua en las zonas más atractivas de las ciudades, concentrando a los hogares más pobres en zonas menos deseables, a menudo mal comunicadas por transporte público. En los análisis detallados de las principales ciudades del mundo desarrollado se señalan muchos de estos problemas, que son inherentes a la naturaleza del producto de la vivienda (Whitehead et al., 2023).

11. CONCLUSIONES

Este capítulo sobre la economía de la vivienda termina donde empezó: la vivienda es un producto muy complejo con la característica fundamental de que su demanda puede variar con bastante rapidez, mientras que su oferta se ajusta con extrema lentitud. En consecuencia, es más probable que los cambios en la demanda derivados tanto de las presiones del mercado como de los cambios en las políticas gubernamentales afecten a los precios de la vivienda y los alquileres a que se traduzcan en cambios en la oferta de viviendas disponibles.

Dado que todo el mundo necesita un hogar en el que vivir, no es de extrañar que, a lo largo de los siglos, se haya desarrollado un abanico tan amplio de políticas gubernamentales a nivel nacional y local. Hoy en día, con la desregulación de los mercados, también surgen presiones internacionales, aunque la vivienda en sí es específica de cada lugar. Los economistas tienden a concentrarse en los mecanismos del mercado y su interés por la vivienda ha cobrado protagonismo en el entorno desregulado que se ha desarrollado desde los años ochenta. No obstante, los fundamentos siguen siendo los mismos: la mayoría de los sistemas reconocen que hay normas mínimas que deben aplicarse universalmente. Dada la distribución cada vez más desigual de los ingresos, la intervención gubernamental es necesaria y el resultado es una mezcla de resultados públicos y privados que, intrínsecamente, no alcanzan un nivel óptimo.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, W. (1960). *A Theory of the Urban Land Market*, Papers in Regional Science, Vol. 6, Issue 1.
- Ball, M. (2012). *Housebuilding and Housing Supply in Clapham*, D, Clark W and Gibb, K, The Sage Handbook of Housing Studies, London, Sage.
- Barker, K. (2004). *Review of Housing Supply Interim Report*, HM Treasury, <https://thinkhouse.org.uk/site/assets/files/1878/barker.pdf>
- Black, M. y Fawcett, B. (2008). *The Last Taboo*, London Routledge.
- Byatt, I., Holmans, A. y Laidler, D. (1973). *Income and the Demand for Housing: Some Evidence for Great Britain* in Parkin, M. (ed) *Essays in Modern Economics*, London, Longman.
- Cheshire, P. y Sheppard, S. (2002). *The Welfare Economics of Land Use Planning*, Journal of Urban Economics, Vol 52.2.

- Crook, A., Hennerberry J. y Whitehead C. (2016). *Planning Gain*, Oxford, Wiley Blackwell.
- Crook, A. (2018). *Local authority Land Acquisition in Germany and the Netherlands: Are there lessons for Scotland?* Edinburgh Scottish Land Commission.
- Evans, A. (2008). *Economics and Land Use Planning*, Oxford, Blackwell Publishing Ltd.
- Forrest y Yip (eds.) (2011). *Housing Markets and the Global Financial Crisis: The Uneven Impact on Households*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Gibb, K. y McCall, V. (2023). *The economic and social benefits of housing support*, Glasgow, CACHE.
- Glaeser, E. y Gyourko, J. (2018). *The Economic Implications of Housing Supply*, Journal of Economic Perspectives, Vol 32. Issue 1.
- Haffner, M., Hoekstra, J., Oxley, M. y van de Heijden, H. (2009). *Bridging the gap between social and market rented housing in six European countries*, Delft, Delft University Press.
- Hegadus, J., Lux, M. y Teller, N. (eds.) (2013). *Social Housing in Transition Countries*, New York and Abingdon, Routledge.
- Henderson, V. y Thisse J.F. (2004). *Handbook of Regional and Urban Economics*, Amsterdam, North Holland.
- Hilber, C. y Vermeulen, W. (2010). *The Impact of Restricting Housing Supply on Prices and Affordability*, London, Department of Communities and Local Government.
- Holmans, A.E. (1970). *A Forecast of the Effective Demand for Housing in GB in the 1970s*, Social Trends No 1, London, Central Statistical Office.
- Kemp, P. (ed.) (2023). *Private Renting in the Advanced Economies*, Bristol, Bristol University Press.
- Lunde, J. y Whitehead, C. (eds.) (2016). *Milestones in European Housing Finance*, Chichester, Wiley Blackwell.
- Lunde, J. y Whitehead, C. (2021). How taxation varies between owner-occupation, private renting and other housing tenures in European countries? Glasgow, UK Collaborative Centre for Housing Evidence.

- Meen, G. (2012). *Housing and the Economy in Clapham*, D, Clark W and Gibb K The Sage Handbook of Housing Studies, London, Sage.
- Meen, G. y Whitehead, C. (2020). *Understanding Affordability the Economics of Housing Markets*, Bristol, Bristol University Press.
- Meen, G. y Whitehead, C. (forthcoming). *Housing Affordability and Debt in a Covid-19 World: Lessons from Australia and the UK*.
- Miles, D. (2004). *The UK Mortgage Market: Taking a Longer View*, London, H M Treasury.
- Monk, S., Whitehead, C., Tang, C. y Burgess, G. (2013). *International Review of Land Supply and Planning Systems*, York, Joseph Rowntree Foundation.
- OECD (regular updates). *OECD Housing Dashboard* <https://www.oecd.org/housing/policy-toolkit/data-dashboard/>
- OECD (regular updates). *OECD Affordable Housing Database* <https://www.oecd.org/housing/data/affordable-housing-database/>
- Pawson, H., Martin, C., Aminpour, F., Gibb, K. y Foye, C. (2022). *Covid-19: Housing Market Impacts and Housing Policy Responses - an International Review*, ACOSS/UNSW Sydney Poverty and Inequality Partnership Report No. 16, Sydney.
- Pawson, H., Milligan, V. y Yates, J. (2020). *Housing Policy in Australia: A Case for System Reform*. Singapore Palgrave Macmillan.
- Pogodzinski, J.M. y Sass, T.R. (1990). *The Economic Theory of Zoning: A Critical Review*, *Land Economics*, Vol. 66, núm. 3.
- Quigley, J. (ed.) (1997). *The Economics of Housing*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Scanlon, K., Fernandez, M. y Whitehead, C. (eds.) (2014). *Social Housing in Europe*, Oxford, Wiley Blackwell.
- Van Bortel, G. y Czischk, D. (2023). *An exploration of concepts and policies on 'affordable housing' in England, Italy, Poland and The Netherlands*, *Journal of Housing and the Built Environment*.
- Voigtländer, M. y Whitehead, C. (2023). *Rent controls - a timeless and controversial intervention*, *International Journal of Housing Policy*, Vol. 23, Issue 4.

- Whitehead, C. (1974). *The UK Housing Market: An Econometric Model*, Farnborough, Saxon House.
- Whitehead, C. (1979). *Why Owner-occupation*, London: CES Review.
- Whitehead, C. (2003). *The Economics of Social Housing* in O'Sullivan, T. and Gibb, K. *Housing Economics and Public Policy*, Oxford, Blackwell.
- Whitehead, C., Markkanen, Monk, S., Scanlon, K. y Tang, C. (2012). *The Private Rented Sector in the New Century*, Copenhagen, Realdania.
- Whitehead, C. (2017). *Breaking down the barriers to housing delivery* *Journal of Planning and Environment Law*, 13.
- Whitehead, C. (2018). *Housing Policy and the Changing Tenure Mix*, National Institute Economic Review, Vol. 245, Issue 1.
- Whitehead, C. y Williams, P. (2018). *Assessing the Evidence on Rent Control from an International Perspective*, London. LSE London.
- Whitehead, C. y Williams, P. (2020). *Thinking Outside the Box*, Glasgow, CACHE.
- Whitehead, C., Scanlon, K., Voigtländer, M., Karlsson, J., Blanc, F. y Rotolo, M. (2023). *Financialization in 13 cities: an international comparative report*, Report by LSE, LSE London, Realdania and Boligøkonomisk Videncenter.
- Wilson, W. (2017). *A Short History of Rent Control*, House of Commons Briefing Paper núm. 6747, London, Parliament.

Capítulo 4

LA OFERTA DE VIVIENDA A LARGO PLAZO: SU IMPORTANCIA, DETERMINANTES Y MEDICIÓN

Albert Saiz

Massachusetts Institute of Technology
<https://orcid.org/0000-0003-4407-4661>

Resumen

El capítulo examina la oferta de vivienda a largo plazo, su importancia, determinantes y métodos de medición. Así se destaca cómo la oferta de viviendas es un factor clave para comprender la asequibilidad y el desarrollo inmobiliario en las ciudades. Aunque a menudo el interés se enfoca en estudiar la demanda (crecimiento demográfico, ingresos y tasas hipotecarias), cabe señalar la importancia de la elasticidad de la oferta para explicar el aumento de precios en áreas donde la producción de nuevas viviendas es limitada. Asimismo, entender sus factores determinantes es crucial para desarrollar políticas que fomenten una oferta de viviendas más flexible y asequible en las ciudades en crecimiento.

La elasticidad de la oferta mide la capacidad de una economía para aumentar el *stock* de vivienda en respuesta a un incremento en la demanda. En áreas donde la oferta es inelástica, un aumento de la demanda conlleva principalmente un incremento de precios, mientras que, en áreas con una oferta más elástica, la producción de viviendas nuevas puede equilibrar el mercado y evitar que los precios suban bruscamente. La oferta de vivienda no solo se ajusta para cubrir la demanda de nuevos hogares, sino también para reemplazar el *stock* existente que se deteriora con el tiempo. El parámetro de depreciación natural, que varía según la región, afecta esta tasa de reemplazo. Sin embargo, este tema ha sido poco estudiado en muchos países, incluido España.

La relación entre la oferta de viviendas y la población urbana también es clave. La demanda de viviendas ha crecido más rápidamente que la población debido a la reducción en el tamaño de los hogares, lo que genera una mayor presión

sobre el *stock* de viviendas existente. Además, fenómenos como la compra de segundas residencias y los alquileres turísticos han aumentado la demanda de viviendas en ciudades importantes, afectando la oferta disponible.

El coste de construcción es otro factor determinante. El precio mínimo de una vivienda está determinado en gran parte por los costes de construcción, y en áreas donde estos son altos, como en grandes ciudades, el precio final de la vivienda se ve afectado significativamente. La inflación en los precios de los materiales de construcción y la disponibilidad de terrenos también influyen en la oferta de viviendas.

La elasticidad de la oferta se ve afectada por las características geográficas y las políticas locales de uso del suelo. En áreas con limitaciones geográficas, o donde las políticas de desarrollo son restrictivas, la oferta tiende a ser más inelástica, lo que provoca mayores aumentos en los precios de la vivienda ante una mayor demanda.

1. REPRESENTACIÓN ECONÓMICA DE LA OFERTA DE VIVIENDA A LARGO PLAZO

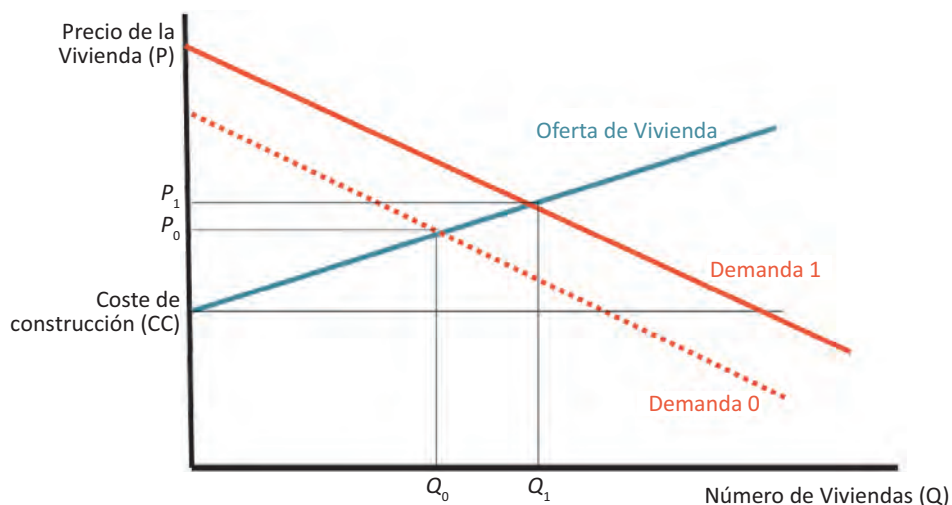
La evolución de la oferta ocupa un lugar muy destacado para la comprensión de los temas al entorno a la asequibilidad de la vivienda y el desarrollo inmobiliario. Sin embargo, a veces se intenta pronosticar la evolución de los precios de la vivienda observando únicamente variables del lado de la demanda. Tales variables incluyen el crecimiento demográfico, la formación de hogares, el crecimiento de los ingresos y la fortaleza de la economía, las tasas hipotecarias, los cambios en la demanda de servicios específicos localizados, los impuestos sobre los activos inmobiliarios, la fortaleza de la posición negociadora de las partes en la compraventa, y los cambios legales o institucionales.

Las investigaciones económicas sobre el mercado de vivienda han dedicado abundantes esfuerzos a estudiar dos parámetros importantes relacionados con la demanda de vivienda: sus elasticidades de ingreso y de precio. La elasticidad ingreso se refiere al aumento del consumo de vivienda a medida que aumentan los ingresos familiares. Este parámetro se ha estimado entre 0,6 y 1, resultando 0,7 un buen punto de referencia (Carliner, 1973; Lee y Kong, 1977; Harmon, 1988; Hansen et al., 1996). Esto implica que un aumento del 10% en el ingreso familiar está asociado con un aumento de alrededor del 7,5% en la demanda de vivienda. Otro parámetro importante por el lado de la demanda es la elasticidad precio: ¿en cuánto cambia el consumo de vivienda a medida que sube su precio? Este parámetro

engloba dos efectos diferentes: a) si los precios aumentan, la gente compra viviendas más pequeñas o de menor calidad (el margen intensivo); y b) cuando los pisos son más caros, la formación de hogares disminuye, ya que los jóvenes suelen retrasar la compra de su vivienda (el margen extensivo). Las estimaciones de este parámetro rondan en torno al $-0,5$ (Hanushek y Quigley, 1980): a medida que los precios aumentan un 10%, la gente consumirá un 5% menos de vivienda en promedio.

Sin embargo, el lado de la oferta y su principal parámetro económico asociado –la elasticidad de la oferta– han pasado recientemente a desempeñar un papel más destacado en el estudio de las condiciones actuales en materia de vivienda. En lugares donde difícilmente se habilita la producción de pisos nuevos y la demanda es alta, esperaremos principalmente que los precios de la vivienda suban ante una creciente demanda. Para enmarcar la discusión en términos económicos, la figura 1 muestra la demanda y oferta de vivienda a largo plazo en una ciudad o área metropolitana. La figura representa las curvas clásicas de oferta y demanda, centrándose en una ciudad específica donde la demanda crece de D_0 a D_1 . En consecuencia, los precios deben aumentar de P_0 a P_1 , en tanto que, a largo plazo se desarrolla la construcción de casas o pisos nuevos (la diferencia entre Q_1 y Q_0). El incremento en el número de viviendas es, por tanto, debido a los incentivos adicionales brindados por el alza de los precios.

Figura 1. La oferta en el mercado inmobiliario se define a medida que crece la demanda.



Llegados al nuevo precio de P_1 , el mercado está en equilibrio y no se esperan más cambios en el parque de viviendas. Técnicamente, tanto los precios como las cantidades en las figuras de este capítulo se representan en sus valores logarítmicos, de modo que P puede entenderse como el logaritmo natural de los precios de la vivienda en la ciudad y Q como el logaritmo natural del número de unidades de vivienda.

Sin embargo, el equilibrio de mercado no implica que no se construyan viviendas nuevas en esta ciudad. Además de albergar a nuevos hogares, la producción anual de viviendas necesita incorporar el remplazo de aquéllas que se vuelven insalubres u obsoletas y necesitan ser demolidas, cuyo porcentaje se conoce como tasa de depreciación natural o tasa de remplazo. Este porcentaje, al cual denominaremos δ , varía según los países y regiones (Saiz et al., 2022).

Diversas variables contribuyen a generar diferentes tasas de remplazo (δ). Estas incluyen: diferencias en la calidad de la construcción; la antigüedad y los métodos de construcción del parque de viviendas; los materiales de construcción; circunstancias fortuitas (tales como incendios, explosiones, o inundaciones); o los diferentes índices de desgaste debidos al clima y a la actividad sísmica locales. Desafortunadamente, esta cuestión y el parámetro δ están poco estudiados en la mayoría de los países. En concreto, no conocemos de la existencia de datos entorno a la depreciación natural del parque de viviendas en España. Quizás, ello se deba a que en nuestro país se construye con materiales muy duraderos: cemento, ladrillos y acero. Las viviendas históricas, muchas veces construidas en piedra, también tiende a ser perennes si se invierte en su mantenimiento periódico. Con todo, no es difícil el encontrar edificios o casas derrumbadas, especialmente en zonas rurales.

Es importante el destacar que las cifras de depreciación utilizadas en los cálculos con fines impositivos no suelen representar la tasa real de remplazo del *stock* requerida por razones naturales. La depreciación económica debiera tomar en cuenta la caída en el valor de mercado de una propiedad a medida que envejece, y no el porcentaje de unidades que desaparecerán del *stock* por causas naturales. Además, en la mayoría de los países, las reglas de depreciación fiscal no se corresponden con la depreciación económica real de los activos inmobiliarios.

Por lo tanto, la tasa de remplazo es un parámetro empírico que debe estimarse a partir de datos sobre la evolución real del *stock*. Emrath (2018) encuentra que, en promedio, se destruyen 350.000 casas cada año en Estados Unidos, lo que representa el 0,25% del *stock*. Estas unidades de vivienda son demolidas o caen

espontáneamente debido a su pobre condición física, incendios u otras circunstancias fortuitas. Alternativamente, algunos de estos edificios se han permitido deteriorar debido a su obsolescencia económica.

En su estudio de los activos inmobiliarios comerciales, Bokhari y Geltner (2018) detallan las tres razones principales que explican la depreciación relativa de los valores inmobiliarios: las obsolescencias física, funcional y económica. Estos autores estudian 107.805 compraventas de inmuebles por parte de inversionistas, identificando una tasa de depreciación económica media anual del 1,5%. Esta tasa incluye tanto las eliminaciones reales del *stock* (δ) como la reducción en el valor de mercado obtenida por las propiedades más antiguas. Los mismos autores encuentran que los apartamentos de alquiler se deprecian más rápido, lo que sugiere que el desgaste económico de la vivienda pueda ser mayor que el de los edificios comerciales. Tales hallazgos son consistentes con la estimación de la depreciación del valor de la vivienda de 2,5 por año calculada por el estudio de Harding et al. (2007). Bokhari y Geltner (2018) también encuentran que las tasas de depreciación son heterogéneas, difiriendo entre ciudades. Es este un aspecto que requiere de análisis futuros: si queremos ser cuidadosos tendríamos que estimar tasas de depreciación específicas para cada mercado por separado.

Centrándonos otra vez en las demoliciones, en el equilibrio de oferta/demanda a largo plazo, esperaríamos que la cantidad futura de construcción en la ciudad correspondiera a la pérdida natural del *stock* de δ . Utilizando las estimaciones de Emrath (2018), si el parque de viviendas de una ciudad consta de 1 millón de unidades, necesitaríamos una construcción anual de 2.500 unidades cada año solo para mantener el *stock* constante en su equilibrio a largo plazo.

2. OFERTA LOCAL DE VIVIENDA Y POBLACIÓN METROPOLITANA

La representación de la oferta y la demanda en el mercado inmobiliario se traduce directamente en una de las características sociales y demográficas más importantes de una ciudad: su población. Concretamente, consideremos una ciudad con un número de viviendas igual a Q_c . Una proporción de estas casas permanecerán vacías, incluso si la ciudad se halla en un equilibrio de mercado. Ello se debe a que la movilidad de la población genera un mínimo de vacantes residuales: a medida que las personas llegan o se van de sus casas en busca de mejores oportunidades o conexiones sociales, siempre quedarán algunas

unidades vacías durante un tiempo. En otras palabras, los pisos deben quedarse por fuerza vacíos desde la salida de los vendedores hasta la llegada definitiva de sus nuevos inquilinos. Además, algunas unidades pueden mantenerse vacías por motivos de inversión o por desacuerdos entre familiares tras el fallecimiento de un ser querido. Por último, algunas familias mantienen segundas residencias en las ciudades más atractivas de España (tales como Barcelona, Madrid, Sevilla, o Alicante), ocupadas sólo parcialmente durante el año. Otros pisos se convierten en alquileres a corto plazo exclusivamente (como los ofrecidos a través de Airbnb), quedando efectivamente “desocupados”, en el sentido que no albergan población a tiempo completo. Denominemos la tasa de desocupación residencial en la ciudad c como v_c . De acorde con esta definición, solamente $Q_c \times (1 - v_c)$ de las casas en esta ciudad se encuentran efectivamente ocupadas.

Finalmente, debemos considerar el tamaño medio del hogar: esto es, el número de personas que viven en cada unidad de vivienda en promedio, el cual denotaremos como T_c . Utilizando estos parámetros, la población del área metropolitana c es igual a: $POB_c = Q_c \times (1 - v_c) \times T_c$. Esta ecuación nos indica la relación entre la población urbana y el tamaño local del parque de viviendas.

v_c no ha sido históricamente un gran determinante de los mercados inmobiliarios y de la población, pero ha adquirido creciente importancia en ciudades con muy alta calidad de vida, donde los no residentes compran segundas viviendas más a menudo. En paralelo, algunas de las mismas ciudades han experimentado un crecimiento de los pisos turísticos. v_c también se ha convertido en un determinante parcial de la demanda en mercados inmobiliarios donde la gente adquiere viviendas con motivaciones de inversión. Por ejemplo, en muchas ciudades de China, antes de la desaceleración económica corriente, la gente compraba segundas viviendas como inversión o como futuro regalo a sus hijos para cuando se casaran, muchas de las cuales permanecen vacías (Rogoff y Yang, 2021).

Por lo tanto, desde cierto punto de vista, las segundas residencias, los alquileres a corto plazo y las propiedades de inversión podrían ser vistas como antagonistas al crecimiento demográfico local. No obstante, ello no sería posible si la obra de vivienda nueva se ajustara para acomodar tanto a estas nuevas necesidades económicas como a otras fuentes del aumento de la demanda. En otras palabras, en las ciudades donde estos fenómenos son importantes, centrarse en convertir a los compradores o inversores de segundas viviendas en chivos expiatorios nos puede abocar a olvidarnos de pensar estratégicamente

en como aumentar la oferta. El objetivo debería ser el encontrar soluciones en las cuales la asequibilidad y el crecimiento económico sean simultáneamente alcanzables (Saiz, 2023).

En contraste con el papel relativamente menor de los cambios en v_c (excepto en las ciudades globales más turísticas) los cambios seculares en T_c han resultado ser de suma importancia para el impulso a la demanda de vivienda global, cambiando la relación entre la oferta y población en todo el mundo. En concreto, la formación de hogares ha crecido mucho más rápidamente que la población debido a la disminución del tamaño medio de las familias. Este fenómeno se explica por varios factores como: el matrimonio o pareja de hecho cada vez más tardíos; la elongación de la esperanza de vida; la creciente tasa de individuos sin hijos; el crecimiento de la tasa de divorcio; la reducción de la fertilidad; y algunos otros. En España, la progresiva reducción del tamaño de los hogares ha sido un factor determinante del crecimiento de la demanda de vivienda. Según el Instituto Nacional de Estadística (INE), en 1970 el hogar promedio albergaba a 3,82 personas, pero sólo a 3,26 en 1991. Para 2021, esa cifra ya se había reducido a 2,54. Ello implica que para acomodar a la misma población necesitamos un 33% más de viviendas en 2021 que en 1970.

Debido a la directa implicación demográfica de la vivienda, la nueva oferta inmobiliaria explica los patrones de crecimiento las ciudades más atractivas del sistema urbano español en las últimas décadas: ya sea volviéndose muy caras, exclusivas y excluyentes, o bien construyendo más casas para alojar a más familias.

La figura 2 captura este último escenario, mostrando una ciudad con una curva de oferta muy inelástica. La producción de vivienda no reacciona al estímulo representado por el aumento de los precios (de P_0 a P_1). Por lo tanto, la nueva construcción es escasa: de Q_0 a Q_1 . Nótese que, en esta circunstancia, puede surgir una aparente paradoja. Si el tamaño de los hogares ha disminuido durante el mismo periodo (como hemos visto que ha estado sucediendo durante el último medio siglo), el eximio crecimiento del *stock* de vivienda solamente llega para acomodar a una población menguante. Para entender este fenómeno, tomemos el diferencial total de la ecuación que hemos desarrollado anteriormente:

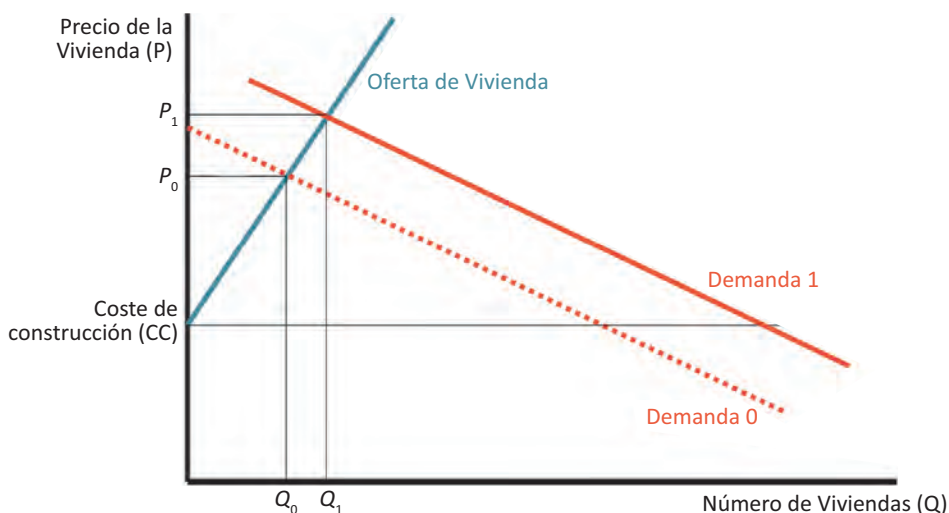
$$\frac{dPOB_c}{POB_c} = \frac{dQ_c}{Q_c} - \frac{dv_c}{(1-v_c)} + \frac{dT_c}{T_c} \quad (1)$$

Si el cambio en el parque de viviendas ($\frac{dQ_c}{Q_c}$) es menor, debido a una oferta limitada, entonces la tendencia negativa en el tamaño de los hogares ($\frac{dT_c}{T_c} < 0$) y/o un aumento de viviendas sin residentes de largo plazo ($\frac{dv_c}{(1-v_c)}$) implican que la ciudad tenga que forzosamente acomodar a menos gente.

La paradoja combina el observar descensos demográficos en este tipo de ciudades, al mismo tiempo que la demanda crece y los precios se disparan. Esta es, de hecho, la situación en muchas de las ciudades más atractivas de Europa y en algunas otras globalmente: están perdiendo población y al mismo tiempo se están volviendo extravagantemente caras. Este fenómeno es fácilmente explicable por una oferta de vivienda muy inelástica, combinada con la reducción del tamaño de las familias.

Por lo tanto, la falta de elasticidad de la oferta de vivienda a largo plazo es, en mi opinión, la explicación más importante detrás de la evolución de la población y el coste de la vida en muchas de las grandes ciudades de todo el mundo.

Figura 2. Oferta de vivienda inelástica.



Recordemos que el eje vertical en los gráficos captura el precio medio de un piso estándar. En realidad, cada unidad es diferente y está ubicada en un lugar diferente de la ciudad. Algunas casas son más grandes o lujosas, mientras que

otras no disponen de ascensor. La vivienda puede conceptualizarse como un bien que aglutina un numero de características con calidades heterogéneas.

Sin embargo, podemos considerar los precios y las cantidades en un gráfico de oferta y demanda como ajustados hedónicamente. Una regresión hedónica predice estadísticamente el valor de mercado de cada vivienda, teniendo en consideración sus características (Hill, 2013). Si ejecutamos dicha regresión, podemos ajustar el precio de cada unidad. Esto se hace calculando el valor de cada inmueble en una ubicación estándar y con las características de una unidad recién construida de calidad promedio. Es importante destacar que tales regresiones hedónicas siempre indican que los pisos más viejos obtienen un descuento en el mercado inmobiliario. En consecuencia, si tuviéramos que estimar el valor ajustado de una casa, tendríamos que ajustar hacia arriba su precio actual de mercado, para reflejar que una unidad nueva es más cara que una vieja. Por lo tanto, se puede considerar que las funciones de oferta y demanda de vivienda para un área metropolitana capturan el valor y la cantidad de unidades nuevas estándar en el mercado.

3. COSTES DE CONSTRUCCIÓN Y LA CURVA DE OFERTA

En una ciudad en la que el *stock* de viviendas crece sin subsidios, el punto de corte de la función de oferta con el eje vertical puede medirse, generalmente, como el coste mínimo de construcción de una unidad standard. La intuición es muy simple: ningún desarrollador racional construirá pisos nuevos si obtiene un precio inferior a los costes de su construcción, excluyendo por ahora el coste del terreno. Por ejemplo, si el coste de construcción por metro cuadrado de una vivienda es de 900 euros y un piso nuevo estandarizado tiene 100 metros cuadrados, el precio mínimo de mercado para dicha unidad nueva debería estar por encima de 90.000 euros, salvo errores por parte de los promotores o del mercado. Los errores ocurren a menudo en el mercado inmobiliario, pero tienden a autocorregirse a largo plazo. Por lo tanto, el coste mínimo de construcción de una unidad estándar constituye la referencia para el punto de intersección de la función de oferta. Esto se puede apreciar en las figuras 1 y 2, donde denominamos al coste mínimo de construcción como CC.

En la figura 3 mostramos como el aumento del coste de la construcción desplaza la función de oferta de vivienda hacia arriba, proporcionalmente a la inflación de costes. La figura compara un mercado caro de construir con otro donde la edificación es más barata. En equilibrio, las diferencias en costes implican que

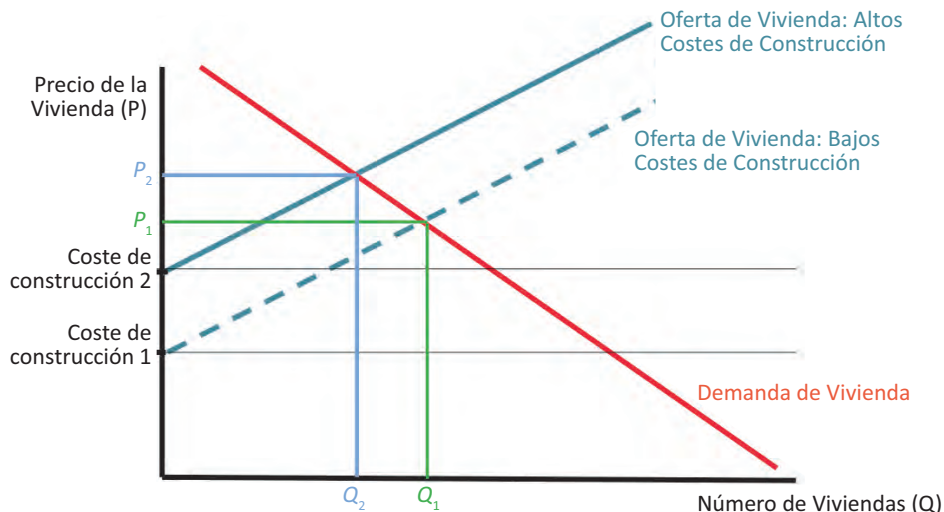
el mercado donde la producción es más cara tiene menos desarrollo de viviendas y pisos también más caros. Si bien estos resultados pueden parecer obvios para el lector, es sorprendente encontrar aun a formuladores de políticas, inversionistas y activistas de la vivienda que no prestan atención a este hecho. En realidad, algunos ni siquiera conocen cual es el coste por metro cuadrado de vivienda en su ciudad. Cabe insistir en que, para hablar de política de vivienda con conocimiento de causa, el primer dato que uno tiene que saber es el del coste de construcción por metro cuadrado.

Esto es especialmente importante con respecto al segmento más asequible del mercado. En áreas donde el suelo no es muy caro, el precio de los bienes inmobiliarios está determinado por su coste de reemplazo. El grave aumento en los costes de construcción derivado de la crisis del Covid, la guerra en Ucrania, y la consecuente interrupción global en las cadenas de suministro de materiales debería tener un efecto similar al que se ve en la figura 3: los precios de la vivienda siguen subiendo al mismo tiempo que el volumen de construcción disminuye. Este efecto podría explicar por qué estamos viendo una disminución en el número de transacciones de vivienda y la deceleración de la obra nueva en muchos países, al mismo tiempo que los precios de los pisos siguen aumentando, o al menos no disminuyen en relación con otros bienes y servicios en la economía. Por ejemplo, en España, los precios medios de la vivienda aumentaron un 6,5 por ciento en 2024 según Idealista.com. Al mismo tiempo, el volumen de transacciones se ha desacelerado comparado con su pico durante la pandemia¹.

Las implicaciones de situar el coste de la obra nueva en la intersección de la función de oferta de vivienda son importantes. Sin subsidios masivos, en lugares que están creciendo económica y/o demográficamente, la vivienda no puede ser mucho más asequible por metro cuadrado que el coste de construcción (Glaeser y Gyourko, 2022). Por lo tanto, los expertos y defensores de las políticas de vivienda deberían comprender muy bien los procesos productivos y los detalles contables del gremio de la construcción local. No conozco estudios centrados en las diferencias en los costes de edificación entre ciudades españolas. Sin embargo, mi propia investigación comparando ciudades estadounidenses puede iluminar parcialmente la discusión (Gyourko y Saiz, 2008). En EE. UU., las ciudades con

¹ Datos de Prensa Europa: <https://www.epdata.es/datos/compra-venta-vivienda-mercado-inmobiliario-datos-hoy/29/espana/106>. Enlace activo a partir del 5 de mayo de 2024.

Figura 3. Oferta con costes de construcción crecientes.



mayor PIB, mayor sindicalización en el sector de la construcción, con regulaciones menos transparentes y en zonas más montañosas tienden a ser más costosas para los desarrolladores inmobiliarios.

Hay que destacar que las empresas de construcción inmobiliaria en España han sido históricamente bastante eficientes. Nuestras empresas constructoras trabajan con márgenes relativamente bajos sobre sus costes internos de construcción (Bottini y Molnar, 2011). Sin embargo, el colapso de los precios de la vivienda posterior a 2007 pudo haber destruido parte del tejido productivo en el sector de la construcción (Tàltavull, 2014). Por lo tanto, es probable que los *shocks* negativos importantes que sufrió el sector hayan tenido efectos de histéresis a largo plazo, que pudieran haber reducido el crecimiento en su productividad.

Otros estudios se centran en los efectos de las tipologías del suelo urbano en los costes de construcción. Las parcelas más regulares (por ejemplo, rectangulares) y más grandes tienden a ser más económicas para producir vivienda (Watts et al, 2007). También son más caros de levantar los edificios que necesitan del derribo de uno anterior, o los que se construyen adosados a otros ya existentes. Por lo tanto, los inmuebles en zonas donde el suelo se ha urbanizado recientemente tienden a ser más baratos de construir que en zonas céntricas que ya estaban urbanizadas, porque en estas últimas se requiere de la demolición y limpieza de la parcela. Este factor explica la predilección por torres altas y separadas en países de rápido crecimiento

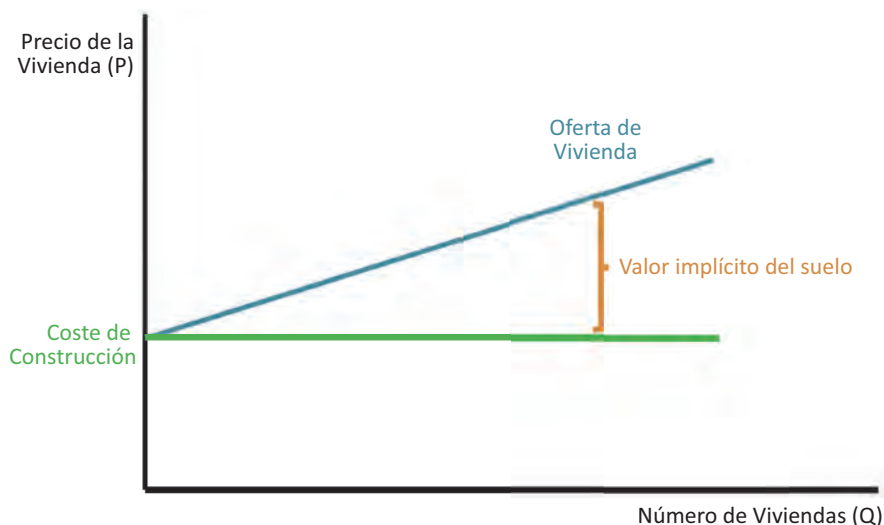
donde se enfatiza la velocidad de construcción y el bajo costo, como España durante la era del desarrollismo, Corea del Sur en los años 80 y 90, o China hoy.

Volviendo al nivel del mercado, es importante destacar que los costes son extremadamente elásticos con respecto al nivel de construcción. Si bien las fluctuaciones inesperadas de la demanda de vivienda a corto plazo pueden tener un impacto en los costes de edificación, no lo hacen en el largo plazo. De hecho, Gyourko y Saiz (2008) encuentran una curva del coste de la construcción casi infinitamente elástica: a medida que se construyen más viviendas en un área metropolitana, más empresas constructoras entran al mercado local, como en el modelo clásico de competencia perfecta. Como los materiales de construcción se producen a nivel nacional (no local) y la mano de obra en el sector es relativamente abundante y móvil, esto implica que los costos locales no aumentan con el aumento de la demanda metropolitana a largo plazo. Taltavull (2012) presenta resultados similares, encontrando también un sector de la construcción elástico a largo plazo en España. En contraste, los aumentos repentinos en la demanda de vivienda a nivel nacional o global (a diferencia de los *shocks* locales) sí que podrían tener un impacto en la evolución de los costos de construcción, un tema relativamente poco explorado en la literatura.

4. LA FUNCIÓN DE OFERTA DE VIVIENDA REFLEJA EL COSTE DEL SUELO

Debido a que la oferta local de vivienda puede llegar a ser bastante inelástica, podemos deducir que es el coste del suelo el que determina la pendiente de la función de oferta. Volviendo nuevamente a un gráfico de la oferta, en la figura 4, la diferencia entre la línea horizontal que refleja el coste de construcción (CC) y la función de oferta implica que el suelo se vuelve más caro, y por tanto pasa a ocupar una proporción mayor del coste de la vivienda, en ciudades más grandes e inelásticas. Por ejemplo, en Barcelona, los precios de venta medios por metro cuadrado construido estaban en 3.758 euros en 2021. Dado que los costes de construcción se estimaron en 1.260 euros para un edificio de alta calidad, el valor implícito del suelo por metro cuadrado de producto construido sería al menos de dos tercios del valor de la vivienda en la ciudad condal. Este número resultaría aún mayor si descontáramos por la edad real de las estructuras, ya que la mayoría de las edificaciones adquieren un valor nocional por debajo de su coste de construcción, debido a la depreciación natural del edificio con el tiempo. En contraste, el suelo típicamente aumenta de valor en áreas donde los precios de la vivienda suben.

Figura 4. La oferta local de vivienda refleja el encarecimiento del suelo.



Nótese que el valor económico del suelo, obtenido como la diferencia residual entre el precio de venta y los costes de construcción para un activo de nueva edificación, no se corresponde necesariamente con su valoración catastral. Esta última se basa en fórmulas administrativas que pueden o no tener base económica real. Los beneficios del desarrollador, desde una perspectiva económica, se consideran como ganancias de arbitraje capturadas por aquel, pero que son independientes de la valoración del suelo. Por ejemplo, si un promotor compra un terreno por 50.000 euros, gasta 100.000 euros en costes de gestión y construcción y vende toda la casa nueva por 300.000 euros, entonces el valor económico del terreno ahora debería considerarse como de 200.000 euros, independientemente de los beneficios atribuibles al desarrollador. Esto se debe a que el mayor valor de mercado del terreno se trasladará a partir de ahora a todas las transacciones posteriores. En otras palabras, en este ejemplo, los promotores simplemente pagaron un precio bajo por el terreno (50.000 euros) y luego lo llevaron a su valor de mercado realizado de 200.000 euros, aprovechando una oportunidad de arbitraje.

Volviendo a la función de oferta de vivienda a largo plazo: ¿por qué el valor del suelo aumenta con el número de viviendas en una ciudad o mercado metropolitano? En pocas palabras, encontrar terrenos deseables para construir se vuelve cada vez más difícil a medida que la ciudad crece. La gente prefiere vivir en ubicaciones céntricas, con accesibilidad para peatones, buen acceso a empleos, escuelas, tiendas,

paseos, cafés, buena arquitectura y urbanismo, y cerca de sus familiares y amigos. A medida que uno se aleja del centro de la ciudad, la accesibilidad al empleo, los servicios y el valor arquitectónico disminuyen. Por lo tanto, en un mercado donde la gente compite por las mejores ubicaciones, los precios de la vivienda en las zonas centrales son más caros, ya que la demanda es mayor que la oferta y hay que pagar una prima para poder competir con otros hogares por vivir allí.

La oferta de pisos en las áreas centrales no puede crecer proporcionalmente a medida que crece la población de la ciudad y, por lo tanto, la prima de mercado por las ubicaciones centrales crece con el tamaño de la ciudad. Por ejemplo, consideremos la rutina diaria de una persona que vive en una nueva urbanización que está más alejada de la ciudad. Esta persona necesita desplazarse desde más lejos y pasar más tiempo conduciendo o utilizando el transporte público. A medida que la ciudad se hace más grande, la congestión aumenta, lo que hace que los tiempos que la gente se pasa utilizando medios de transporte sean aún más largos. Por lo tanto, la prima por vivir en las áreas centrales aumenta, a medida que también crece la demanda relativa para evitar la congestión viaria. Nótese que esto significa que los precios medios del suelo en la ciudad crecen, pero también que las zonas donde el suelo se está encareciendo más tienden a ser las más centrales.

Formalmente, los economistas urbanos plantean el precio de alquiler de mercado de un metro cuadrado de vivienda en el barrio k dentro de un área metropolitana específica como una función de una serie de variables:

$$R_k = R(d_k, \bar{d}, A_k, I, N) \quad (2)$$

En esta ecuación (2), d_k es la distancia de la ubicación k al centro de la ciudad, donde se encuentran la mayoría de los puestos de trabajo. $\bar{d}$ es la distancia máxima del barrio más lejano al centro urbano, captando la extensión de la ciudad. En una ciudad pequeña, la ubicación más alejada del centro sigue siendo relativamente accesible, mientras que esto ya no es así en una grande. Obsérvese que los alquileres de vivienda se fijan en términos relativos: dependen de la distancia de cada lugar al empleo, pero también de su posición relativa con respecto a la periferia urbana. A_k representa el nivel de belleza arquitectónica, ambiental, calidad de comercio, y equipamientos de cada lugar. Dos localizaciones en la misma ciudad y a la misma distancia del centro pueden demostrar niveles del alquiler diferentes, compensando las diferencias en la calidad de vida local (Greenwood et al., 1991).

En la ecuación (2), I es la renta media metropolitana: el nivel de renta local determina la habilidad de pagar alquileres más altos con tal evitar largos desplazamientos. En ciudades con más altos niveles de ingresos, por lo tanto, las áreas más centrales o con mejores equipamientos tienden a ser relativamente más caras. Es este un efecto parecido al de una subasta, dónde la abundancia de compradores con altos ingresos tiende a subir el precio final de puja. El crecimiento desproporcionado de los salarios en una ciudad también tiene el impacto adicional de atraer flujos migratorios hacia esta. No obstante, este último efecto debe considerarse por separado a través de la función de demanda metropolitana de vivienda.

Volviendo a la ecuación (2), N representa el número de habitantes de la ciudad, el cual incide en la congestión viaria. A cuanta más gente más desplazamientos, implicando una mayor congestión, sobre todo en las zonas centrales por las que transitan la mayoría de los trabajadores (Solow y Vickery, 1971; Anas y Kim, 1996; Wheaton, 2004).

A efectos prácticos, a fin de obtener una representación simplificada de R_k , podemos eliminar o promediar los efectos de los equipamientos locales y de la congestión. También vamos a simplificar los costes de los desplazamientos al trabajo, considerándolos como una simple función de la distancia entre cada lugar y la periferia de la ciudad $\bar{d} - d_k$. Así mismo, en aras de la simplicidad, vamos a ignorar los efectos de la renta en las diferencias del alquiler entre barrios de la misma ciudad. Con tales supuestos, se puede aproximar adecuadamente el nivel medio de los alquileres residenciales por m² como una función del tamaño de la ciudad. Así mismo, la heterogeneidad en el precio de los alquileres por barrio se captura a través de la distancia relativa de cada ubicación al límite de la ciudad:

$$R_k = R(\bar{d} - d_k, \bar{d}) \quad (3)$$

El número de viviendas que caben en la ciudad está implícito en la ecuación (3) a través de la distancia a su perímetro ($\bar{d}$). Naturalmente, las ciudades con superficies mayores pueden albergar más viviendas. Empecemos considerando que una fracción fija Λ del suelo es urbanizable y que la densidad de urbanización es constante, en q viviendas por kilómetro cuadrado. Por término medio, se espera que la ciudad crezca de forma similar en todas direcciones, de modo que la superficie urbanizable alrededor de la ciudad se puede aproximar

por la fracción de círculo $A = \Lambda\pi\bar{d}^2$. Bajo estas simplificaciones, el número de viviendas de la ciudad sería de $Q = q\Lambda\pi\bar{d}^2$, y en consecuencia $\bar{d} = \sqrt{\frac{Q}{q\Lambda\pi}}$.

Desafortunadamente, los alquileres de vivienda nunca van a resultar gratis, ya que los propietarios o inquilinos deberán financiar como mínimo la construcción del piso en el que viven. La excepción a esta regla son las viviendas informales, donde los materiales que se emplean pueden costar mucho menos que los costes habituales de construcción de las viviendas formales.

Por lo tanto, incluso en la peor ubicación posible de la ciudad (donde nadie está dispuesto a pagar una prima por ubicación) el alquiler mínimo de una vivienda formal nueva debe aún igualar al coste financiero de la construcción, $i \cdot CC$. Aquí, i es una tasa de descuento adecuada o el rendimiento bruto del alquiler de una vivienda de alquiler. En general, los rendimientos brutos del alquiler se calculan dividiendo el precio alquiler de un piso por su valor de venta. Alternativamente, para la vivienda ocupada por el propietario, i se puede considerar como una tasa que capta el coste mensual (financiero, depreciación, e impuestos) de invertir en una estructura de vivienda (Poterba, 1984). En ambos casos, $i \cdot CC$ puede considerarse como el coste financiero mensual para el consumidor asociado a la construcción de una vivienda.

En un mercado competitivo, se puede afirmar entonces que el alquiler de vivienda por metro cuadrado construido en la periferia de la ciudad –independientemente del tamaño de la urbe (es decir, para todos los valores de $\bar{d}$)– debe ser igual al coste financiero de construir la estructura, más el coste de oportunidad de obtener rentas del suelo (r_A) derivadas de un uso alternativo, por ejemplo, la agricultura:

$$R_0 = R(0, \bar{d}) = i \cdot CC + r_A, \quad \forall \bar{d} \quad (4)$$

En realidad, los alquileres en las zonas periurbanas pueden ser aún mayores, porque hay otros usos alternativos o especulativos al mantener el suelo sin urbanizar (Capozza y R. Helsley, 1989). Sin embargo, una versión más complicada de la ecuación (4) no arroja mayor intuición. Dado que la ecuación (4) se mantiene, independientemente del tamaño de la ciudad, podemos volver a expresar los alquileres de la vivienda en cualquier barrio como:

$$R_k = LR_k(\bar{d} - d_k, \bar{d}) + i \cdot CC + r_A \quad (5)$$

donde LR_k es una prima por alquiler de suelo repercutida por metro cuadrado de vivienda construida en la ubicación k , tal que $LR_k(0, \vec{d}) = 0$ en todas las ciudades. La ecuación (5) establece que se puede considerar el precio del alquiler de un piso como la suma de: el coste de oportunidad mensual del suelo no urbanizado; más una prima de alquiler del suelo asociada a las mejores localizaciones; más un pago por el “arrendamiento” del ladrillo (con tal de financiar la construcción de la estructura del edificio).

Hasta ahora, hemos utilizado una densidad media de construcción por ciudad, q , en las ecuaciones anteriores. Esta aproximación funciona bastante bien para comparar ciudades diferentes. Pero en realidad, la densidad de construcción en cada barrio de la ciudad es a su vez una función de los niveles locales del alquiler: $q_k = (R_k)$. En las zonas céntricas de una ciudad en crecimiento y con el suelo cada vez más caro, aumentan los incentivos para construir edificios más altos. Esto último son mucho más caros de edificar. Por tanto, si el suelo es barato, a los promotores les resultaría más económico construir edificios más bajos o casas adosadas. Solamente en lugares donde el terreno se ha encarecido, el construir edificios más altos adquiere una mayor lógica económica, porque los precios obtenidos para las unidades extra de vivienda compensan con creces los costos adicionales de construcción. De la misma manera, en ciudades donde los costes de edificación son más bajos en general, resulta más factible construir edificios a densidades mayores.

Por lo tanto, la altura de los edificios en cada ciudad está influenciada por varios factores económicos, en particular por el valor del suelo y por los costes de edificación. La importancia de estos factores se malinterpreta a menudo en el debate público. Por ejemplo, algunas personas sostienen que la escasez de suelo urbano no existe en realidad, porque siempre podemos construir edificios más altos que acomoden a más gente. Esta perspectiva altera la causa y el efecto de la densificación urbana: solamente cuando el suelo adquiere valores muy altos va a tener sentido económico el edificar rascacielos con tal de maximizar el uso de la parcela.

Estas cuestiones son estudiadas por Ahfeldt y McMillen (2018), quienes se centran en dos conceptos económicos importantes: las elasticidades precio y coste de la altura de las edificaciones. La elasticidad precio de la altura de edificación se refiere a cómo cambia la alzada de un edificio de pisos con respecto a incrementos en el valor de la parcela en la que se construye. Por ejemplo, una elasticidad precio mayor significa que a medida que aumentan los valores del suelo, los edificios tienden a crecer verticalmente aún más rápido. La elasticidad

coste de la altura se refiere a que tan sensible es el vuelo de construcción a los cambios en los costes de edificación. Una alta elasticidad indica que los menores costes de edificación alientan aún más la construcción de edificios a grandes alturas. Ahfeldt y McMillen (2018) examinan la construcción de rascacielos en Chicago entre 1870 y 2010, mostrando cómo los diferentes valores económicos obtenidos por los precios inmobiliarios y los cambios en la tecnología de levantamiento explican la altura de los edificios en esa gran ciudad. Por ejemplo, durante épocas de auge económico, el valor del suelo se ha disparado, lo que ha llevado a la construcción de edificios más altos. Durante las crisis económicas, esta tendencia se invierte. Los avances tecnológicos y los cambios en las normas de construcción también desempeñaron un papel importante. Innovaciones tales como la introducción de las estructuras de acero, los ascensores y la progresiva adopción de mejores técnicas de construcción permitieron que los edificios crecieran. Esto se debe a que los costes marginales de edificar hacia arriba disminuyeron. Por otro lado, los factores económicos no son los únicos: las regulaciones entorno al uso del suelo y otras leyes también pueden restringir el crecimiento vertical.

En conclusión, el suelo urbano es más caro en lugares centrales y se vuelve más valioso a medida que crece la ciudad. Estos hechos están empíricamente corroborados a nivel global (Liotta et al., 2022), y representan la base de la función de oferta de vivienda. Sin embargo, ¿cuáles son los determinantes de la pendiente de la oferta de vivienda? En otras palabras, ¿por qué en algunas ciudades el aumento del número de viviendas y de la población exige precios inmobiliarios mucho más altos, mientras que en otras se produce sin presiones inflacionarias? Antes de abordar estas cuestiones, primero debemos tomar dos desvíos hacia dos temas conceptuales que nos van a ayudar a comprender la pendiente de la oferta de vivienda a largo plazo.

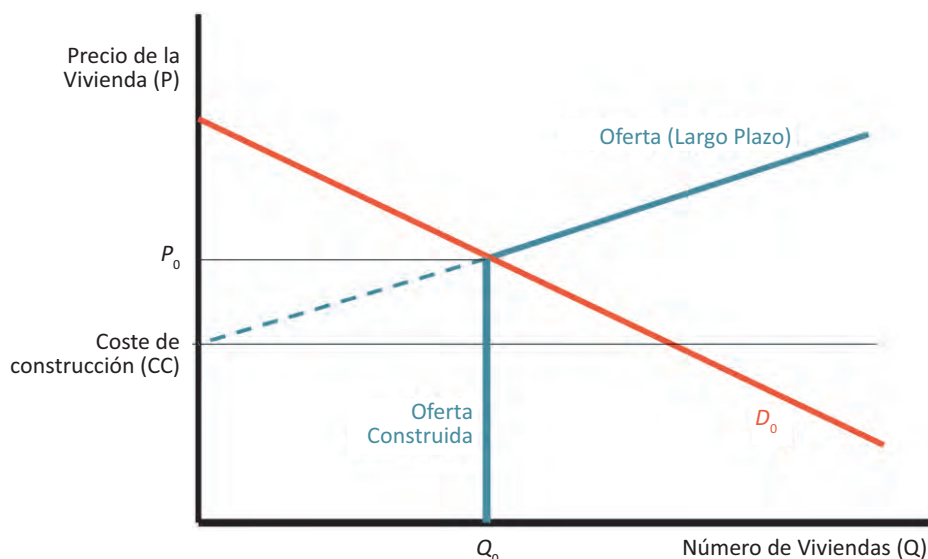
5. DURABILIDAD DE LA OFERTA ANTE UNA DEMANDA MENGUANTE

Conceptualizar la oferta de vivienda como una curva o línea ascendiente es apropiado en la mayoría de las circunstancias: lo es, ciertamente, en ciudades estables o en crecimiento. Sin embargo, tal representación clásica no refleja plenamente la situación en las áreas metropolitanas que se hallan en retroceso. Se trata de ciudades de las que la gente quiere irse o regiones en declive demográfico debido a un crecimiento natural negativo. Como la vivienda es duradera y no se destruye fácilmente, en un equilibrio de vivienda a largo plazo

la oferta se vuelve completamente inelástica con respecto al decrecimiento de la demanda. Esto crea asimetrías que adquieren suma importancia en situaciones donde los precios de la vivienda están a la baja.

Consideremos la figura 5, donde empezamos con la ilustración de un equilibrio inicial en el mercado inmobiliario. A diferencia de las funciones de oferta de la mayoría de los demás productos manufacturados o servicios, una vez que hayamos construido una cantidad de viviendas equivalente a Q_0 , tal cantidad no va a disminuir rápidamente, ya que la vivienda es perdurable.

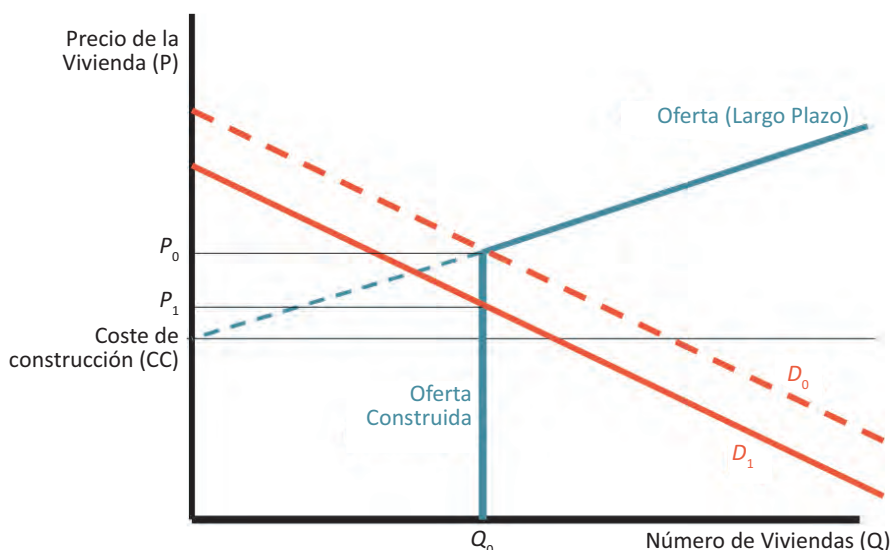
Figura 5. Vivienda duradera y asimetrías en la curva de oferta.



Ahora, consideremos lo que sucede si la ciudad experimenta posteriormente un *shock* de demanda negativo. Esto puede corresponder, por ejemplo, a una situación en la que las industrias manufactureras locales se vuelven obsoletas debido a la competencia de otros países. De hecho, muchas ciudades industriales de Europa y América vieron disminuidas sus ventajas productivas con relación a las economías asiáticas o las de países en desarrollo. Estas zonas industriales, como por ejemplo Avilés o Ferrol, han perdido empresas y empleos. Desde la perspectiva de sus mercados de vivienda, esto equivale a un *shock* de demanda negativo, como se ve en la figura 6, donde la demanda se reduce (se desplaza hacia la izquierda o hacia abajo) de D_0 a D_1 .

Debido a que la vivienda es permanente, el número de viviendas se mantiene en Q_0 , al menos por un tiempo. Por tanto, la oferta es muy inelástica frente a *shocks* de demanda negativos y la podemos describir como asimétrica (Glaeser y Gyourko, 2005). El nuevo equilibrio de la figura 6, incorporando una demanda menguante situada ahora en D_1 , conlleva principalmente precios más bajos, sin cambios importantes en la cantidad de viviendas. De hecho, esta inelasticidad asimétrica “hacia abajo” implica que los precios pueden caer rápida y dramáticamente en lugares o periodos donde la demanda de vivienda se colapsa.

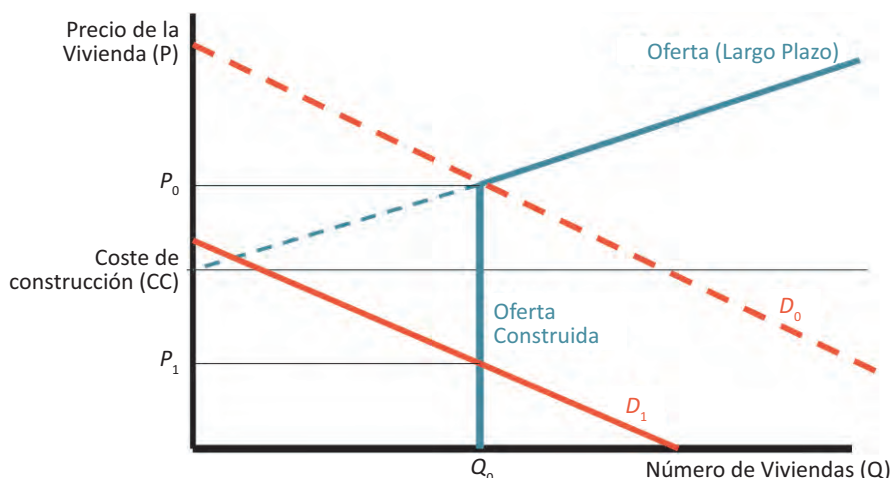
Figura 6. Un *shock* de demanda negativo revela una inelasticidad asimétrica.



La figura 7 ilustra el caso de un *shock* de demanda negativo muy grande. En este ejemplo, el declive económico o social de la ciudad lleva los precios de la vivienda a un nivel (P_1) que está por debajo de los costes de construcción. Con precios de vivienda tan bajos, no puede haber ya más desarrollo inmobiliario en la ciudad.

En estas situaciones, la abundancia de pisos baratos en esta ciudad se convierte en el principal atractivo para mantener una cierta población y tener ocupadas la mayoría de las viviendas (Q_0 unidades). Las personas con un nivel educativo más bajo tienden a quedarse o mudarse a estas áreas debido a su asequibilidad (Glaeser y Gyourko, 2005). Si surgen efectos negativos de la concentración geográfica de los pobres (Ioannides y Loury, 2004), un círculo vicioso puede

Figura 7. Un *shock* de demanda negativo puede dar como resultado pisos con precios por debajo de coste.

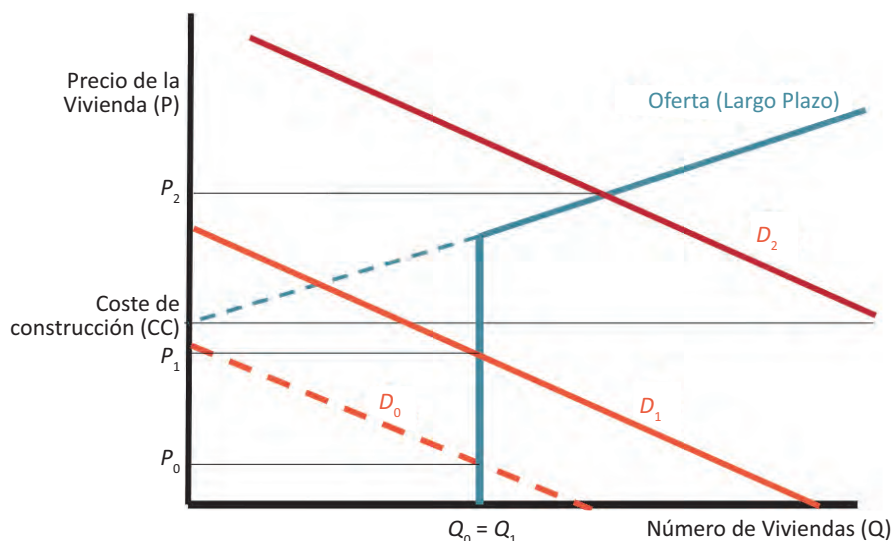


hacer que los precios en estas áreas bajen aún más. Estos barrios atraen a sectores poblacionales con un estatus socioeconómico bajo, lo cual los hace aún menos atractivos a los hogares de clase media y media-alta.

Más allá de la imposibilidad de que se edifique obra nueva en los lugares con precios por debajo del coste del ladrillo, y en ausencia de subsidios masivos, estas ciudades también suelen experimentar una falta de inversión en renovaciones y mantenimiento del parque (Gyourko y Saiz, 2004). Por lo tanto, a largo plazo el *stock* se deteriorará y eventualmente se colapsará o tendrá que ser demolido. Sin embargo, este proceso puede llevar mucho tiempo, como vemos en muchas ciudades industriales de todo el mundo.

A nivel más local, nos encontramos con procesos similares en algunos barrios desfavorecidos, donde los precios del inmobiliario pueden caer sustancialmente por debajo de los costes de edificación. En estos vecindarios, los valores de los pisos no son lo suficientemente altos como para justificar renovaciones o nueva construcción, en ausencia de subsidios masivos. Paradójicamente, para evitar su deterioro a largo plazo, es necesario que vuelva a aumentar la demanda de vivienda en estos barrios. Sin embargo, debido a la inelasticidad asimétrica de la oferta, esto va a implicar necesariamente una rápida apreciación de los precios, que generalmente se asocia con procesos de 'gentrificación', como se puede apreciar en la figura 8, pasando de D_0 a D_1 .

Figura 8. “Gentrificación” en barrios con valores por debajo del costo de reemplazo.

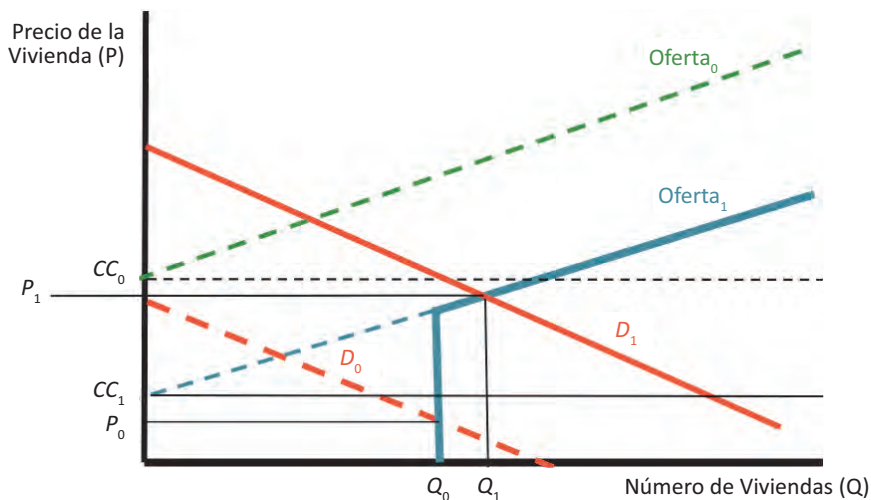


En los vecindarios donde los valores están situados por debajo de los de reemplazo, en ausencia de subsidios, solo veremos nuevas construcciones y reinversión en el *stock* cuando la demanda sea lo suficientemente alta como para llevar a los precios nuevamente a un nivel superior a los costes de edificación (como al pasar de D_1 a D_2). A partir de ese punto, la oferta vuelve a ser más elástica y un mayor aumento de la demanda puede traducirse en nueva producción, en lugar de únicamente encarecer la compraventa y el alquiler. Con tal de diseñar programas de vivienda apropiados y racionales, los formuladores de políticas y el público deberían comprender este conflicto entre la asequibilidad del vecindario a medio plazo y su viabilidad a largo plazo.

En situaciones como esta, un enfoque alternativo para mejorar el barrio, manteniendo al mismo tiempo su asequibilidad, puede basarse en intervenciones del lado de la oferta, como se ilustra en la figura 9. El gráfico muestra la situación de un vecindario marginal, con precios de vivienda muy bajos, en P_0 y sustancialmente por debajo del coste de reposición. Las políticas de demanda, basadas en la revitalización del barrio, tendrán el efecto no deseado de hacer subir los precios de la vivienda, sin generar construcción nueva inmediatamente. Aquí podríamos complementar la revitalización con intervenciones orientadas a reducir los costes locales de construcción: de CC_0 a CC_1 . Estos esfuerzos efectivamente desplazarían “hacia abajo” la curva de oferta. A medida que la demanda crece

de D_0 a D_1 , los precios suben, pero alcanzan mucho antes el punto en el que se sitúan por encima de sus costes de reemplazo. A partir de ese punto, incluso si la demanda sigue recuperándose, la obra nueva va a seguir aumentando, reduciéndose así la inflación de precios y la consecuente gentrificación. Simultáneamente, la zona se está revitalizando gracias a los nuevos edificios modernos y a la reinversión en el parque de vivienda existente.

Figura 9. Políticas de vivienda del lado de la oferta.



Reducir los costes de construcción en zonas en declive puede implicar compromisos en términos de las tipologías de vivienda que se pueden construir, aunque las medidas básicas de seguridad y salubridad nunca deben ser negociables. Sin embargo, puede que existan oportunidades de reducir costes sin bajar la calidad del producto: por ejemplo, permitiendo contratos de aprendizaje (solamente en estos barrios) en coordinación con los sindicatos, permitiendo la participación del usuario en la renovación ('sweat equity'), considerando exenciones de impuestos localizadas, flexibilizando regulaciones innecesarias o incentivando contribuciones de organizaciones sin fines de lucro.

6. OFERTA DE VIVIENDA A LARGO PLAZO *VERSUS* EL CORTO PLAZO

A continuación, analizamos cómo las diferencias entre la oferta de vivienda a corto plazo y a largo plazo pueden empeorar las burbujas y generar un exceso de oferta en los mercados inmobiliarios. Volvemos ahora a un escenario más “normal” en el que la ciudad o región no se encuentra retrocediendo económicamente.

Considérese la figura 10, adaptada de Saiz (2019). La construcción de vivienda nueva requiere retrasos sustanciales, de uno a tres años o más, desde la ideación del proyecto hasta la entrega final de las llaves. El proceso de edificación se desarrolla en varias fases: compra y consolidación del terreno, posibles cambios en los planes de ordenación urbana, planificación y aprobación del proyecto, obtención de crédito para la construcción, preventas, desarrollo de infraestructura, construcción del edificio, acabado de interiores, conexión con los servicios públicos (agua, luz, cloacas), marketing y ventas. Como resultado, en el corto plazo, la capacidad de la oferta para responder a aumentos repentinos en la demanda es bastante limitada. Aunque es posible realizar ajustes y acelerar algunos proyectos, la nueva obra que se va a edificar en los próximos 2 o 3 años corresponde en gran medida a las expectativas de los promotores durante un periodo similar en el pasado. Esta limitación se refleja en una curva de oferta de vivienda a corto plazo muy inelástica (que se muestra en violeta en la figura 10): sólo se pueden añadir rápidamente unas pocas unidades adicionales a las ya previstas. Cuando la demanda aumenta inesperadamente (de D_1 a D_2), ello puede provocar una explosión repentina en los precios (P_{boom}).

En un mundo plenamente racional, los compradores no deberían pagar significativamente más que el precio de equilibrio a largo plazo (P^*) por un bien duradero como la vivienda. Ello es así porque, con expectativas perfectamente racionales, los precios deberían volver a P^* en 2-3 años. Sin embargo, en situaciones como estas, la mayoría de los consumidores están efectivamente dispuestos a pagar precios inflados, especialmente cuando financian sus compras con fondos prestados. En mi opinión, parte del problema radica en que las regulaciones de los bancos centrales permiten basar la tasación hipotecaria en los valores de mercado corrientes, en lugar de en expectativas basadas en sus fundamentos a largo plazo (Saiz, 2019).

La veloz evolución de los precios, desplazándose a lo largo de la línea de oferta púrpura desde P_1 a P_{boom} , puede a su vez generar expectativas de inflación futura.

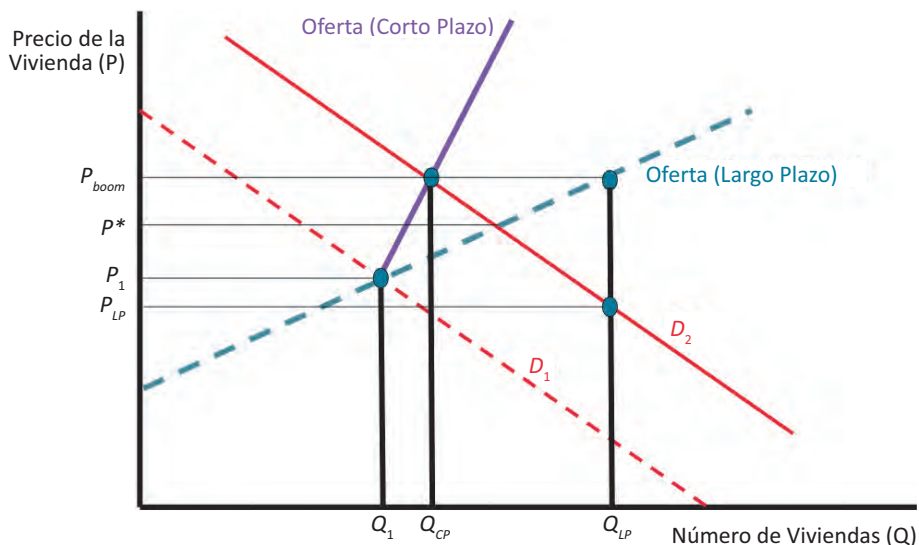
Esto sucede si los productores y consumidores creen que la reciente revalorización de los activos inmobiliarios predice un ulterior crecimiento de la demanda en años vinientes. De ser así, podrían atribuir erróneamente el aumento de precios causado por la inelasticidad de la oferta a corto plazo a un impulso de la demanda mayor del que va a existir realmente.

Las altas valoraciones del ladrillo en P_{boom} , van a motivar a los desarrolladores a producir y vender tantas unidades como sea posible. A ese precio, se pueden producir hasta Q_{LP} unidades de manera rentable. La cuestión de si los desarrolladores realmente creen que los precios durante el *boom* perdurarán en el futuro solamente afecta la rapidez con la que se quieran desembarazar del inventario nuevo. Si los desarrolladores creen (correctamente) que los precios van a bajar, todavía les resulta rentable construir un número excesivo de casas $Q_{LP} - Q_1$, pero asegurándose de hacerlo lo suficientemente rápido como para descargar sus inventarios antes de que aquello suceda. Si los promotores también están atrapados en expectativas similares a las de los consumidores durante la burbuja, creyendo que los precios a largo plazo se mantendrán en P_{boom} , entonces serán más lentos en generar un excedente.

A nivel mundial, las áreas que ya estaban experimentando un rápido crecimiento de la demanda antes de la burbuja sufrieron ciclos más severos de auge y caída de los precios en el periodo 2000-2011. En estas ciudades, es más difícil para los compradores de viviendas y especuladores determinar en qué medida los precios exorbitantes (P_{boom}) y el *boom* de la construcción ($Q_{LP} - Q_1$) se deben al verdadero crecimiento de la demanda, frente a la exuberancia del mercado. Por otro lado, en áreas con muy lento crecimiento de la demanda antes de la burbuja, la perspectiva de un gran aumento del desarrollo inmobiliario ($Q_{LP} - Q_1$) se antoja como muy poco realista para los participantes del mercado, lo que tal vez conlleve una menor sobreoferta.

Las expectativas entorno al auge de precios deben eventualmente alinearse con la realidad. Dadas una oferta potencial de Q_{LP} , las valoraciones establecidas durante el *boom*, y teniendo en cuenta la durabilidad del parque de viviendas, el nuevo equilibrio del mercado debería volver a aquellos niveles basados en los factores fundamentales que sostienen la demanda. D_2 en la figura 10, ya reflejaba capacidad real de los hogares para sostener los costos de la vivienda bajo una apreciación futura razonable. Por lo tanto, el pinchazo de la burbuja conducirá a una corrección muy severa en el valor inmobiliario, de P_{boom} a P_{LP} , ya que

Figura 10. Inelasticidad relativa a corto plazo.



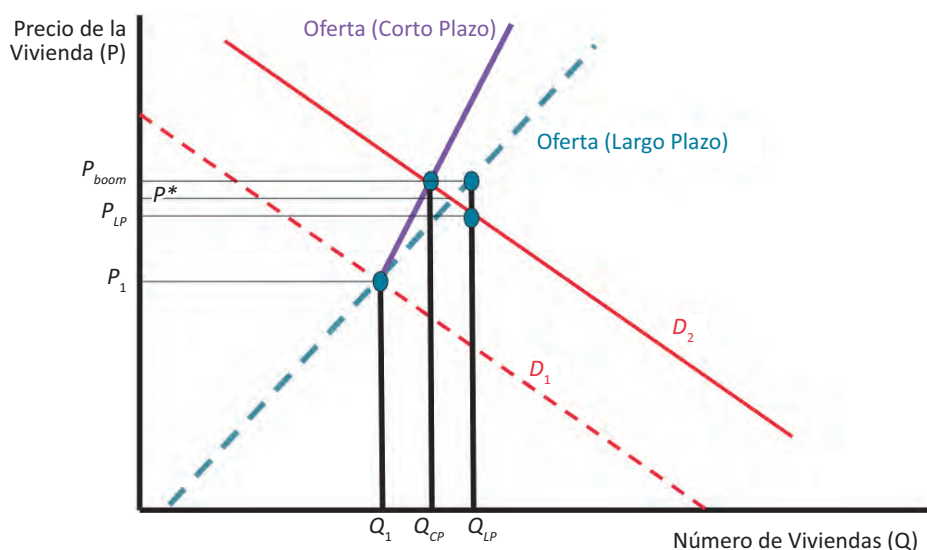
el mercado estaba sobre-construido y la oferta de viviendas es ahora completamente inelástica en su trayectoria descendente. Por lo tanto, la disparidad entre las pendientes de la oferta de vivienda a corto y largo plazo es determinante para explicar los ciclos de construcción excesiva durante cambios significativos de la demanda, tales como los provocados por la rápida disminución de las tasas hipotecarias o las entradas de capital extranjero.

Algunos observadores proponen, equivocadamente, limitar el desarrollo inmobiliario para prevenir estos ciclos. Los defensores de este punto de vista creen que los ciclos de auge y caída de los precios son el resultado de una liberalización excesiva del mercado de suelo, enmarcado en un proceso de desarrollo de libre empresa demasiado especulativo. De hecho, ocurre todo lo contrario, ya que las limitaciones en la oferta de suelo son demasiado estrictas en la mayoría de las grandes ciudades del mundo desarrollado. En ellas, es muy difícil encontrar parcelas u oportunidades de reurbanización en buenas ubicaciones.

Considérese la figura 11, que contempla la situación de una ciudad con una oferta de vivienda a largo plazo muy inelástica. En este caso, la pendiente de la oferta a largo plazo ya es muy pronunciada, por lo que las diferencias entre la oferta a corto y largo plazo son menores. Es cierto que esto puede resultar una menor propensión a las burbujas, reduciéndose la magnitud del ciclo

inmobiliario. Pero si bien las políticas anti-oferta frenan el desarrollo y podrían reducir la brecha entre la construcción a largo y corto plazo, esto equivale a curar la enfermedad matando al paciente. El mercado inmobiliario se vuelve ahora cada vez más inasequible, reaccionando excesivamente a cualquier fuente de crecimiento de la demanda. La mayoría de las familias van a tener problemas para pagar los alquileres o las hipotecas, facilitándose el desplazamiento de los hogares más vulnerables. Por lo tanto, las políticas basadas en la anti-liberalización del mercado de suelo pueden resultar siendo profundamente regresivas, aunque no fuera ello su intención.

Figura 11. Políticas anti-desarrollo.



Si las autoridades intentan limitar el desarrollo inmobiliario de manera anti-cíclica pueden surgir problemas adicionales. Ya que los reguladores no conocen exactamente la naturaleza de los *shocks* que están afectando al mercado inmobiliario, se pueden confundir las presiones de demanda fundamentales por dinámicas irracionales. Por lo tanto, es mejor que los responsables de políticas locales siempre habiliten suelo abundante para el futuro, tal vez incluso para dar cabida al crecimiento esperado en las próximas dos o tres décadas. Jugar a predecir la demanda de suelo en los próximos 2 o 3 años, expandiendo o contrayendo el número de parcelas urbanizables a discreción, acaba convirtiendo al municipio en el tan denostado especulador al que se intentaba regular.

En situaciones en las que las autoridades sospechan que el mercado se está sobrecalentando (con temores fundamentados entorno al exceso de construcción), es mejor implementar políticas macroprudenciales a nivel estatal (Saiz, 2019): por ejemplo, restringiendo el crédito hipotecario a valores inmobiliarios que correspondan solamente al nivel esperado de precios en equilibrio a largo plazo (P^* , en la figura 10).

7. DETERMINANTES EMPÍRICOS DE LA ELASTICIDAD DE LA OFERTA A LARGO PLAZO

Ya que, en última instancia, los valores de los inmuebles tienden a volver a su equilibrio, la forma que toma la función de oferta a largo plazo es crítica para comprender el mercado inmobiliario. Tal función difiere entre áreas metropolitanas, por razones que los economistas vamos comprendiendo mejor. En general, el trabajo empírico representa los precios y cantidades en logaritmos, suponiéndose que las elasticidades son constantes. En otras palabras, la mayor parte de la literatura establece una relación logarítmica lineal entre el valor de la vivienda y el número de unidades en el mercado. Esto se explica en parte por el buen ajuste empírico de dicha relación log-lineal, pero también por la escasez de datos con los que tienen que lidiar la mayoría de estos estudios. Sin duda, las investigaciones futuras deberían explorar relaciones más complejas entre el parque de viviendas y su precio de oferta.

Para estimar la pendiente de la función de oferta a largo plazo, debemos primero aceptar que la relación entre los precios y el parque de viviendas es, de hecho, relativamente estable. Esta es una buena suposición, porque las políticas de uso del suelo y la disponibilidad de parcelas edificables cambian muy lentamente y, como vimos antes, determinan en gran medida los valores de la función de oferta.

Si bien durante largos periodos de tiempo las políticas de uso del suelo tienen un impacto gradual, las ciudades pueden experimentar fluctuaciones puntuales en la liberación de parcelas edificables. De manera similar, los costes de construcción cambian año tras año, a veces sustancialmente. Finalmente, el coste de las parcelas para el desarrollador de viviendas también puede fluctuar, tal vez debido a cambios en el valor de usos alternativos, tales como la logística, el comercio o la agricultura. Todos estos factores implican cambios discretos en la oferta de vivienda. Por lo tanto, si bien el supuesto de considerar una elasticidad relativamente estable es sensato, es necesario implementar técnicas econométricas para evitar confundir los *shocks* provenientes por parte de la oferta y de la demanda, como veremos más adelante.

La mayor parte de las investigaciones empíricas entorno a los determinantes de la elasticidad de la oferta se basan en uno de los dos enfoques siguientes: series temporales (con o sin ajuste dinámico); o estática comparativa usando diferencias entre equilibrios.

7.1. Enfoque de series temporales

De acuerdo con este enfoque, los investigadores comparan cambios anuales en el parque de viviendas en un área específica (es decir, la nueva construcción menos las demoliciones) con cambios en los precios. Consideremos la siguiente función log-lineal de oferta de vivienda en la ciudad i en el periodo t (año, semestre, trimestre, o mes):

$$\ln Q_{it} = \beta \ln P_{it} + \alpha_{it} + u_{it} \quad (6)$$

Aquí α_{it} un efecto idiosincrático local y temporal, debido a las razones antes mencionadas, tales como tendencias divergentes en los costes locales de construcción. β es la elasticidad de la oferta de vivienda. u_{it} captura otras variables no observadas con esperanza matemática cero. Consideremos a continuación el diferencial de la ecuación anterior, restando del valor de las variables en el momento t su contraparte en el momento $t-1$:

$$\Delta \ln Q_{it} = \beta \Delta \ln P_{it} + \Delta \alpha_{it} + \Delta u_{it} \quad (7)$$

el operador Δ captura las diferencias de las variables entre periodos adyacentes (cambios mensuales, trimestrales o anuales, por ejemplo). Esta ecuación es similar al modelo estimado en varios artículos, en particular los de Green, Malpezzi y Mayo (2005) y Mayer y Sommerville (2000). Lerbs (2014) también estima modelos similares en Alemania.

Tal y como mostraremos más adelante, $\Delta \ln P_{it}$ depende simultáneamente de los *shocks* de demanda y, por lo tanto, está mecánicamente correlacionado con Δu_{it} . Además, $\Delta \alpha_{it}$ también podría estar correlacionado con *shocks* de demanda no observables. Por lo tanto, se deben utilizar variables instrumentales (IV) adecuadas para predecir $\Delta \ln P_{it}$ (Angrist et al., 1996), o bien modelizar cuidadosamente una serie de ecuaciones estructurales identificables para los diferentes componentes de la oferta y la demanda de vivienda.

La principal ventaja de la estimación de series temporales es que nos permite encontrar un parámetro de elasticidad de la oferta para cada ciudad o región

individual. Por ejemplo, se puede aplicar por separado a la función de oferta estatal, así como a la oferta de vivienda en Barcelona. También puede ser más fácil justificar que los *shocks* anuales de oferta α_{it} son relativamente más exógenos que las tendencias de largo plazo que afectan los cambios en los costes de construcción o la disponibilidad de suelo.

Por otro lado, una de las carencias de la especificación anterior es que es difícil encontrar variables instrumentales para las fluctuaciones anuales de la demanda. Además, una especificación en primeras diferencias está plagada de errores de medición en $\ln P_{it}$. La varianza de Δu_{it} suele resultar, por tanto, desmesurada en comparación con la varianza en la señal de la variable independiente. Teniendo en cuenta que las series temporales disponibles son aún bastante cortas, las estimaciones de estos modelos suelen ser imprecisas, incluso si tuviéramos fuentes exógenas apropiadas para modelar la evolución anual de la demanda.

Los problemas de estimación clásicos de las series temporales o de paneles dinámicos también pueden hacer que las elasticidades calculadas utilizando este enfoque sean altamente volátiles. La falta de estacionariedad de las variables en primeras diferencias puede surgir como problema (Mauricio, 2007). Sin embargo, si creemos en la estabilidad de la ecuación de oferta, los precios y el *stock* de vivienda deberían estar cointegrados a largo plazo. Esto sugiere implementar modelos de corrección de errores, donde la oferta se adapta lentamente hacia su equilibrio. Concretamente, consideremos el movimiento a lo largo de la función de oferta para satisfacer un cambio de demanda que conduce a un precio de equilibrio P_i^* y a una oferta nocional a largo plazo de Q_i^* :

$$\ln Q_i^* = \beta \ln P_i^* + \alpha_i \quad (8)$$

Sin embargo, ahora vamos a considerar que ajuste del *stock* actual a su equilibrio final ocurre sólo parcialmente cada año:

$$\Delta \ln Q_{it} = \lambda (\ln Q_i^* - \ln Q_{it-1}) + \Delta u_{it} \quad (9)$$

La combinación de ambas ecuaciones conduce a una especificación empírica tal y como:

$$\Delta \ln Q_{it} = \lambda (\beta \ln P_i^* + \alpha_i - \ln Q_{it-1}) + \Delta u_{it} \quad (10)$$

Por lo general, el modelo se estima incluyendo también parámetros de autocorrelación de la oferta. Teniendo en cuenta $\ln Q_{it-1} = \ln Q_{it-2} + \Delta \ln Q_{it-1}$, podemos obtener:

$$\Delta \ln Q_{it} = \lambda(\beta \ln P_i^* + \alpha_i - \Delta \ln Q_{it-1} - \ln Q_{it-2}) + \Delta u_{it} \quad (11)$$

Esta ecuación se puede extender a valores pasados recursivamente para incluir un mayor número de términos de autocorrelación. También se puede modelar un proceso de ajuste de precios y suponer que los *shocks* de demanda están autocorrelacionados. Ambos factores inducen autocorrelaciones positivas a corto plazo entre los flujos netos anuales de construcción. La estimación de esta ecuación puede complementarse mediante el uso de otros controles. Por ejemplo, Ball et al. (2010), Wheaton et al. (2014) y Stevenson y Young (2014) implementan dichos procesos de ajuste de corrección de errores para estimar funciones de oferta para diversas áreas metropolitanas en el Reino Unido, Estados Unidos e Irlanda, respectivamente. Taltavull (2006) utiliza un modelo similar para estimar una elasticidad de oferta media de 0,86 para España.

Como hemos argumentado, las elasticidades resultantes de este tipo de estimación tienden a ser bastante volátiles. Por ejemplo, utilizando un enfoque de series temporales, Arrazola et al (2015) encuentran que las estimaciones de la elasticidad de la oferta nacional en España fluctúan entre 0,43 y 1,31, dependiendo de los supuestos del modelo.

La ecuación (11) utiliza el precio de equilibrio $\ln P_i^*$, basado en la solución de la ecuación (8), sujeto a la demanda a largo plazo. En la práctica, se desconoce tanto la magnitud exacta de la demanda futura, como el proceso de formación de expectativas sobre los precios de equilibrio a largo plazo. Por lo tanto, las estimaciones de estos modelos tienen que basarse en supuesto adicionales tales como: a) estimar las ecuaciones bajo expectativas racionales a largo plazo (por ejemplo, utilizando previsiones de demanda a largo plazo para instrumentar $\ln P_i^*$); b) establecer y estimar otro modelo de ajuste para los precios anuales P_{it} ; o c) parametrizar los precios a largo plazo utilizando otras variables, por ejemplo, suponiendo que los valores de la vivienda tienden a convergir hacia una relación fija entre precios e ingresos familiares a largo plazo, como en Malpezzi (1999). Dependiendo del enfoque, el econometrista parametrizará un modelo que se ajuste a los cambios anuales en los precios, a la nueva construcción, o ambos. Desgraciadamente, a mayores supuestos adicionales, más probable resultará el exacerbar la volatilidad de los parámetros estimados.

Además, en mi opinión, los estudios que utilizan datos de alta frecuencia (mensuales, trimestrales o anuales) no son capaces de distinguir netamente entre las elasticidades de la oferta a corto y largo plazo. Como discutimos anteriormente, la respuesta del sector de la construcción difiere ante *shocks* de demanda inesperados. Esto sugiere que los estudios que utilizan series temporales deberían incluir en sus modelos las expectativas de los promotores y constructores, así como la velocidad de transición de la oferta del corto al largo plazo y sus determinantes. Además, se debería considerar como se resuelven las situaciones de desequilibrio, donde los consumidores o productores toman decisiones miopes. En mi opinión, esta literatura actualmente no articula completamente estas cuestiones y sus resultados deben tomarse con cautela.

Sujeto a estas advertencias, Caldera y Johansson (2013) representa uno de los artículos más completos y mejor ejecutados de esta literatura. Los autores estiman la elasticidad precio de la oferta de vivienda en 21 países de la OCDE, basándose en modelos de corrección de errores similar a los descritos anteriormente. Estos autores encuentran diferencias sustanciales en la capacidad de respuesta de la oferta al aumento de precios, según la tabla que reproduce sus resultados a continuación.

Tabla 1. Estimaciones de elasticidad de la oferta nacional en la OCDE
(Caldera y Johansson, 2013).

Australia	0,528
Austria	0,234
Bélgica	0,315
Canadá	1,187
Dinamarca	1,206
Finlandia	0,988
Francia	0,363
Alemania	0,428
Irlanda	0,631
Israel	0,379
Italia	0,258
Japón	0,993
Países Bajos	0,186
Nueva Zelanda	0,705
Noruega	0,486
Polonia	0,442
España	0,452

Suecia	1,381
Suiza	0,146
Reino Unido	0,395
Estados Unidos	2,014

Según estas estimaciones, por ejemplo, un aumento del 10 por ciento en los precios reales de la vivienda (ajustados a la inflación) motivaría a los desarrolladores en los Países Bajos a aumentar la oferta en un poco menos del 2 por ciento del *stock* actual. Sin embargo, el mismo aumento de precios incentivaría a los promotores estadounidenses a construir una cantidad de viviendas nuevas equivalente al 20 por ciento del *stock* existente.

Muchos países europeos (entre ellos España) muestran elasticidades relativamente bajas, alrededor de 0,4 y oscilando entre 0,2 y 0,6. Obsérvese que las elasticidades nacionales agregan las respuestas de la producción en todas las ciudades del país. Es probable que las familias eviten emigrar a lugares que se están volviendo demasiado caros. Por lo tanto, las estimaciones a nivel estatal reflejan una combinación de elasticidades locales de la oferta, pero también capturan la movilidad de la población hacia áreas con elasticidades más bajas, es decir, con menos impedimentos para la expansión.

7.2. Enfoque de variables “en diferencias”

Un enfoque alternativo busca comparar periodos en los que se supone que el mercado inmobiliario está cerca de su equilibrio a largo plazo. Se trata de un enfoque mucho más simple, que no intenta comprender las dinámicas de corto plazo ni las transiciones hacia el equilibrio. Por lo tanto, es menos adecuado para investigar exhaustivamente la variación en los precios de la vivienda y la construcción a lo largo del ciclo económico y durante burbujas. A pesar de ello, Glaeser, Gyourko y Saiz (2008) o Paciorek (2013) proporcionan vínculos intrigantes entre la oferta a largo plazo y estos factores dinámicos.

Consideremos el operador de cambios Δ_L , que captura las diferencias entre dos supuestos equilibrios de estado estacionario en el mercado inmobiliario (por ejemplo, comparando los precios y el *stock* de viviendas entre 1995 y 2015). Aceptando que la elasticidad permaneció estable durante el periodo elegido, podemos considerar ahora la función de oferta inversa en diferencias:

$$\Delta_L \ln P_i = \frac{1}{\beta} \Delta_L \ln Q_i + \pi_i + e_i \quad (12)$$

Como incluimos sólo dos periodos, vamos a omitir los subíndices temporales en el operador de cambios y a denominar los periodos inicial y final como 0 y 1, respectivamente. Normalmente, los precios de la vivienda se expresarán en términos reales.

Conviene ahora el revisitar la ecuación (5), que describía los precios del alquiler como la suma de una prima por localización, el coste de oportunidad del suelo en uso no-urbano, y los costes de financiación de la construcción: $R_k = LR_k(\bar{d} - d_k, \bar{d}) + r_A + i \cdot CC$. Nos podemos centrar ahora en una ubicación representativa común para comparar precios entre áreas metropolitanas: por ejemplo, las propiedades a 1 kilómetro del centro de sus respectivas ciudades. Dado que ahora mantenemos fija la ubicación intraurbana, la prima por alquiler del suelo pasa a ser solamente una función de la extensión de la ciudad ($\bar{d}$). Siguiendo los supuestos expuestos anteriormente, recordemos que $\bar{d}$ se había convertido a su vez en una función de la población de la ciudad, la densidad media de desarrollo y la proporción de superficie urbanizable. Abusando de la notación, y eliminando el subíndice que caracteriza a cada barrio, podemos expresar la prima de alquiler del suelo urbano como $LR\left(\sqrt{\frac{Q}{q\Lambda\pi}}\right)$. Dividiendo la ecuación (5) por la tasa de rendimiento bruto del alquiler, obtenemos los precios de la vivienda en el formato que sigue:

$$P = \frac{LR\left(\sqrt{\frac{Q}{q\Lambda\pi}}\right) + r_A}{i} + CC \quad (13)$$

Obsérvese que, por la propia definición de la tasa del rendimiento bruto del alquiler, $P = \frac{R}{i}$. Dado que, acorde con (13), los precios de la vivienda pueden descomponerse como la suma de los costes de construcción más el valor implícito del suelo ($P = CC + LV$) se deduce que $d\ln P = \frac{CC}{CC + L} \cdot d\ln CC$. Volviendo a la ecuación empírica (12), y tomando una aproximación de primer orden en diferencias, se puede expresar $\pi_i = \pi + \left(\frac{C_0}{C_0 + L_0}\right) \Delta_L \ln CC + \epsilon_i$. Por lo tanto, podemos finalmente obtener la función de oferta:

$$\left\{ \Delta_L \ln P_i - \left(\frac{CC_0}{CC_0 + L_0}\right) \Delta_L \ln CC \right\} \equiv \Delta_L \ln P_i^* = \pi + \frac{1}{\beta} \Delta_L \ln Q_i + \epsilon_i \quad (14)$$

donde $\varepsilon_i = e_i + \epsilon_i$ es un *shock* de oferta local con un valor esperado de cero. Nótese que, en esta especificación, restamos el impacto de los costes locales de construcción. Así obtenemos una medida del cambio en los precios de oferta que no está afectada mecánicamente por los crecientes costes de edificación ($\Delta_L \ln P_i^*$). Saiz (2010) estima esta ecuación con datos de los EE. UU., ampliándola con tal obtener un parámetro de elasticidad individual para cada ciudad. Con ese fin, podemos relajar el supuesto de una elasticidad única:

$$\Delta_L \ln P_i^* = \pi + \frac{1}{\beta_i} \Delta_L \ln Q_i + \varepsilon_i \quad (15)$$

Por supuesto, la ecuación (15) no se puede estimar tal cual, porque incluye tantos parámetros como observaciones. Sin embargo, debido a que la elasticidad de la oferta depende del mercado del suelo, podemos modelizar la liberación de suelo urbanizable en función de su escasez natural y de aquella definida por las políticas públicas. De esta manera, reducimos en gran medida el número de parámetros. La idea central de Saiz (2010) es que las características geográficas al entorno del centro de cada ciudad (tales como zonas montañosas u océanos) afectan la cantidad de viviendas nuevas que se pueden construir localmente. Además, las políticas locales de uso del suelo pueden resultar bastante restrictivas: dificultando el redesarrollo de parcelas a mayores vuelos, o bien retrasando la obtención de los permisos de edificación. Estas características pueden limitar la cantidad de terreno disponible para el desarrollo inmobiliario, lo que a su vez afecta la oferta de vivienda. Saiz (2010) utiliza varios métodos para medir tales limitaciones, por ejemplo, usando datos obtenidos por satélite para calcular el porcentaje de suelo no urbanizable dentro de cada área metropolitana (una variable que denotaremos por U). También implementa un índice de regulación del uso del suelo que captura la media en que políticas e instituciones locales dificultan el desarrollo inmobiliario (el índice de Wharton, que pasamos a denominar LPI por “Land Policy Index” en inglés). Tomando una aproximación de primer orden, podemos modelar los parámetros de elasticidad inversa locales ($\frac{1}{\beta_i}$) como una función lineal de la escasez natural y la provocada por el hombre, medida por las variables U y LPI:

$$\frac{1}{\beta_i} = \rho_0 + \rho_1 U_i + \rho_2 LPI_i \quad (16)$$

Como tal, la función de oferta final a estimar queda como:

$$\Delta_L \ln P_i^* = \pi + (\rho_0 + \rho_1 U_i + \rho_2 LPI_i) \Delta_L \ln Q_i + \varepsilon_i \quad (17)$$

De hecho, Saiz (2010) halla que la hipótesis de $\rho_0=0$, es consistente con los datos del periodo 1970-2000 en Estados Unidos: la inelasticidad de la oferta parece estar definida exclusivamente por restricciones naturales y de origen humano entorno al suelo urbano. Por tanto, en el contexto estudiado por Saiz (2010), una aproximación adecuada a la función de oferta puede modelizarse mediante:

$$\Delta_L \ln P_i^* = \pi + (\rho_1 U_i + \rho_2 LPI_i) \Delta_L \ln Q_i + \varepsilon_i \quad (18)$$

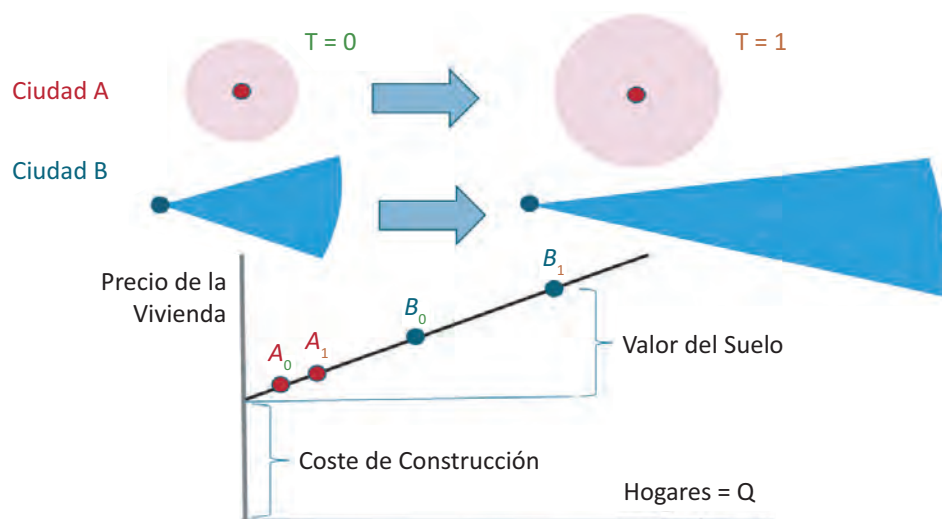
Cabe hacer dos observaciones importantes sobre la naturaleza de la función empírica de oferta de vivienda metropolitana. En primer lugar, obsérvese que el aumento del valor del suelo a medida que crece la demanda de una ciudad es en sí mismo una consecuencia de la competencia de los consumidores por las mejores ubicaciones. Algunos podrían argumentar que la función planteada en (15) no es una verdadera función de “oferta” porque surge también de las decisiones de los consumidores. Yo discreparía de esta opinión, ya que los productores de vivienda (los promotores inmobiliarios) deben comprar suelo para producir y vender su producto: la vivienda. La situación es, por tanto, similar al caso de un mercado perfectamente competitivo expuesto en los libros de texto de microeconomía, en el que los precios de un input pueden aumentar con la demanda si se trata de un factor escaso. Sea como fuere, el funcionamiento interno de los mercados metropolitanos del suelo genera una curva ascendente a lo largo de la cual interactúa el crecimiento de la demanda de vivienda en la ciudad, impulsada principalmente por los nuevos hogares que a ella se mudan.

En segundo lugar, obsérvese que la relación entre la disponibilidad de suelo y la elasticidad de la oferta de vivienda está mediada por el valor del suelo como porcentaje del precio total de la vivienda. Consideremos la figura 12. Muestran dos ciudades con igual población en el momento cero ($T=0$). La ciudad A tiene más suelo disponible. Esquemáticamente, puede expandirse libremente en todas direcciones, mientras que la ciudad B sólo puede hacerlo en un sector reducido del círculo que la rodea. En consecuencia, para dar cabida a la misma población con una densidad similar, el perímetro de la ciudad B tiene que expandirse más. Esto significa que la ciudad B, partiendo de la misma población, tiene un suelo urbano más caro.

Supongamos ahora que la población de ambas ciudades se duplica en un periodo futuro, $T=1$. Como puede verse en el gráfico, para dar cabida a más

población con densidades similares, ambas ciudades deben ampliar sus límites. Aunque ahora la ciudad B se extiende mucho más lejos, el incremento porcentual de la distancia desde el borde hasta el centro es el mismo en ambas ciudades.

Figura 12. Crecimiento y suelo urbano: efecto de apalancamiento.



Con algunos supuestos técnicos, también es posible que el aumento proporcional del valor del suelo sea el mismo en ambas ciudades. Sin embargo, en esta situación entra en juego un efecto de “apalancamiento” del suelo (Bostic et al., 2007). Consideremos la función de oferta que se muestra en la parte inferior de la figura 12. A_0 representa la función de oferta en la ciudad A en el momento cero, y la misma lógica en la notación se aplica a los demás puntos. En la ciudad A , por ejemplo, el valor del suelo puede duplicarse, pero como el suelo representa un pequeño porcentaje del coste de la vivienda, tendrá un impacto porcentual pequeño en los precios. En la ciudad B , sin embargo, el valor del suelo ya representaba una gran parte del coste de la vivienda en el momento 0. Si el valor del suelo se duplica, su impacto proporcional sobre el precio de la vivienda en B será muy grande. Dado que el impacto porcentual del aumento de la oferta sobre los precios es mucho mayor en la ciudad B que en A , la oferta de vivienda es más inelástica en la primera.

7.3. Endogeneidades

La ecuación (18) todavía está afectada por problemas de endogeneidad. Consideremos el cambio simultáneo en la demanda de vivienda en la ciudad i :

$$\Delta_L \ln Q_i = \theta_i - \delta \cdot \Delta_L \ln P_i + X'_i \Omega + v_i \quad (19)$$

Claramente, $\Delta_L \ln Q_i$ está simultáneamente causado por $\Delta_L \ln P_i$, esperándose una elasticidad de demanda negativa. A medida que los precios locales aumentan impulsados por una oferta más cara, los consumidores querrán menos viviendas en la ciudad. Para identificar la ecuación (18), sin embargo, podemos utilizar *shocks* de demanda que sean exógenos a la ecuación de oferta *después de restar el impacto de los costes de construcción*. Estas “variables instrumentales” conforman un subconjunto del vector X'_i . En realidad, la mayoría de los impulsores de la demanda pueden considerarse como candidatos a variables instrumentales. Ello es así porque es poco probable que hayan incidido directamente en los cambios en la disponibilidad del suelo. La correlación entre las variables demanda y la oferta aparece probablemente solo a través de su incidencia en los costes de construcción, por los cuales se está controlando explícitamente. Por ejemplo, la proporción del empleo local en industrias de alta tecnología en 1995 es un predictor muy fuerte del crecimiento del empleo y, por lo tanto, de la demanda de vivienda en cada área metropolitana entre 1995 y 2015. Sin embargo, es poco probable que esté asociado con cambios residuales en la oferta de suelo observados durante el periodo, *después de modelizarse explícitamente el impacto de las regulaciones y los costos de construcción*.

Debido a que las políticas locales de suelo podrían ser potencialmente endógenas a los cambios en su valoración, también se pueden utilizar variables instrumentales para LPI_i . Sin embargo, en la práctica, asumir LPI_i que es exógeno no parece afectar mucho a los coeficientes estimados en Saiz (2010).

Nótese que, generalmente, no representa un problema el que las regulaciones y la disponibilidad natural del suelo también afecten a la demanda, incluso después de controlar por X'_i . En este caso la ecuación de la demanda quedaría como:

$$\Delta_L \ln Q_i = \theta_i - \delta \cdot \Delta_L \ln P_i + X'_i \Omega + \gamma_1 U_i + \gamma_2 LPI_i + v_i \quad (20)$$

Debido a que no pretendemos identificar los parámetros en la ecuación de demanda (γ_1 y γ_2), seguimos necesitando solamente dos instrumentos dentro del conjunto X'_i para identificar los dos parámetros relevantes en (18), ρ_1 y ρ_2 .

Utilizando este enfoque, Saiz (2010) encuentra que la elasticidad promedio de la oferta en las ciudades estadounidenses es de alrededor de 1,54. Sin embargo, existen diferencias muy grandes entre áreas metropolitanas con, por ejemplo, una estimación de 0,63 para Los Ángeles (California) frente a 2,64 en Columbus (Ohio). Una metodología similar se ha aplicado para China (Wang et al., 2012), Finlandia (Okairinen et al., 2015), Alemania (Beze, 2023) o Italia (Acceturo et al., 2023). Más recientemente, Baum-Snow y Han (2024) utilizan un enfoque paralelo para estimar las elasticidades de la oferta de vivienda en todos los barrios de Estados Unidos y encuentran un promedio de dicho parámetro de 0,3. Debido a que esperamos que los nuevos hogares se muden sistemáticamente a vecindarios más elásticos (donde existe obra nueva que los acomode), tales estimaciones a nivel de vecindario no pueden compararse directamente con parámetros a nivel nacional o metropolitano.

7.4. Determinantes de la política de suelo municipal

Empíricamente, las políticas y regulaciones restrictivas que dificultan y ralentizan el desarrollo inmobiliario (reflejadas en el LPI) son determinantes de la escasez de suelo y la inasequibilidad de la vivienda en todo el mundo. A pesar del escepticismo de algunos (Been et al. 2019), la evidencia sobre este vínculo es muy sólida. La investigación es más extensa en los EE. UU., como se recoge en Molloy (2020). Sin embargo, también tenemos evidencia de otros países, como en los estudios de: Vermeulen y Van Ommeren (2009) en los Países Bajos; Hilber y Vermeulen (2016) en el Reino Unido; Wenquan et al (2016) en China; Verde y col. (2016) en Canadá; Ay et al. (2018) en Francia; Buechler y cols. (2012) en Suiza; o De Jorge y De Jorge (2021) en España.

Mientras que los efectos de las políticas locales anti-desarrollo inmobiliario están claras, sus orígenes también son interesantes de estudiar. Es necesario destacar aquí los excelentes estudios del caso español ofrecidos por Sole-Ollé y Viladecans-Marsal (2012, 2013) que demuestran la importancia de los lobbies inmobiliarios y las ideologías políticas en estas cuestiones. García-López et al. (2015) evidencian cómo la llegada de una autovía incrementa la liberación de más suelo urbano, lo cual sugiere que los Ayuntamientos no son inmunes a los incentivos económicos.

La importancia de las políticas de suelo local aun genera preguntas abiertas: ¿las políticas anti-desarrollo impactan directamente en la escasez de parcelas o principalmente a través de largos retrasos en el proceso de edificación? ¿Cuál

es la importancia de las regulaciones entorno a la reurbanización en áreas densas, en contraposición a su efecto sobre la disponibilidad de suelo en áreas suburbanas? ¿Cuáles son los otros determinantes de las propias decisiones políticas? En España, por ejemplo, Montalvo (2000) sostenía que la cantidad de suelo urbanizable no estaba excesivamente restringida. Esto sugiere que el problema en nuestro país podría radicar no solamente en la cantidad, si no en el lugar donde la oferta de suelo está limitada; en la oposición al redesarrollo en áreas centrales; y en los retrasos burocráticos.

Estas preguntas merecen más investigación y mayor atención por parte de los formuladores de políticas. Al fin y al cabo, además de identificar los parámetros de oferta como se aparecen en la actualidad, el objetivo del “economista como ingeniero” (Roth, 2002) es ayudar a los responsables de las políticas a cambiar los actuales marcos institucionales y regulatorios para hacer que la vivienda sea más abundante y asequible.

8. CONCLUSIÓN

La curva de oferta a largo plazo captura cómo reacciona el sector de construcción ante las crecientes presiones de la demanda. Su forma determina si estas presiones se traducen principalmente en precios más altos (oferta inelástica) o en más construcción, con un crecimiento de precios sólo modesto (oferta elástica). Por lo tanto, comprender la forma de esta función es de suma importancia para entender la falta de asequibilidad de la vivienda y para explicar el crecimiento de las ciudades.

En este capítulo hemos analizado algunas de las cuestiones de primer orden relativas a la oferta inmobiliaria. El punto mínimo de la función de oferta está determinado por los costes de edificación, mientras su forma depende de la apreciación del valor del suelo a medida que crece la ciudad. Por lo tanto, los costes de construcción son un elemento clave para explicar el nivel mínimo del precio de la vivienda, especialmente fuera de áreas céntricas en las ciudades más grandes. Hemos identificado, también, la existencia de asimetrías entre mercados en crecimiento y áreas en declive. La durabilidad de los activos inmobiliarios resulta crítica para comprender las dinámicas socioeconómicas en ciudades o barrios relativamente deprimidos. También desempeña un papel fundamental en los ciclos de auge y caída de los valores inmobiliarios.

Así mismo, hemos discutido las diferencias entre la función de oferta a largo plazo (la cual incorpora la respuesta de los desolladores al crecimiento futuro

esperado) y la función de oferta a corto plazo (que refleja la respuesta a *shocks* positivos de demanda repentinos e inesperados). Una representación esquemática de estas dos curvas nos ha ofrecido ideas básicas sobre los procesos que atraviesan los mercados inmobiliarios en situaciones de burbujas y sus pinchazos. Sin embargo, la dinámica exacta del mercado depende fundamentalmente de la naturaleza de las expectativas de los compradores (racionales o miopes), la velocidad de ajuste de los constructores y el comportamiento de los agentes económicos en condiciones de desequilibrio.

En el capítulo describimos los dos enfoques principales utilizados para estimar elasticidades de oferta a largo plazo. Los modelos basados en series temporales permiten calcular parámetros para países o ciudades individuales, pero tienden a producir estimadores volátiles que no distinguen entre parámetros de largo y corto plazo. Los modelos en diferencias requieren de una muestra grande de ciudades, de datos sobre los determinantes de la disponibilidad local de suelo, y necesitan que los puntos iniciales y finales representen equilibrios del mercado inmobiliario. Ambos tipos de modelo suponen que las elasticidades relevantes son relativamente estables en el tiempo.

Estamos empezando a entender mejor la economía de la oferta de vivienda. Sin embargo, el trabajo futuro, tanto en investigación como en políticas, debería profundizar más en la búsqueda de mecanismos específicos para mejorar las instituciones nacionales y municipales con el fin de liberar suelo para que aumente la oferta y hacer que la vivienda sea más asequible.

BIBLIOGRAFÍA

- Accetturo, A., Lamorgese, A.R., Mocetti, S. y Pellegrino, D. (2021). “Housing supply elasticity and growth: Evidence from Italian cities”. *Journal of Economic Geography* 21, n.º. 3: 367-396.
- Agencia Tributaria de Catalunya (ATC). Valores básicos Inmuebles urbanos suelo, construcción, índices correctores (2021). Available on 5/1/2024 at: https://atc.gencat.cat/web/.content/documents/valoracions/vbasics/2021/valors_basics_urbana_catalunya_2021_es.pdf
- Ahlfeldt, G.M. y McMillen, D.P. (2018). “Tall buildings and land values: Height and construction cost elasticities in Chicago, 1870-2010”. *Review of Economics and Statistics* 100, n.º. 5: 861-875.

- Angrist, J.D., Imbens, G.W. y Rubin, D.B. (1996). "Identification of causal effects using instrumental variables". *Journal of the American statistical Association* 91, n° 434: 444-455.
- Arrazola, M., de Hevia, J., Romero-Jordán, D. y Sanz-Sanz, J.F. (2015). "Long-run supply and demand elasticities in the Spanish housing market". *Journal of Real Estate Research* 37, n° 3: 371-404.
- Ay, J.-S., Cavailhès, J., Mohamed Hila, M. y Le Gallo, J. (2018). "Does issuing building permits reduce the cost of land? An estimation based on the demand for building land in France". *Economie Et Statistique* 500, n° 1: 45-67.
- Ball, M., Meen, G. y Nygaard, C. (2010). "Housing supply price elasticities revisited: Evidence from international, national, local and company data". *Journal of Housing Economics* 19, n° 4: 255-268.
- Baum-Snow, N. y Han, L. (2024). "The microgeography of housing supply". *Journal of Political Economy* 132, n° 6.
- Been, V., Gould Ellen, I. y O'Regan, K. (2019). "Supply skepticism: Housing supply and affordability". *Housing Policy Debate* 29, n° 1: 25-40.
- Beze, E. (2023). *Geographic constraints and the housing supply elasticity in Germany*, n° 1003. Ruhr Economic Papers.
- Bokhari, S. y Geltner, D. (2018). "Characteristics of depreciation in commercial and multifamily property: An investment perspective". *Real Estate Economics* 46, n° 4: 745-782.
- Bottini, N. y Molnár, M. (2011). "How large are competitive pressures in services markets? Estimation of mark-ups for selected OECD countries". *OECD Journal: Economic Studies* 2010, n° 1: 1-51.
- Büchler, S., Ehrlich, M.V. y Schöni, O. (2021). "The amplifying effect of capitalization rates on housing supply". *Journal of urban economics* 126: 103-370.
- Caldera, A. y Johansson, Å. (2013). "The price responsiveness of housing supply in OECD countries". *Journal of Housing Economics* 22, n° 3: 231-249.
- Carliner, G. (1973). "Income elasticity of housing demand". *The Review of Economics and Statistics*: 528-532.
- De Jorge-Huertas, V. y De Jorge-Moreno, J. (2021). "Analysis of the effects of (de) regulation on housing prices in Spain 1977-2019". *Journal of Economic Studies* 48, n° 6: 1194-1206.

- Emrath, P. (2018). "More New Homes Needed to Replace Older Stock". National association of Home Builders.
- García-López, M.-À., Solé-Ollé, A. y Viladecans-Marsal, E. (2015). "Does zoning follow highways?" *Regional Science and Urban Economics* 53: 148-155.
- García Montalvo, J. (2000). "El precio del suelo: la polémica interminable". *García-Mila (Ed.), Nuevas Fronteras de la Política Económica, CREI and Universitat Pompeu Fabra*.
- Glaeser, E. y Gyourko, J. (2005). "Urban decline and durable housing". *Journal of political economy* 113, n.º. 2: 345-375.
- Glaeser, E. y Gyourko, J. (2018). "The economic implications of housing supply". *Journal of economic perspectives* 32, n.º. 1: 3-30.
- Glaeser, E. y Gyourko, J. (2022). "How do we know when housing is "affordable"? 1: Rethinking Federal Housing Policy, 2008." In *The Affordable Housing Reader*, pp. 92-96. Routledge.
- Glaeser, E., Gyourko, J. y Saiz, A. (2008). "Housing supply and housing bubbles". *Journal of urban Economics* 64, n.º. 2: 198-217.
- Green, R.K., Malpezzi, S. y Mayo, S.K. (2005). "Metropolitan-specific estimates of the price elasticity of supply of housing, and their sources." *American Economic Review* 95, n.º. 2: 334-339.
- Green, K.P., Filipowicz, J., Lafleur, S. y Herzog, I. (2016). *The impact of land-use regulation on housing supply in Canada*. Vancouver, Canada: Fraser Institute.
- Günnewig-Mönert, M. y Lyons, R.C. (2024). "Housing prices, costs, and policy: The housing supply equation in Ireland since 1970". *Real Estate Economics*.
- Gyourko, J. y Saiz, A. (2004). "Reinvestment in the housing stock: the role of construction costs and the supply side". *Journal of Urban Economics* 55, n.º. 2: 238-256.
- Gyourko, J. y Saiz, A. (2006). "Construction costs and the supply of housing structure". *Journal of regional Science* 46, n.º. 4: 661-680.
- Hansen, J.L., Formby, J.P. y Smith, W.J. (1996). "The income elasticity of demand for housing: evidence from concentration curves". *Journal of Urban Economics* 39, n.º. 2 (1996): 173-192.
- Hanushek, E.A. y Quigley, J.M. (1980). "What is the price elasticity of housing demand?" *The Review of Economics and Statistics*: 449-454.

- Harding, J.P., Rosenthal, S.S. y Sirmans, C.F. (2007). "Depreciation of housing capital, maintenance, and house price inflation: Estimates from a repeat sales model". *Journal of urban Economics* 61, nº. 2: 193-217.
- Harmon, O.R. (1988). "The income elasticity of demand for single-family owner-occupied housing: An empirical reconciliation". *Journal of Urban Economics* 24, nº. 2: 173-185.
- Hilber, C.A. y Vermeulen, W. (2016). "The impact of supply constraints on house prices in England". *The Economic Journal* 126, nº. 59: 358-405.
- Hill, R.J. (2013). "Hedonic price indexes for residential housing: A survey, evaluation and taxonomy". *Journal of economic surveys* 27, nº. 5: 879-914.
- INE. Notas de Prensa. 30 de junio de 2023.
- Ioannides, Yannis M. y Datcher Loury, Linda (2004). "Job information networks, neighborhood effects, and inequality". *Journal of economic literature* 42, nº. 4: 1056-1093.
- Lee, T.H. y Min Kong, C. (1977). "Elasticities of housing demand". *Southern Economic Journal*: 298-305.
- Lerbs, O.W. (2014). "House prices, housing development costs, and the supply of new single-family housing in German counties and cities". *Journal of Property Research* 31, nº. 3: 183-210.
- Liang, W., Lu, M. y Zhang, H. (2016). "Housing prices raise wages: Estimating the unexpected effects of land supply regulation in China". *Journal of Housing Economics* 33: 70-81.
- Liotta, C., Viguié, V. y Lepetit, Q. (2022). "Testing the monocentric standard urban model in a global sample of cities". *Regional Science and Urban Economics* 97: 103-832.
- Mauricio, J.A. (2007). "Análisis de series temporales". *Universidad Complutense de Madrid*.
- Mayer, C.J. y Somerville, C.T. (2000). "Residential construction: Using the urban growth model to estimate housing supply". *Journal of urban economics* 48, nº. 1: 85-109.
- Molloy, R. (2020). "The effect of housing supply regulation on housing affordability: A review". *Regional science and urban economics* 80, nº. C: 1-5.

- Oikarinen, E., Peltola, R. y Valtonen, E. (2015). "Regional variation in the elasticity of supply of housing, and its determinants: The case of a small sparsely populated country". *Regional Science and Urban Economics* 50: 18-30.
- Paciorek, A. (2013). "Supply constraints and housing market dynamics". *Journal of Urban Economics* 77: 11-26.
- Rogoff, K. y Yang, Y. (2021). "Has China's housing production peaked?" *China & World Economy* 29, n.º. 1: 1-31.
- Roth, A.E. (2002). "The economist as engineer: Game theory, experimentation, and computation as tools for design economics" *Econometrica* 70, n.º. 4: 1341-1378.
- Saiz, A. (2010). "The geographic determinants of housing supply". *The Quarterly Journal of Economics* 125, n.º. 3: 1253-1296.
- Saiz, A. (2019). "Some brief thoughts on housing supply and policy". *Hot Property: The Housing Market in Major Cities*: 109-119.
- Saiz, A., Cuellar Ceron, A., Rodríguez, L. y Ganitsky White, R. (2022). "Confronting the Housing Challenge in Latin America Part I–Reflections on the Evolution of the Housing Market in Latin America: Realities and Dreams". *MIT Center for Real Estate Research Paper* 22/11.
- Saiz, A. (2023). "The global housing affordability crisis: Policy options and strategies". *MIT Center for Real Estate Research Paper* 23/01.
- Solé-Ollé, A. y Viladecans-Marsal, E. (2012). "Lobbying, political competition, and local land supply: Recent evidence from Spain". *Journal of Public economics* 96, n.º. 1-2: 10-19.
- Solé-Ollé, A. y Viladecans-Marsal, E. (2013). "Do political parties' matter for local land use policies?" *Journal of Urban Economics* 78: 42-56.
- Stevenson, S. y James Young, J. (2014). "A multiple error-correction model of housing supply". *Housing Studies* 29, n.º. 3: 362-379.
- Taltavull de la Paz, P. (2006). "La oferta de viviendas y el mercado inmobiliario en España". *Papeles de Economía Española* 109: 156-181.
- Taltavull de La Paz, P. (2012). "The responsiveness of new supply to house prices: a perspective from the Spanish housing market". *Challenges of the Housing Economy: An International Perspective*: 170-194.

- Taltavull de La Paz, P. (2014). "New housing supply and price reactions: Evidence from Spanish markets". *Journal of European Real Estate Research* 7, n°. 1: 4-28.
- Vermeulen, W. y Van Ommeren, J. (2009). "Does land use planning shape regional economies? A simultaneous analysis of housing supply, internal migration and local employment growth in the Netherlands". *Journal of Housing economics* 18, n°. 4: 294-310.
- Wang, S., Chan, S.H. y Xu, B. (2012). "The estimation and determinants of the price elasticity of housing supply: Evidence from China". *Journal of Real Estate Research* 34, n°. 3: 311-344.
- Watts, S., Kalita, N. y Langdon, D. (2007). "Cost model Tall buildings". *Building Magazine*, April 27.
- Wheaton, W.C., Chervachidze, S. y Nechayev, G. (2014). "Error correction models of MSA housing supply elasticities: implications for price recovery".

Capítulo 5

CÓMO AFECTA EL SECTOR INMOBILIARIO AL CICLO ECONÓMICO

Judit Montoriol
CaixaBank Research

Resumen

Los ciclos inmobiliarios tienen una especial relevancia para las fluctuaciones macroeconómicas. Los episodios de *boom* inmobiliario y de caída posterior llevan asociados importantes costes en términos de caídas de producción y estabilidad financiera. La duración e intensidad del impacto de los ciclos inmobiliarios sobre la economía real depende en gran medida de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva.

En este artículo, repasamos los principales canales a través de los cuales las fluctuaciones en el sector inmobiliario inciden sobre el ciclo económico, con especial atención sobre el canal financiero por su efecto amplificador de los *shocks*. También analizamos los distintos factores de oferta y de demanda que determinan el precio de la vivienda, poniendo especial énfasis en aquellos factores que apoyan el crecimiento del precio de la vivienda por encima de su valor fundamental. Unas expectativas de revalorización del precio de la vivienda excesivamente optimistas y una política monetaria demasiado laxa desempeñan un papel relevante en la fase expansiva, ya que favorecen el endeudamiento excesivo de los hogares y de las entidades financieras, y pueden llegar a generar un *boom* de crédito y alimentar la formación de burbujas inmobiliarias apalancadas. Una mayor deuda implica una mayor vulnerabilidad ante descensos de las valoraciones de los activos inmobiliarios que respaldan dicha deuda, afectando la solvencia de las entidades financieras. Así, un ajuste brusco en el mercado inmobiliario puede provocar episodios de inestabilidad financiera e incluso crisis bancarias, que contribuyen a que la crisis económica sea más profunda.

Una vez realizado el repaso de la literatura teórica y empírica más relevante, analizamos los tres ciclos inmobiliarios que ha experimentado la economía

española en el último medio siglo (1973-1982, 1986-1997, 1999-2014). Las consecuencias para la economía real y la estabilidad financiera en cada uno de estos ciclos han sido muy distintas. Por un lado, las fases contractivas del mercado inmobiliario español de 1978-1982 y 2008-2014 desembocaron en crisis bancarias y la pérdida de PIB potencial fue muy sustancial en ambos casos. La crisis de 2008 fue especialmente severa, debido al endeudamiento excesivo de los hogares y de las entidades financieras y al elevado *stock* de vivienda nueva sin vender que limitó la reactivación del sector constructor en la fase de recuperación. En cambio, la caída del precio real de la vivienda en 1992-1997 fue menos intensa y sus consecuencias económicas menos duraderas. Puesto que la fase alcista del sector inmobiliario no fue acompañada por un *boom* en el sector constructor ni un crecimiento excesivo del crédito ni una toma de riesgos excesiva por parte de las entidades financieras.

Los cambios regulatorios, la reestructuración del sector bancario y la adopción de políticas macroprudenciales tras la crisis financiera global (CFG) pueden haber ayudado a mitigar las fluctuaciones en el sector inmobiliario, reduciendo así su relación con el ciclo económico en la actualidad.

1. INTRODUCCIÓN

El sector inmobiliario posee unas características distintivas que hacen que sea un elemento clave en la determinación del ciclo económico. Por una parte, la vivienda es un bien de consumo, que provee de servicios de alojamiento al hogar, pero también es un bien de inversión que desempeña un papel central en el proceso de acumulación de activos no financieros por parte de los hogares. Para la mayoría de los hogares, la vivienda es el activo más importante en sus balances y los préstamos para la adquisición de vivienda son la forma más común de deuda de las familias. En consecuencia, las fluctuaciones en el valor de la vivienda afectan el valor de la garantía que respalda dicha deuda, y ello puede incidir sobre las decisiones de ahorro, consumo y composición de la cartera de inversión de los hogares. Por otra parte, el sector de la construcción de viviendas suele tener un peso relevante en el conjunto de la economía, por lo que las fluctuaciones en la inversión residencial tienen un impacto directo sobre el crecimiento económico.

Otra característica especial del mercado inmobiliario es que la oferta de vivienda es inelástica a corto plazo, ya sea por el tiempo necesario para la construcción de nuevas viviendas o por la falta de disponibilidad de suelo, debido a la

geografía o a una regulación que restringe la construcción. Ello dificulta el ajuste de la oferta ante un *shock* de demanda, por lo que es habitual que se generen desequilibrios en los mercados inmobiliarios. Otros factores, como unas expectativas sobre la evolución futura del precio de la vivienda optimistas, pueden contribuir a alimentar estos desequilibrios entre el precio de la vivienda y sus determinantes fundamentales, como la renta de los hogares o la demografía.

Muchos estudios empíricos muestran que los precios de la vivienda están sujetos a frecuentes episodios de crecimiento que no guardan relación con sus determinantes fundamentales, generando las denominadas burbujas inmobiliarias. Estos episodios alcistas suelen verse amplificados por el canal financiero: el aumento del valor de las garantías inmobiliarias favorece la oferta de crédito y, además, ello suele ir asociado a una relajación de los estándares de concesión de crédito, generando un crecimiento excesivo del crédito y una toma excesiva de riesgos por parte de los prestamistas (Dell’Ariccia, 2012; Jordà et al., 2015; Akin et al., 2014). Una política monetaria laxa por un periodo prolongado de tiempo tiende a impulsar el valor de los activos inmobiliarios, activando el canal financiero descrito. El ajuste posterior en el precio de la vivienda y en el flujo de crédito hacia la economía real cuando estalla la burbuja tiene consecuencias graves y duraderas para el desarrollo económico y financiero (IMF, 2009; Claessens et al., 2012). Así pues, comprender y vigilar el estado del mercado de la vivienda es importante por sus implicaciones sobre la economía real, la solvencia del sector bancario y la estabilidad financiera en general.

En las últimas cinco décadas, España ha experimentado tres ciclos de auge y caída del sector inmobiliario. Los niveles máximos del precio de la vivienda se alcanzaron en el 2T 1978 (segunda crisis del petróleo), el 4T 1991 (crisis europea del tipo cambiario) y el 3T 2007 (crisis financiera global y crisis soberana en la eurozona). La elevada coincidencia de las fases bajistas del precio de la vivienda con las recesiones señaladas por el comité de fechado del ciclo económico en España¹ demuestra la estrecha relación entre el ciclo inmobiliario y el ciclo económico.

¹ En España, el comité de fechado del ciclo de la Asociación Española de Economía establece la fecha de inicio y fin de las recesiones y las expansiones económicas en base a la evolución del PIB y otros indicadores de actividad y del mercado laboral. Las recesiones económicas son periodos durante los que se observa un declive de actividad económica generalizada, que se observa en una mayoría de sectores económicos, y suele durar un periodo de tiempo de dos o más trimestres.

Las consecuencias para la economía real y la estabilidad financiera en cada uno de estos ciclos han sido muy distintas. Por un lado, las fases contractivas del mercado inmobiliario español de 1978-1982 y 2008-2014 desembocaron en crisis bancarias y la pérdida de PIB potencial fue muy sustancial en ambos casos (58,5% y 38,8%, respectivamente, según Laeven y Valencia, 2013). La crisis de 2008 fue especialmente severa y se tardaron casi 9 años en recuperar el nivel de PIB real existente antes de la crisis inmobiliaria. En cambio, la caída del precio real de la vivienda en 1992-1997 fue menos intensa y sus consecuencias económicas menos duraderas. De hecho, el PIB real solamente descendió un 2,8% entre el 1T 1992 y el 2T 1993 y recuperó el nivel precrisis en poco más de 2 años.

Tras la crisis financiera global, las políticas económicas destinadas a mitigar las fluctuaciones en el mercado de la vivienda han cobrado una mayor prioridad para los bancos centrales y las distintas organizaciones internacionales que velan por la estabilidad del sistema financiero global. Dichas políticas tienen como objetivo detectar los desequilibrios en el mercado inmobiliario y tratar de “deshinchar” la burbuja cuando se está gestando frente a la visión predominante antes de la CFG de que su función era la de limpiar los escombros tras su estallido (Greenspan, 2002). Por un lado, se han desarrollado distintas metodologías para identificar cuando los precios de la vivienda muestran signos de sobrevaloración. Por otro lado, las autoridades supervisoras del sector financiero se han dotado en un nuevo conjunto de herramientas macroprudenciales con el objetivo de mitigar las fluctuaciones excesivas en el ciclo del crédito. Los cambios institucionales en este sentido han sido sustanciales. La creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) en 2010 y la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) en España ejemplifican el mayor énfasis en la estabilidad financiera.

Este artículo está organizado de la siguiente forma. En la siguiente sección, describimos los distintos canales de transmisión del ciclo inmobiliario sobre la economía real. En la tercera sección, analizamos los distintos factores de oferta y demanda que determinan los precios de la vivienda, poniendo especial atención en los elementos que alimentan la formación de burbujas inmobiliarias y presentamos algunas estimaciones de los modelos macroeconómicos para la economía española. En la sección 4 analizamos los ciclos inmobiliarios en España en el último medio siglo y sus consecuencias económicas. En la sección 5 mostramos distintos indicadores de sobrevaloración del precio de la vivienda y analizamos la situación actual del mercado inmobiliario español según estos

indicadores. La última sección concluye con unas reflexiones sobre la eficacia de las políticas macroprudenciales en mitigar los ciclos inmobiliarios y las fluctuaciones macroeconómicas.

2. EL PRECIO DE LA VIVIENDA Y EL CICLO ECONÓMICO: UNA RELACIÓN ESTRECHA

Existe una amplia literatura sobre los determinantes de los ciclos inmobiliarios y cómo afectan a la actividad económica. Duca et al. (2021) ofrecen una exhaustiva revisión de la literatura tanto teórica como empírica. La siguiente figura, extraída de este estudio, muestra los múltiples canales a través de los cuales una caída del precio de la vivienda se transmite a la economía real y el papel amplificador del sector financiero. Los mismos mecanismos actúan en sentido inverso, con el aumento del precio de la vivienda.

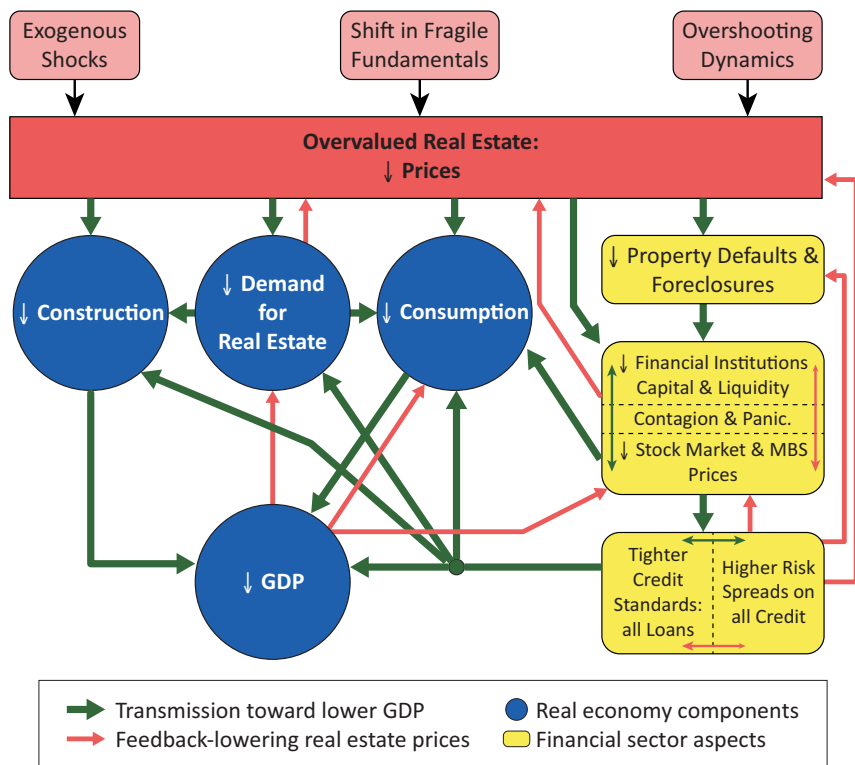
De forma directa, una disminución de los precios de la vivienda tiende a reducir la inversión en construcción residencial al aminorar la rentabilidad esperada de dicha inversión². En efecto, la literatura empírica muestra que existe un fuerte vínculo entre la inversión residencial y el ciclo económico. La inversión residencial es muy volátil, fuertemente procíclica y suele adelantar el ciclo económico. Leamer (2008) popularizó esta visión con su famosa afirmación de que “la vivienda es el ciclo económico”. En su estudio sobre las recesiones de posguerra en EE. UU., Leamer encuentra que la inversión residencial suele actuar como un indicador adelantado de las desaceleraciones de la actividad y, con frecuencia, una causa inmediata. En concreto, los problemas inmobiliarios precedieron a 9 de las 11 recesiones entre el final de la Segunda Guerra Mundial y el comienzo de 2020³. Battistini et al. (2018) también encuentran que las variables del mercado inmobiliario (precio de la vivienda e inversión residencial) tienen un poder predictivo significativo para identificar las recesiones económicas en la eurozona. En España, en el *boom* inmobiliario de la primera mitad de la década

² Adicionalmente, la inversión residencial tiene un elevado efecto arrastre sobre otro tipo de consumo relacionado con los gastos de traslado y las compras de bienes duraderos (electrodomésticos, muebles, etc.), lo que deprime aún más la demanda agregada.

³ Una excepción es la crisis de las puntocom, que fue precedida sólo por una modesta caída del sector inmobiliario. La otra es la recesión de 1953, provocada por la desmovilización tras la guerra de Corea. Ver también Leamer (2015) para las lecciones tras la CFG.

de los 2000, el valor máximo de la inversión residencial se alcanzó en el 4T 2006, 6 trimestres antes de que el PIB empezara a descender.

Figura 1. Canales de transmisión del precio de la vivienda sobre la economía real.



Fuente: Duca et al. (2021).

Un segundo canal opera a través de las expectativas sobre la evolución futura del precio de la vivienda: un descenso del precio hoy suele añadir incertidumbre sobre las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios en el futuro, reduciendo la demanda de vivienda. Dadas las dificultades de ajustar la oferta de vivienda a corto plazo, la caída de la demanda puede generar una acumulación de *stock* de vivienda sin vender, que presiona aún más los precios a la baja. En España, en el periodo 1999-2007 se iniciaron 5,6 millones de viviendas, lo que representa 1,6 viviendas por cada nuevo hogar creado en ese periodo. Este *boom* constructor conllevó la acumulación de un elevado *stock* de vivienda nueva sin vender que todavía sigue siendo considerable (unas 445.000 viviendas en 2022 según estimaciones del Mitma). La recuperación económica tras un *boom*

constructor suele ser más lenta debido a que el tiempo necesario para «digerir» este *stock* se alarga y limita la reactivación del sector de la construcción.

Un tercer canal es la caída del consumo como consecuencia del efecto riqueza, definido como la sensibilidad del consumo de las familias ante la percepción de mayor o menor riqueza debido a la variación del precio de los activos inmobiliarios. Puesto que la vivienda suele ser el activo de mayor valor que poseen los hogares, un descenso de su precio suele reducir el consumo de los hogares. Guerrieri y Mendicino (2018) estiman la propensión marginal a consumir (PMC) de los hogares ante cambios de la riqueza inmobiliaria en varios países europeos y encuentran que, a medio plazo, los hogares españoles incrementan su consumo en hasta 7,5 céntimos por cada euro que suma la riqueza inmobiliaria, una sensibilidad relativamente elevada comparada con un promedio de 2,4 para los 5 países analizados (Alemania, Francia, Italia y Países Bajos, además de España)⁴. El mayor efecto estimado para España posiblemente esté relacionado con el elevado peso de la riqueza inmobiliaria sobre la riqueza total de los hogares (el 80% de los activos de los hogares españoles corresponde a propiedades inmobiliarias en promedio entre 1999 y 2023).

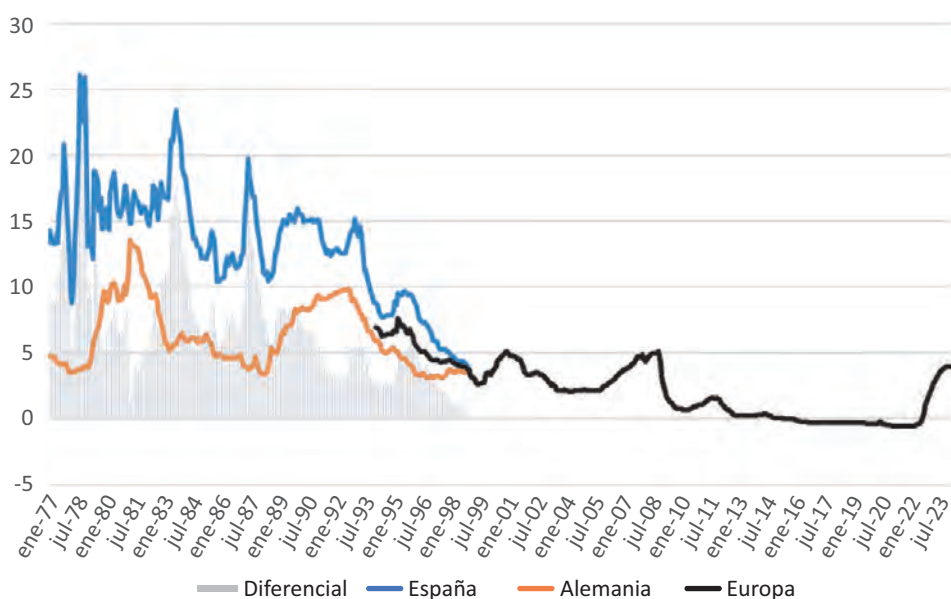
El canal financiero tiende a amplificar esta estrecha relación entre el sector inmobiliario y el ciclo económico⁵, tal y como se ejemplifica en la parte derecha de la figura. En la fase alcista, el aumento del precio de la vivienda incrementa el valor de las garantías que respaldan el crédito hipotecario. Ello tiende a fomentar la concesión de crédito por parte de unas instituciones financieras que a menudo relajan los estándares de concesión de crédito y tienden a asumir mayores riesgos, resultando en un endeudamiento excesivo de los hogares y de las instituciones financieras (Dell’Ariccia, 2012; Akin et al., 2014). La caída de los precios de los activos inmobiliarios da lugar a una pérdida de valor de las garantías hipotecarias y un aumento de la morosidad (créditos dudosos), lo que afecta la fortaleza del balance de las instituciones financieras, y a su vez puede endurecer las condiciones de acceso a la financiación al aumentar la aversión al riesgo (canal de toma de riesgo de crédito o *credit risk-taking channel*) y reducir la oferta de crédito (canal de crédito o *bank lending channel*).

⁴ Bover (2005) estima una propensión marginal a consumir ante cambios de la riqueza inmobiliaria de alrededor de 0,02.

⁵ Bernanke y Gertler (1989) y Kiyotaki y Moore (1997) ponen de relieve la importancia del crédito como acelerador financiero del ciclo económico.

Una política monetaria laxa tiende a reforzar estos mecanismos financieros. En efecto, el mantenimiento de unos tipos de interés bajos por parte de la Fed y el BCE durante los primeros años de la década de los 2000 ha sido ampliamente señalado como precursor de los *boom* inmobiliarios y crediticios que antecedieron la CFG tanto en EE. UU. como en la eurozona (“The financial crisis inquiry report”, 2011; Informe De Larosière, 2009). En la eurozona, la integración de los mercados de capitales europeos propició la entrada de flujos de capital significativos desde los países del núcleo de Europa hacia los países de la periferia, al tiempo que se reducían de forma muy significativa los costes de financiación en estos países. Así, desde mediados de 1990, los tipos de interés españoles convergieron a los del promedio de la eurozona. La siguiente figura muestra como el diferencial de las letras de 3 meses con la eurozona se redujo de unos 300 p. b. en 1995 a prácticamente cero a finales de 1998. Esta reducción de los costes de financiación contribuyó al fuerte incremento de la deuda de los hogares españoles a partir de 1999.

Figura 2. Tipo de interés de corto plazo (3 meses).



Fuente: OCDE.

Los créditos a los hogares para la compra de vivienda y los créditos al sector constructor y promotor suelen representar una parte significativa de los balances de las instituciones financieras. Esta exposición del sector bancario al sector

inmobiliario hace que las pérdidas bancarias relacionadas con los activos inmobiliarios puedan llegar a ser muy sustanciales y poner en riesgo la solvencia de las instituciones financieras. El contagio a través de los mercados financieros puede amplificar estos *shocks* y propagarlos a todo el sistema financiero, generando una crisis bancaria sistémica, con importantes implicaciones para la economía real y para las finanzas públicas en muchos casos.

Claessens et al. (2012) muestran que las pérdidas de producción en las recesiones acompañadas de desplomes inmobiliarios son de dos a tres veces mayores que en otras recesiones. Los desplomes inmobiliarios también tienden a ralentizar la recuperación, ya que la caída de los precios de la vivienda actúa como un lastre para el consumo de los hogares y la inversión residencial, al tiempo que pone en tensión los balances de los intermediarios financieros. El coste fiscal de resolver crisis bancarias derivadas de problemas en el sector inmobiliario puede ser muy elevado (Laeven y Valencia, 2013) y puede poner en entredicho la sostenibilidad de la deuda pública (nexo bancario-soberano) como ocurrió durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana en varios países europeos en 2008-2012.

3. DETERMINANTES DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

En la anterior sección, hemos analizado los canales a través de los cuales una caída en los precios de la vivienda se transmite a la economía real. Se ha puesto de relieve que la evolución del precio de la vivienda es clave para las fluctuaciones macroeconómicas y la estabilidad financiera en general. En esta sección damos un paso atrás, y analizamos cuáles son los determinantes del precio de la vivienda, poniendo especial atención en los elementos que alimentan la formación de burbujas inmobiliarias.

La evolución del precio de la vivienda es el resultado de las condiciones de demanda y oferta en el mercado inmobiliario que, a su vez, vienen determinados por múltiples factores económicos, la orientación de la política monetaria, así como factores de carácter institucional, como la estructura del mercado inmobiliario y del mercado hipotecario, y las políticas de vivienda y de liberalización financiera. Entender las dinámicas de formación de los precios inmobiliarios y los distintos factores que determinan su evolución es esencial para poder identificar episodios de sobrevaloración de la vivienda y adecuar las políticas macroprudenciales en consecuencia, una cuestión que se analiza en la sección 5.

3.1. Marco teórico

La dinámica del mercado de la vivienda suele capturarse mediante un modelo *stock-flujo* (DiPasquale y Wheaton, 1994; Steiner, 2010; Carreras y Llorens, 2021). El *stock* de viviendas, rígido a corto plazo, y el flujo de inversión residencial, más sujeto a la evolución macroeconómica, quedan unidos a través de dos canales. En primer lugar, la oferta de *stock* de capital residencial (S) y la inversión residencial (I) están unidos a través de la siguiente identidad:

$$S_t = I_t + (1 - d)S_{t-1}$$

donde d representa la tasa de depreciación del *stock* de viviendas.

En segundo lugar, ambas variables están relacionadas entre sí a través del precio de la vivienda. En el largo plazo, el *stock* de viviendas (oferta) debe igualar a la demanda, determinada por el precio de la vivienda y un conjunto de variables de demanda. No obstante, a corto plazo dicha igualdad no se cumple debido a las rigideces en el *stock* y en el precio de la vivienda, de modo que se producen desequilibrios en el mercado inmobiliario, es decir, desviaciones entre la oferta de viviendas existente y su nivel deseado (demanda). Tales desequilibrios en el mercado inmobiliario, juntamente con otras variables que capturan el ciclo económico, determinan el precio de la vivienda a corto plazo. Finalmente, el precio de la vivienda influye en el flujo de inversión residencial si se tiene en cuenta que precios más altos son un incentivo para construir obra nueva y aumentar así la inversión residencial.

3.2. Factores de demanda

Los modelos económicos sobre la demanda de vivienda sugieren que a largo plazo los precios de la vivienda dependen positivamente de la renta disponible de los hogares, la demografía y la riqueza, y negativamente del parque de viviendas existente y del coste de uso de la vivienda. El coste de uso es un concepto que incluye tanto el pago de intereses asociados a su financiación (o coste de oportunidad de la inversión) como el pago de impuestos. También tiene en cuenta que los bienes duraderos se deterioran (depreciación), pero también que pueden aumentar de precio (revalorización). Así, el coste de uso desempeña un papel esencial en la determinación de la demanda de vivienda puesto que captura tanto las expectativas sobre la evolución futura del precio de la vivienda como el impacto de la orientación de la política monetaria a través de los tipos de interés.

En primer lugar, el proceso de formación de las expectativas de los hogares sobre la evolución futura de los precios es un elemento clave para explicar la aparición de las burbujas inmobiliarias. Por ejemplo, Case y Shiller (1989) muestran que las expectativas de revalorización dependen en gran medida de los movimientos pasados del precio de la vivienda en lugar de depender de los fundamentales (expectativas racionales) y ello puede dar lugar a periodos alcistas del precio de la vivienda que se van retroalimentando⁶. García-Montalvo (2006) muestra que los compradores de vivienda en España tenían unas expectativas de revalorización de la vivienda muy optimistas en 2005, incluso superior al elevado incremento observado en el valor de tasación de la vivienda el año anterior a la encuesta.

En segundo lugar, los movimientos en los tipos de interés tienen una especial relevancia para el mercado inmobiliario. De hecho, el mercado inmobiliario es uno de los principales canales a través del cual se transmiten la política monetaria a la economía real. Así, un aumento de los tipos de interés por parte del banco central tenderá a trasladarse a los tipos de interés de los créditos hipotecarios (la traslación es mayor si los préstamos a tipo variable son predominantes). Ello, a su vez, hace que la compra de vivienda sea menos asequible y tienda a reducir la demanda y el precio de la vivienda. Como regla general, basada en la evidencia empírica de varios países, el FMI estima que un incremento de 100 p.b. en el tipo de interés real implica una ralentización del ritmo de crecimiento del precio real de la vivienda de 2 puntos porcentuales (FMI, 2023). Para España, San Juan (2023) estima un modelo vectorial autorregresivo bayesiano (BVAR) con datos trimestrales desde 2004 hasta 2022, y encuentra que un aumento del tipo hipotecario de 100 puntos básicos tiene un impacto negativo en el crecimiento de los precios de la vivienda de algo menos del 2% al cabo de dos años. Para el área del euro, Battistini, Gareis y Roma (2022) encuentran efectos sustancialmente superiores, para el periodo prepandemia: una subida de 100 p.b. en los tipos de interés hipotecarios conducía, al cabo de dos años, a descensos del 8% y del 5% de la inversión residencial y los precios de la vivienda, respectivamente.

⁶ Véase Duca et al. (2021) para una revisión de la literatura sobre la formación y actualización de las expectativas sobre el precio de la vivienda en distintos modelos teóricos y la evidencia empírica. Granziera y Kozicki (2015) introducen expectativas extrapolativas en un modelo de valoración de activos y ello les permite replicar la extraordinaria fase alcista de los precios de la vivienda observada en EE. UU. entre 2000 y 2006 y la subsecuente abrupta caída.

3.3. Factores de oferta

A corto plazo la oferta de vivienda es muy inelástica debido al tiempo necesario para la construcción de nuevas viviendas. A medio plazo, la oferta puede responder al incremento del precio en mayor o menor medida según varios factores que determinan esta elasticidad, como la disponibilidad de suelo, los plazos en las decisiones administrativas o la flexibilidad de la regulación para los nuevos desarrollos urbanísticos. Una oferta de vivienda suficientemente elástica permite que la economía responda a las necesidades de vivienda de forma más rápida sin generar excesivas presiones en los precios, con efectos positivos sobre el consumo, la movilidad y el empleo que acompañan los mercados inmobiliarios flexibles (Caldera et al., 2013). En cambio, si la oferta es inelástica, es habitual que se generen desequilibrios en los mercados inmobiliarios de forma recurrente y que los precios crezcan por encima de su valor fundamental como consecuencia de un *shock* de demanda. Cavalleri et al. (2019) estiman que la elasticidad precio de la oferta para España, junto con otros 12 países más de la OCDE, es estadísticamente igual a 1⁷.

El descenso de los tipos de interés también afecta la oferta de vivienda ya que los proyectos de construcción suelen financiarse en gran medida mediante crédito. Por lo tanto, un descenso en los costes de financiación ejerce un efecto potencialmente fuerte sobre la actividad de construcción. Los periodos de auge inmobiliario que se prolongan en el tiempo pueden implicar, a un nivel más estructural, que una fracción excesiva de la actividad económica se dedique a la construcción, tal y como ocurrió en varios países antes de la CFG, incluido España. Ello puede conllevar una inversión subóptima en otros sectores de actividad más productivos, tal y como muestran Basco et al. (2018) para la economía española.

Finalmente, los modelos económicos suelen incluir varios factores que determinan la oferta de vivienda, como los costes de construcción, ya que afecta la rentabilidad de la construcción de vivienda nueva y el coste de reemplazar el *stock* existente.

⁷ Para cuatro países (Irlanda, Noruega, Suecia y Estados Unidos) estiman elasticidades superiores a 1, lo que implica una fuerte respuesta de la oferta ante la presión de la demanda. En el otro extremo, las estimaciones de elasticidad de la oferta están significativamente por debajo de uno en Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Israel, Italia, Países Bajos y Suiza.

3.4. Estimaciones del impacto de una caída del precio de la vivienda sobre la economía española

Antes de la crisis financiera global (CFG), la gran mayoría de los modelos macroeconómicos omitían en gran medida la relación entre el mercado inmobiliario y la economía real. Sin embargo, las profundas recesiones que siguieron el estallido de las burbujas inmobiliarias en muchos países avanzados tras la CFG provocaron un avance significativo para incorporar las complejas interrelaciones entre el sector inmobiliario, el sector financiero y el ciclo económico. Muellbauer (2022) ofrece una comparativa de los modelos macroeconómicos de los bancos centrales de los principales países de la eurozona y de su capacidad (a su juicio todavía inadecuada) para capturar estas relaciones.

El Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁸ describe el comportamiento de la economía española mediante un sistema de ecuaciones que captura las relaciones entre las distintas variables en base a la teoría macroeconómica y distintos modelos de referencia. Según este modelo, el descenso del precio de la vivienda de un 10% tendría un impacto elevado sobre la inversión residencial (descenso de 0,63%, 1,64% y 1,72% al cabo de 1, 2 y 3 años, respectivamente, respecto al nivel de referencia sin el *shock*). Asimismo, el efecto riqueza tendería a deprimir el consumo privado (descenso máximo de 1,1% al cabo de 2 años). Al reducirse más la demanda que la oferta, se abre un *output gap* negativo que se traduce en un descenso de los precios (−0,3% al cabo de 3 años) y del empleo (−0,7%). En términos de PIB, una reducción permanente de un 10% del precio de la vivienda implica que un descenso de 0,35%, 0,60% y 0,49%, al cabo de 1, 2 y 3 años, respectivamente, magnitudes similares a las del modelo semiestructural de CaixaBank Research (Carreras y Llorens, 2021), donde el PIB desciende un 0,36%, 0,51% y 0,53% respectivamente.

⁸ Arencibia et al. (2017).

Tabla 1: Modelo trimestral del Banco de España
(Estimación de un descenso del precio de la vivienda del 10% sobre las principales variables macroeconómicas) (diferencias en niveles acumuladas).

	Año 1	Año 2	Año 3
PIB	-0,35	-0,60	-0,49
Consumo privado	-0,68	-1,12	-0,99
Inversión privada productiva	-0,45	-1,00	-0,61
Inversión residencial	-0,63	-1,64	-1,72
Inflación (IPCA)	-0,06	-0,21	-0,28
Empleo	-0,20	-0,65	-0,68
Déficit público	-0,25	-0,47	-0,48

Fuente: Banco de España.

4. CICLOS INMOBILIARIOS EN ESPAÑA Y SUS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS

4.1. Fechado de los ciclos de la vivienda en España

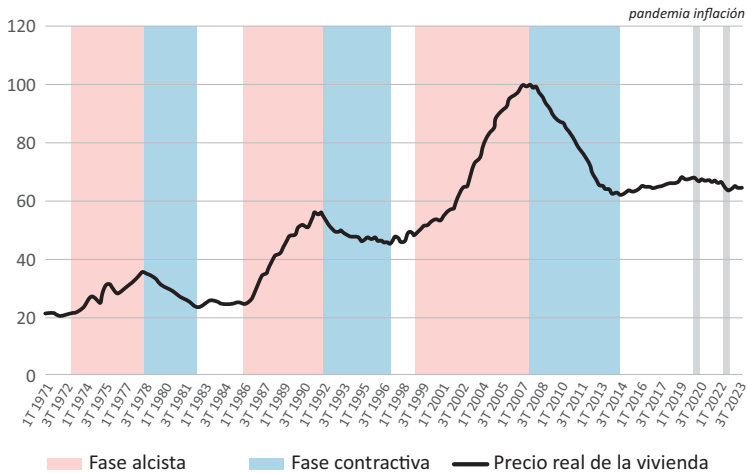
Para estudiar los ciclos inmobiliarios en España y su impacto sobre la economía real, primero es necesario identificar sus puntos de giro; es decir, separar las fases alcista y contractiva del ciclo. Existen diversas técnicas analíticas que suelen usarse para el estudio de los ciclos económicos y que pueden aplicarse a la identificación del ciclo inmobiliario⁹. En este artículo, usamos la misma metodología que el Fondo Monetario Internacional (2009), que consisten en establecer un umbral a partir del cual la tasa de variación del precio de la vivienda se considera suficientemente grande. En concreto, el FMI identifica los episodios de auge y caída del precio de la vivienda como periodos en los que la media móvil de cuatro trimestres de la tasa de variación interanual de los precios reales de la vivienda cae por encima (o por debajo) del 5%.

Si aplicamos esta metodología al precio real de la vivienda en España entre 1971 y 2023¹⁰, identificamos tres *boom* inmobiliarios (1973-1978, 1986-1991,

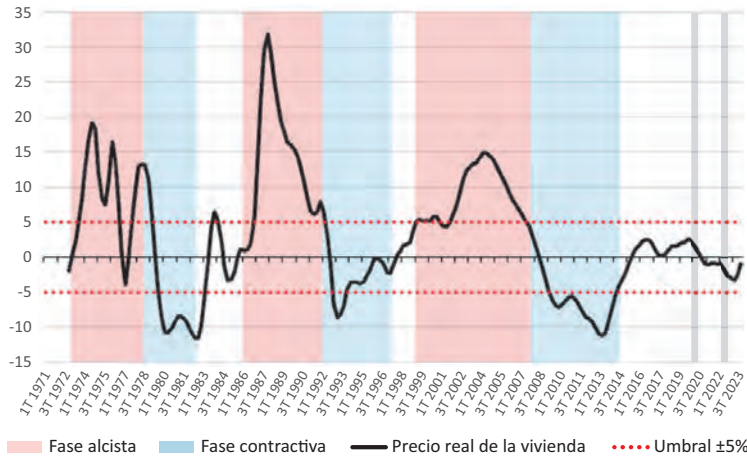
⁹ En la literatura de la identificación de los ciclos económicos es común la utilización de filtros estadísticos como el de Hodrick-Prescott para eliminar la tendencia. Sin embargo, estos tratamientos imponen ciertas hipótesis sobre los datos, dependiendo del modelo o el método de filtrado, y estos supuestos pueden afectar la tendencia estimada y, por tanto, la identificación de un ciclo.

¹⁰ En este artículo definimos el precio real de la vivienda en España a partir del valor de tasación de la vivienda libre publicado por el Mitma, ajustando por la inflación. Usamos la serie del

Figura 3. Ciclos del precio de la vivienda en España.
Panel 3.1. Índice (100 = 3T 2007)



Panel 3.2. Variación interanual del precio real de la vivienda (media móvil de 4 trimestres)



Nota: Precio de la vivienda basado en el valor de tasación de la vivienda libre del Mitma, deflato por el IPC. Las fases alcistas y contractivas del precio de la vivienda se identifican como periodos en los que la media móvil de 4 trimestres de la tasa de variación interanual del precio real de la vivienda es superior o inferior a 5% (las fechas concretas se determinan teniendo en cuenta los valores mínimos y máximos locales).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Mitma y el INE.

Mitma por la mayor profundidad histórica de esta serie estadística. Los datos históricos provienen del BIS.

1999-2007) que fueron seguidos de dos periodos de ajuste (1978-1983, 1992-1997, 2007-2014)¹¹. Para determinar los trimestres concretos en los que se alcanza el pico o el valle en el precio de la vivienda, calculamos los máximos y mínimos locales del precio real de la vivienda en estos periodos¹². En concreto, los máximos locales fueron en el 2T 1978, el 4T 1991 y el 3T 2007, y los mínimos locales se alcanzaron en el 2T 1982, el 1T 1997 y el 2T 2014 (ver figura 3).

4.2. Propiedades de los ciclos inmobiliarios en España y comparativa internacional

Una vez identificados los puntos de inflexión que permiten distinguir las fases del ciclo inmobiliario, nos basamos en la literatura de los ciclos económicos para calcular una serie de estadísticas (duración, amplitud y pendiente) con el fin de caracterizar el comportamiento del precio real de la vivienda en los dos ciclos inmobiliarios en España. La duración es el tiempo que transcurre entre el valle y el pico en la fase alcista, y entre el pico y el siguiente valle en la fase contractiva. La amplitud es la variación acumulada del precio de la vivienda en cada fase, por lo que tendrá signo positivo en la fase alcista y signo negativo en la fase de descenso. Finalmente, la pendiente mide la intensidad de la fase y muestra en qué porcentaje el precio descendió/aumentó, en media, por año (variación anual equivalente) (ver tabla 2).

El precio de la vivienda creció de forma muy significativa entre las dos crisis del petróleo de 1973 y 1979 (+71% entre el 1T 1973 y el 2T 1978). La segunda crisis del petróleo llevó la inflación a tasas de dos dígitos y marcó un máximo del 30%, propiciando un fuerte ajuste, en términos reales, del precio de la vivienda entre el 2T 1978 y el 2T 1982 (caída acumulada del 34%, un descenso de alrededor del 9% anual).

¹¹ Martínez Toledano (2020) utiliza esta misma metodología para identificar los ciclos inmobiliarios en España. Además, en este mismo artículo se proponen metodologías alternativas más sofisticadas para identificar auges y caídas del precio de la vivienda (algoritmo BBQ de Harding y Pagan), y las fechas obtenidas son muy similares.

¹² Nótese que el umbral del 5% no se rebasa en cada uno de los trimestres que comprenden estos episodios, sino que se consideran periodos de tiempo en los que la gran mayoría de trimestres rebasan dicho umbral. En particular, en la fase contractiva que se inició en 1992, el umbral de caída del precio de la vivienda superior al 5% solamente se rebasó en 1992 y 1993. Sin embargo, el precio de la vivienda siguió retrocediendo (aunque a ritmo más moderado) hasta 1997, por lo que consideramos que la fase contractiva comprende del 1T 1992 al 1T 1997.

Tabla 2. Propiedades de los ciclos inmobiliarios en España y comparativa internacional.

	España			Ciclos en 18 países desarrollados: promedio entre 1970 y mediados de 1990	Ciclos en 18 países desarrollados: promedio a partir de mediados de 1990
	1T 1973 - 2T 1982 (pico: 2T 1978)	1T 1986 - 1T 1997 (pico: 4T 1991)	1T 1999- 2T 2014 (pico: 3T 2007)		
Duración: número de años					
Fase alcista	5,50	6,00	8,75	5,25	10,25
Fase contractiva	4,25	5,25	6,75	4,50	3,25
Total ciclo	9,75	11,25	15,50	9,75	13,50
Amplitud: variación del precio real de la vivienda					
Fase alcista	71%	133%	103%	48%	126%
Fase contractiva	-34%	-19%	-38%	-23%	-19%
Total ciclo	13%	88%	26%	14%	83%
Pendiente: variación del precio real de la vivienda por año					
Fase alcista	10,3%	15,2%	8,4%	8,2%	9,0%
Fase contractiva	-8,9%	-3,8%	-6,6%	-5,4%	-5,1%
Total ciclo	1,2%	5,8%	1,5%	1,3%	4,6%

Nota: Comparativa internacional a partir de Igan y Loungnai (2012).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Mitma, BIS y Igan y Loungnai (2012).

Progresivamente, la estabilidad económica se fue restaurando y en 1986 España ingresó en la Comunidad Económica Europea. El precio real de la vivienda inició, en el 1T 1986, una marcada fase alcista que alcanzó el pico en el 4T 1991. La apreciación acumulada del precio de la vivienda en esta fase expansiva de 6 años fue del 133,1% (un 15,2% por año). La fase recesiva que siguió tuvo una duración de unos 5 años (1T 1992 - 1T 1997), periodo en el que el precio real de la vivienda descendió un 19,4% (-3,8% anual). El mayor ajuste del precio de la vivienda se produjo entre 1992 y 1993, unos años en los que la economía española estuvo afectada por la crisis cambiaria del sistema monetario europeo y que conllevó una devaluación significativa de la peseta. Entre 1994 y 1997, el precio de la vivienda mostró un comportamiento bajista (aunque con avances en algunos trimestres puntuales) hasta alcanzar un valor mínimo en el 1T 1997. En el conjunto del ciclo (1T 1986 - 1T 1997), la vivienda se apreció un 87,9% en términos reales (5,8% anual).

El nuevo ciclo inmobiliario se inició en el 1T 1999, cuando el precio de la vivienda inició una gradual senda alcista, que se fue acelerando significativamente hasta que culminó en el 3T 2007, con un crecimiento acumulado del 103,1% (el precio de la vivienda se dobló en 9 años). El estallido de la crisis financiera global y la doble recesión en España (explosión de la burbuja inmobiliaria y la crisis de deuda soberana) conllevó un pronunciado ajuste del precio de la vivienda (-37,8% acumulado en 7 años), hasta encontrar el suelo en el 2T 2014, un año después de que se iniciara la recuperación económica. En el conjunto del ciclo (1T 1999 - 2T 2014), la vivienda se apreció un 26,2% en términos reales (1,5% por año).

Desde 2014, las fluctuaciones del precio de la vivienda han mostrado una relativa estabilidad, sin que se pueda considerar la existencia de un ciclo inmobiliario propiamente. En concreto, entre 2014 y 2019, el precio real de la vivienda presentó una tendencia ascendente moderada, pero no rebasó el umbral de crecimiento del +5% en ningún trimestre. La irrupción de la pandemia de la Covid-19 en 2020 y el fuerte repunte de la inflación en 2021-2023 (por los cuellos de botella primero tras la salida de la pandemia, y a continuación, por la guerra en Ucrania y la crisis energética) mantuvieron la variación real del precio de la vivienda en territorio negativo entre el 1T 2020 y el 2T 2023¹³. Así, la variación

¹³ El precio de la vivienda sufrió un descenso pronunciado en el 2T 2020 (-2% intertrimestral), como consecuencia de la pandemia. A continuación, debido al fuerte aumento de la inflación por los cuellos de botella en la salida de la pandemia y por la guerra en Ucrania y la crisis

acumulada del precio real de la vivienda entre el 2T 2014 (valle del último ciclo inmobiliario) y el 3T 2023 (último dato disponible) es del 3,7% (0,4% por año).

La tabla 2 muestra la comparativa de la duración, amplitud y pendiente de estos tres ciclos inmobiliarios en España con el promedio de los ciclos inmobiliarios de las economías avanzadas a partir de Igan y Loungnai (2012). En promedio, el ciclo alcista de los precios de la vivienda en los países de la OCDE antes de mediados de los 1990 tuvo una duración de unos 5 años durante los cuales los precios de la vivienda aumentaron en promedio alrededor del 50%. Las fases de crisis tuvieron una duración promedio de unos 4 años y medio, con una caída de los precios promedio del 23%. En comparativa, la contracción del sector inmobiliario español de 1978-1982 fue más severa (-34%) debido a las consecuencias de la fuerte crisis que atravesaba el sector bancario (Betran y Pons, 2017). En cambio, la contracción del sector inmobiliario español entre 1991 y 1997 fue relativamente modesta en relación con la experimentada por otros países y no fue acompañada por problemas significativos en el sector financiero.

Los *boom* inmobiliarios de finales de los años 1990 y principios de los años 2000 fueron más largos en la mayoría de los países de la OCDE, incluida España. La fase alcista tuvo una duración de casi 9 años, similar a la duración de los *boom* inmobiliarios de finales de los años 1990 y principios de los años 2000 experimentados en promedio por los países de la OCDE (10,25 años). Sin embargo, la fase contractiva fue mucho más larga e intensa en España, aproximadamente el doble tanto en duración como en amplitud en relación con la experimentada en el promedio de la OCDE (6,25 años frente a 3,25 en promedio, y una caída del precio real de la vivienda del 38% frente a un 19% en promedio). De nuevo, la mayor profundidad de la fase recesiva española tras la crisis financiera global estaría ligado al impacto de la crisis de deuda soberana europea, la crisis bancaria sistémica y la reestructuración del sector bancario español que se llevó a cabo.

4.3. Consecuencias económicas

La tabla 3 muestra la evolución del PIB real, la inversión residencial y el crédito a los hogares durante los dos ciclos inmobiliarios más recientes (1986-1997

energética, el precio de la vivienda en términos reales sufrió un nuevo ajuste (-2,8 y -1,2% inter-trimestral en el 2T y 3T 2022, respectivamente).

Tabla 3. Evolución del PIB, la inversión residencial y el crédito en los ciclos inmobiliarios en España.

		Ciclo I: pico 4T 1991			Ciclo II: pico 3T 2007		
		Fase alcista	Fase contractiva	Total	Fase alcista	Fase contractiva	Total
		1T 1986 - 4T 1991	1T 1992 - 1T 1997	1T 1986 - 1T 1997	1T 1999 - 3T 2007	4T 2007 - 2T 2014	1T 1999 - 2T 2014
PIB real							
	Variación acumulada	27,0%	8,9%	38,4%	36,5%	-7,3%	26,6%
	Variación anual equivalente	4,1%	1,6%	2,9%	3,6%	-1,1%	1,5%
Inversión residencial							
<i>(nominal)</i>	En % del PIB	6,2	6,6	6,2	6,6	11,5	4,0
	Variación en p.p. del PIB	0,4	-0,4	0,0	4,9	-7,5	-2,6
<i>(real)</i>	Variación acumulada	21,7%	10,9%	34,9%	98,2%	-45,6%	7,7%
	Variación anual equivalente	3,3%	1,9%	2,7%	8,1%	-8,3%	0,5%
	Contribución al crecimiento del PIB (p.p.)	1,3%	0,7%	2,2%	6,5%	-5,3%	0,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE, IVIE, BIS y BDREMS.

y 1999-2014). En el primer ciclo, el PIB real solamente descendió un 2,8% entre el 1T 1992 y el 2T 1993, y recuperó el nivel precrisis en poco más de 2 años. La inversión residencial tampoco desempeñó un papel relevante, pues pasó de aportar un 6,2% del PIB al inicio del ciclo alcista al 6,6% en el pico (4T 1991), y en la fase contractiva, volvió al nivel inicial.

En cambio, las fluctuaciones económicas del ciclo inmobiliario 1999-2014 fueron mucho más intensas. La caída del PIB real en la fase contractiva fue muy sustancial (-7,3%) y se tardaron casi 9 años en recuperar el nivel existente antes de la crisis inmobiliaria. La inversión residencial mostró un comportamiento muy procíclico, con un aumento de su peso del 6,6% en el 1T 1999 al 11,5% en el 3T 2007 (+4,9 p.p. de PIB) y el descenso posterior fue muy sustancial (descenso acumulado del 45,6%, equivalente a 7,5 p.p. de PIB)¹⁴. Otra forma de ilustrar la importancia de las fluctuaciones en la inversión residencial para el ciclo económico es comparando la aportación al crecimiento de dicha inversión en relación con su peso en el PIB. En la fase alcista (1T 1999 - 3T 2007), la inversión residencial aportó 6,5 p.p. al crecimiento del PIB (que fue del 36,5% acumulado en este periodo). Por tanto, la inversión residencial, con un peso del 6,6% en el PIB aportó un 18% del crecimiento total (casi el triple de su peso). En la fase contractiva (1T 2007 - 2T 2014), la caída de la inversión residencial restó 5,3 p.p. al crecimiento del PIB, por lo que explica el 72% de la caída total del PIB en este periodo.

La tabla 4, obtenida a partir de la base de datos de crisis bancarias sistémicas de Laeven y Valencia (2013), muestra que el coste en términos de PIB (medido como la diferencia entre el PIB observado y el PIB tendencial) en los países de la eurozona que sufrieron crisis bancarias tras la CFG de 2008 fueron enormes, pero las diferencias entre países son sustanciales. En España, la pérdida de *output* se estima en un 38,8% del PIB tendencial, un coste en términos de producción muy elevado pero inferior al acaecido en la crisis bancaria de 1977 (58,5%) y que otros países como Irlanda (107,7%) o Grecia (64,9%). El coste fiscal asociado a la reestructuración del sector financiero español en la crisis de 2008-2012, del 5,4% del PIB, conllevó un importante incremento de la deuda pública (+31,8 p. p. del PIB respecto a las proyecciones antes de la crisis).

¹⁴ En España, la volatilidad de la inversión residencial, medida como la desviación estándar de las variaciones intertrimestrales, es especialmente elevada (3,5% comparado con 1,5% en la eurozona y 3,3% en EE. UU.).

Tabla 4. Crisis bancarias sistémicas tras la CFG y su coste económico.

País	Inicio	Final	Pérdida de PIB (1)	Coste fiscal (2) (% del PIB)	Coste fiscal neto (2) (% del PIB)	Liquidez máxima	Morosidad máxima (% del total de préstamos)	Aumento de la deuda pública (en p.p. del PIB)
España	1977	1981	58,5	7,7	...	7,6	5,8	3,8
España	2008	2012	38,8	5,4	4,8	33,5	9,4	31,8
Irlanda	2008	2012	107,7	37,6	26,8	18,1	25,7	76,5
Letonia	2008	2012	93,9	8,1	3,9	3,6	15,9	27,6
Grecia	2008	2012	64,9	28,7	17,1	61,7	37,1	43,9
Eslovenia	2008	2012	39,1	9,9	8,4	14,2	18,0	20,9
Dinamarca	2008	2009	35,0	5,9	2,4	17,7	5,95	32,8
Portugal	2008	2012	35,0	11,1	7,6	25,7	12,9	38,5
Italia	2008	2009	32,2	0,7	0,7	19,4	18,0	8,6
Francia	2008	2009	23,3	1,3	1,1	9,6	4,5	15,9
Bélgica	2008	2012	15,7	6,2	0,5	13,7	4,2	22,2
Alemania	2008	2009	12,3	2,7	0,7	12,9	3,7	16,2
Estados Unidos	2007	2011	30,0	4,5	0,6	4,7	5,0	21,9

Notas: (1) La pérdida de PIB se calcula como la suma acumulada de la diferencia entre el PIB real observado y su tendencia, calculada en el periodo $[T, T+3]$, expresada en % del PIB tendencial, donde T denota el año de inicio de la crisis. La tendencia se calcula con el filtro HP ($\lambda=100$) a la serie del PIB en el periodo $[T-20, T-1]$. (2) El coste fiscal se refiere a la financiación directa para la reconstrucción del sector financiero. La duración de las crisis se trunca a los 5 años del inicio.

Fuente: Laeven y Valencia (2013).

5. PRECIO DE LA VIVIENDA: ¿FUNDAMENTALES O BURBUJA?

Debido a las importantes consecuencias económicas de los episodios de *boom* y caída del sector inmobiliario, especialmente cuando provoca una crisis bancaria, resulta de vital importancia desarrollar herramientas que permitan la detección precoz de las vulnerabilidades emergentes en el mercado inmobiliario e identificar los signos de sobrevaloración en la fase alcista.

5.1. Herramientas para detectar la sobrevaloración de los mercados inmobiliarios y evaluación del riesgo de burbuja inmobiliaria en España

Una de las referencias más habituales para determinar si un mercado inmobiliario está sobrevalorado consiste en calcular la ratio del precio de la vivienda sobre los ingresos (ratio de accesibilidad a la vivienda) y la ratio del precio de la vivienda sobre el importe del alquiler (rentabilidad bruta del alquiler). La figura 4 muestra estas dos ratios para el mercado inmobiliario español, señalando las fases alcistas y recesivas del mercado inmobiliario. En el periodo 1999-2007, la ratio de accesibilidad a la vivienda aumentó de forma muy pronunciada (+5,8 puntos) hasta alcanzar un valor máximo de 9,5 (es decir, el hogar mediado debía destinar 9,5 años de renta íntegra para comprar una vivienda media en España en 2007) y la rentabilidad bruta del alquiler descendió por debajo del 3% en el pico de la burbuja inmobiliaria. El estallido de la burbuja y el fuerte descenso del precio de la vivienda propició una corrección en ambas ratios hasta valores más sostenibles.

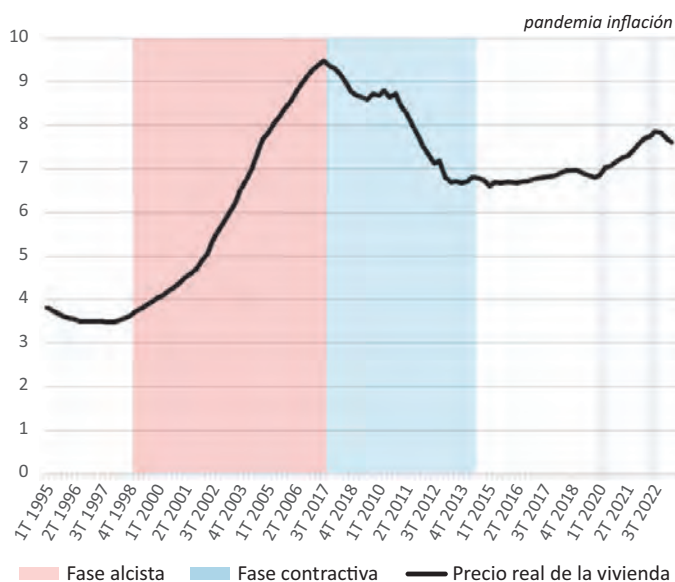
A pesar de ser medidas útiles para cuestiones relacionadas con la accesibilidad a la vivienda, estas ratios no son ideales para valorar la sostenibilidad de las valoraciones inmobiliarias, puesto que desviaciones respecto a su promedio histórico pueden reflejar cambios en los factores fundamentales de los precios de la vivienda más allá de la renta de las familias. Además, el mercado del alquiler a menudo está regulado, en mayor o menor medida según el país, por lo que es difícil obtener métricas fiables.

Una técnica más sofisticada la ofrecen los indicadores de exuberancia del precio de la vivienda publicados por el Instituto de Globalización del Banco de la Reserva Federal de Dallas (Mack, A. y E. Martínez-García, 2011; Pavlidis et al., 2016). Estos indicadores se calculan a partir de las pruebas de raíz unitaria recursivas (de cola derecha) denominadas *Supremum Augmented Dickey Fuller (SADF)* y *Generalized SADF (GSADF)*. Estas estadísticas detectan y fechan periodos de exuberancia durante los cuales los precios de la vivienda

Figura 4. Ratio de accesibilidad a la vivienda y rentabilidad bruta del alquiler en España.

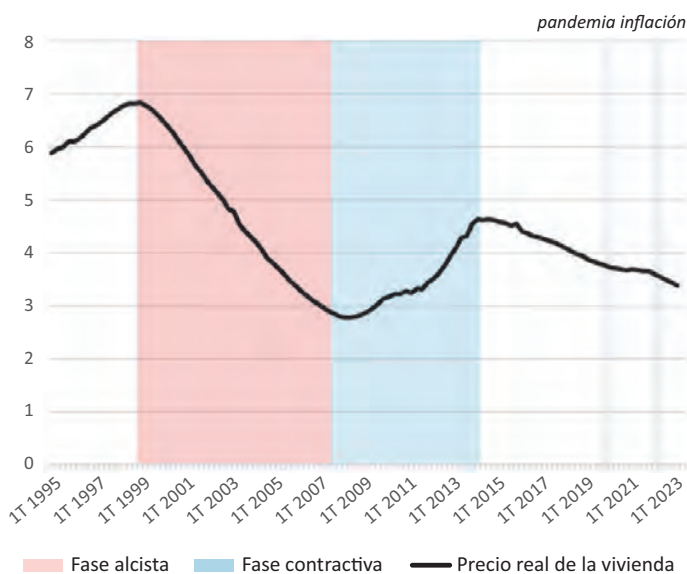
Panel 4.1. Ratio de accesibilidad a la vivienda

Precio vivienda/renta bruta disponibles de los hogares



Panel 4.2. Rentabilidad bruta del alquiler

Precio vivienda/precio alquiler



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

(o la relación del precio con sus fundamentos convencionales) muestran un comportamiento explosivo.

Según el *Exuberance Index*, el número de economías con un mercado residencial sobrevalorado durante la pandemia se acercó a los máximos de 2006, pico del *boom* inmobiliario en el ciclo anterior. Sin embargo, la fuerte subida de los tipos de interés por parte de los bancos centrales desde mediados de 2022 frenó la tendencia alcista del precio de la vivienda en muchos países, de modo que a mediados de 2023 solamente tres países (EE. UU., Israel y Croacia) mostraban signos de sobrevaloración (ver figura 5). Estos indicadores, al estar contruidos de forma homogénea para un conjunto relativamente grande de países avanzados, también permite constatar el elevado grado de sincronización entre las fases alcistas de los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas, una cuestión que estaría relacionada con el mayor grado de integración de los mercados de capitales globales y la exposición de los mercados inmobiliarios locales a las condiciones financieras globales (IMF, 2018).

Figura 5. Número de países con un mercado inmobiliario sobrevalorado.



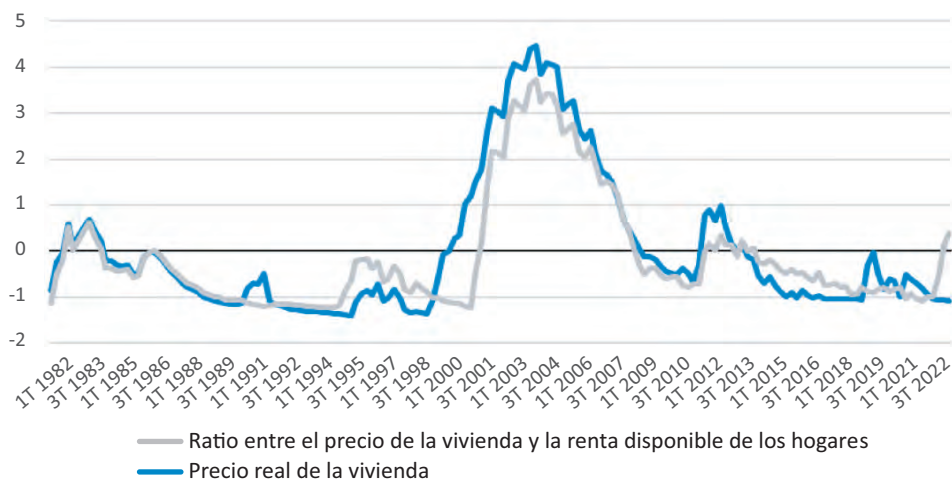
Nota: Indicadores de exuberancia de 1 lag.

Fuente: International house price database de la Fed de Dallas, Mack and Martínez-García (2011).

En cuanto al mercado inmobiliario español, estos indicadores señalan que se registró un episodio de exuberancia relativamente contenido entre el 4T 1982

y el 1T 1984, y un episodio claramente exuberante entre el 3T 2001 y el 4T 2007 (ver figura 6)¹⁵. Los datos más recientes (correspondientes al 2T 2023) no presentan señales de preocupación en cuanto a la evolución del precio real de la vivienda. En cambio, el indicador de exuberancia basado en la ratio del precio de la vivienda sobre la renta disponible de los hogares sí que empezaría a acercarse a la zona de riesgo, debido al impacto de la inflación sobre la renta real disponible de los hogares. Con todo, si el proceso de desinflación se afianza, este riesgo no debería ir a más en los próximos trimestres.

Figura 6. Indicadores de exuberancia para el mercado inmobiliario español.



Nota: Indicadores de exuberancia de 1 lag.

Fuente: International house price database de la Fed de Dallas, Mack y Martínez-García (2011).

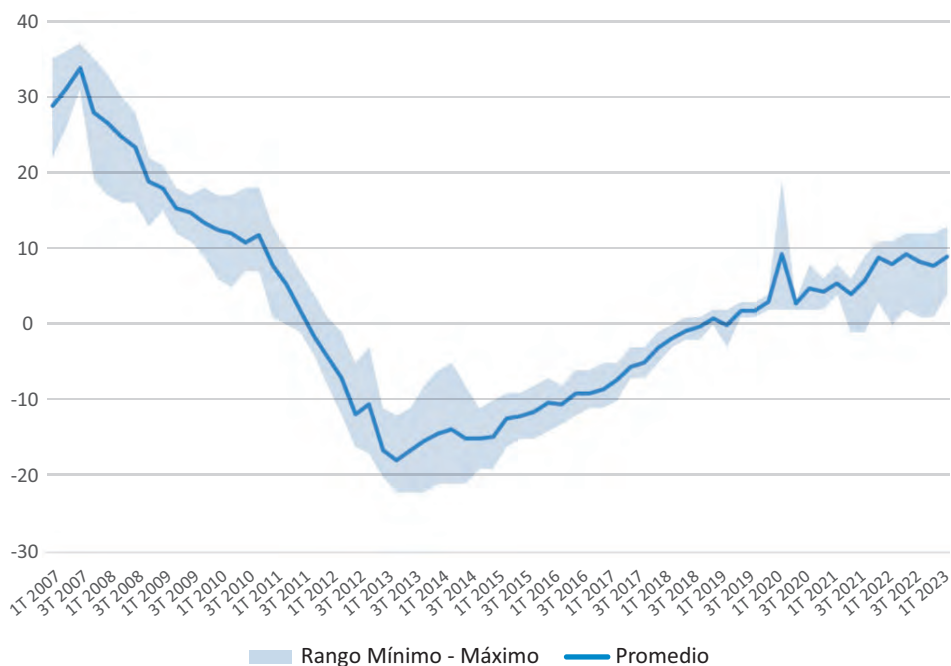
El BCE evalúa periódicamente las vulnerabilidades de los mercados inmobiliarios basándose en un marco integral de análisis de riesgos, que se publica semestralmente en el Informe de Estabilidad Financiera. El BCE basa sus evaluaciones en un amplio abanico de indicadores de riesgo inmobiliario y varios modelos que analizan las dinámicas de los precios de la vivienda¹⁶.

¹⁵ El primer episodio se detecta en el modelo con 4 lags. El modelo de 1 lag solamente detecta dos trimestres con exuberancia (4T 1982 y 4T 1983). En el segundo episodio, los trimestres de exuberancia según el modelo de 4 lags serían del 4T 2001 al 1T 2006.

¹⁶ Para detalles sobre la metodología, véanse los recuadros titulados “Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals”, Financial Stability Review, BCE, junio de 2011, y “A model-based valuation metric for residential property markets”, Financial

La figura 7 muestra el valor promedio de sobrevaloración según dichos modelos junto con el rango de valores mínimo y máximo para el mercado inmobiliario español. Se puede observar que, en 2007, en el pico de la burbuja inmobiliaria, los modelos del BCE cifraban el grado de sobrevaloración por encima del 30%. El pronunciado ajuste del precio real de la vivienda entre el 3T 2007 y el 2T 2014 ($-37,8\%$ acumulado en 7 años) supuso un ajuste superior al que cabría esperar para recobrar el equilibrio (-18% en 2013). Desde 2014, la tendencia ascendente pero moderada del precio real de la vivienda ha supuesto una vuelta hacia valores cercanos, incluso algo por encima, de los valores de equilibrio ($+9\%$ en el 2T 2023 según la estimación promedio).

Figura 7. Medidas de sobrevaloración del mercado residencial español del BCE.



Fuente: Banco Central Europeo.

Una conclusión similar se obtiene de los indicadores del Banco de España. Según el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de otoño

Stability. Review, BCE, noviembre de 2015. En general, las estimaciones de los modelos de valoración están sujetas a una incertidumbre considerable y deben interpretarse con cautela.

del 2023, los indicadores sobre desequilibrios en los precios de la vivienda se encuentran cerca del nivel neutro y, de hecho, se rebajó el nivel de alerta sobre el sector inmobiliario que se había lanzado en informes anteriores. Recientemente, Alves et al. (2023) del Banco de España han publicado un mapa de riesgos del mercado inmobiliario español, construido a partir de una amplia selección de indicadores individuales, y un indicador sintético que mide tanto la intensidad de los riesgos en cada periodo como su composición. Este análisis sugiere que en el primer semestre de 2023 (últimos datos disponibles) se habrían revertido algunas de las vulnerabilidades que se estaban acumulando en el mercado de la vivienda español desde 2021. En efecto, la fuerte subida de los tipos de interés por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas estaría contribuyendo a enfriar los mercados inmobiliarios de las economías que mostraban claros signos de sobrevaloración tras la pandemia de Covid-19¹⁷.

5.2. Burbujas inmobiliarias apalancadas

La literatura económica identifica la formación de burbujas inmobiliarias apalancadas (Jordà et al., 2015) como especialmente dañinas para la economía real. En la tabla 5, analizamos varios indicadores referentes al crédito para la compra de vivienda en la etapa expansiva reciente (2014-2023) para señalar que el nivel de apalancamiento de los hogares españoles actualmente es muy bajo en relación con los valores registrados por estos indicadores en la etapa expansiva de 1999-2007, y la exposición del sector bancario al sector inmobiliario también se ha reducido significativamente.

Resulta evidente que estas etapas expansivas poco tienen en común. Entre 1999 y 2007, el crecimiento del saldo vivo de crédito a los hogares para la compra de vivienda fue muy significativo (20% anual), la deuda de los hogares en porcentaje del PIB aumentó en 39,7 p.p. hasta alcanzar el 85,8% del PIB y el número de hipotecas llegó a 1,24 millones en 2007 (se firmaban 1,75 hipotecas por cada compraventa). Este *boom* de crédito fue acompañado de una relajación de los estándares de concesión de crédito: en 2006, un 18% de los préstamos se concedía con una relación préstamo-valor (LTV) superior al 80%, mostrando unos estándares de concesión de crédito laxos y una toma de riesgos excesiva por parte de la

¹⁷ Véase Informe Sectorial Inmobiliario de CaixaBank Research “Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria”, julio de 2023.

Tabla 5. Situación financiera de los hogares y del sector financiero español, e indicadores de oferta.

	Variable	Métrica y periodo referencia	1999-2007	2014-2023
Situación financiera hogares	Deuda de los hogares	En % del PIB. Dato 2T 2010 (máximo) y 2T 2023	85,8%	49,9%
	Deuda de los hogares	Variación en p. p. del PIB	39,7	-19,5
	Carga de la deuda hogares	Pagos por intereses de la deuda en % de la RBD. Dato 2008 y 2T 2023	7,5%	2,1%
Sector financiero	Número de hipotecas	Dato 2007 y 2023	1.238.890	394.000
	Número de hipotecas por compraventa	Dato 2007 y 2023	1,75	0,64
	Crédito para compra de vivienda (saldo vivo)	Variación anual promedio	20,0%	-1,5%
	Crédito al sector promotor y constructor	% del crédito total	23,6%	6,7%
	Porcentaje de préstamos con LTV > 80%	Dato 2006 (máximo) y 3T 2023	18,0%	6,6%
	Porcentaje de hipotecas a tipo fijo	Dato 2007 y 2023	4%	58%
Oferta	Inversión residencial (real)	Variación anual promedio	7,4%	3,1%
	Inversión residencial (nominal)	% del PIB (2006 y 3T 2023)	11,6%	5,7%
	Número de visados de obra nueva	Dato 2006 y 2023	865.000	110.000
	Visados por cada nuevo hogar	Dato 2006 y 2023	2,0	0,5

Notas: Datos de 2023 hasta el último disponible. LTV indica loan-to-value (relación préstamo valor). Porcentaje de hipotecas a tipo fijo calculado a partir del importe del préstamo (Banco de España).

Fuente: Banco de España, MITMA e INE.

banca durante el *boom* (Akin et al., 2024). En cuanto a la oferta, el crédito al sector promotor y constructor creció a un ritmo del 31,1% anual, y llegó a representar el 23,6% del crédito bancario total al sector privado. El mayor acceso al crédito del sector constructor alimentó la construcción de vivienda de obra nueva: en 2006 se visaron 865.000 viviendas, lo que representa dos viviendas por cada nuevo hogar creado en ese año, un dato que ejemplifica el *boom* constructor que se vivió.

El panorama en el periodo 2014-2023 es bien distinto. Durante este periodo, los hogares han llevado a cabo un intenso proceso de desapalancamiento (la deuda se ha reducido por debajo del 50% del PIB en el 3T 2023), el crédito para actividades de construcción y promoción se ha contraído significativamente (representa solamente el 6,7% del crédito total), no hay exceso de oferta (0,5 visados por cada nuevo hogar en 2023) y no se observa una relajación de las condiciones de concesión de crédito (6,6% de las hipotecas con LTV >80%). Además, el elevado porcentaje de hipotecas concedidas a tipo fijo en los años recientes limita el impacto del aumento de los tipos de interés sobre los hogares recientemente hipotecados (que suelen tener un LTV mayor).

Aunque para el conjunto de España no se detectan desequilibrios relevantes, hay algunas zonas donde los precios de la vivienda han crecido con mucha fuerza en los últimos años, sobre todo aquellos con una elevada presencia de compradores extranjeros y con elevado atractivo para los inversores internacionales. En estas zonas, las ratios de accesibilidad para los compradores domésticos se encuentran en niveles elevados y genera cierta preocupación que se pueda producir una corrección del precio de la vivienda. No obstante, en caso de que se materializaran algunos riesgos bajistas¹⁸, la ausencia de desequilibrios significativos hace prever que no se activarían los mecanismos financieros de retroalimentación negativa y que el potencial impacto en los balances bancarios sería contenido, tanto por el reducido nivel de sobrevaloración en el mercado en conjunto como por las prudentes condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios en los años recientes. En consecuencia, las autoridades supervisoras no consideran que sea necesario activar medidas macroprudenciales por el momento en la economía española, a diferencia de lo que está ocurriendo en muchas economías europeas donde estas medidas están cobrando un mayor protagonismo.

¹⁸ Un riesgo relevante es que el BCE se vea obligado a mantener los tipos de interés elevados por más tiempo si la inflación no converge al ritmo esperado hacia el objetivo del 2%.

5.3. Políticas macroprudenciales

Tras la crisis financiera global, las políticas económicas destinadas a mitigar las fluctuaciones en el mercado de la vivienda han cobrado una mayor prioridad para los bancos centrales y las distintas organizaciones internacionales que velan por la estabilidad del sistema financiero global (Gutiérrez de Losas, 2023). A nivel europeo, el Consejo Europeo para el Riesgo Sistémico (ESRB por sus siglas en inglés), junto con las autoridades macroprudenciales nacionales (bancos centrales de cada Estado miembro), y el BCE tienen la responsabilidad de prevenir la formación de vulnerabilidades en los mercados residenciales de la región. En España, esta responsabilidad recae sobre la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), creada en 2019, mientras que el Banco de España cuenta con nuevas competencias sobre herramientas macroprudenciales.

Las herramientas macroprudenciales han sido activadas en muchos países europeos en los años recientes, debido a la acumulación de vulnerabilidades en los mercados residenciales de varios países. Una literatura creciente analiza la efectividad del uso de políticas macroprudenciales. En conjunto, la evidencia empírica sugiere que las políticas macroprudenciales ayudan a mitigar los flujos de crédito y el crecimiento de los precios de los activos, pero las conclusiones son aún preliminares y a veces no concluyentes (Cerutti et al. 2017)¹⁹.

El propio diseño de las políticas macroprudenciales sugiere que sus efectos sobre los mercados residenciales son más de medio y largo plazo. En cualquier caso, tampoco parece apropiado dejar exclusivamente en manos de la política macroprudencial este tipo de desequilibrios de carácter macroeconómico, si no que parece claro que son necesarias reformas en los mercados residenciales de algunas economías donde los desequilibrios entre oferta y demanda son persistentes. Además, no hay que olvidar el papel central de la política monetaria en determinar las condiciones financieras, un factor de primer orden para la evolución del sector inmobiliario. En este sentido, cabe señalar que el aumento de los tipos de interés que han llevado a cabo los bancos centrales en su lucha contra la

¹⁹ Por ejemplo, en un estudio reciente de la Comisión Europea, Vasicek y Zdarek (2022) analizan la efectividad de varias medidas macroprudenciales (límites en la ratio préstamo-valor y en la ratio de pago de la deuda sobre ingresos) mediante un modelo con datos de panel de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) para 12 países de la eurozona, incluido España, y encuentran que estas medidas reducen el crecimiento del crédito hipotecario y los precios de la vivienda, sin tener un impacto significativo en el PIB.

inflación desde mediados de 2022 está generando preocupación por el impacto que el endurecimiento de las condiciones financieras pueda tener sobre los mercados inmobiliarios de algunas economías avanzadas que podrían estar sobrevalorados, por lo que probablemente sea necesario en algunos casos relajar las políticas macroprudenciales en el nuevo entorno económico (CaixaBank Research, 2023).

6. CONCLUSIONES

El sector inmobiliario es esencial para la economía, pero también es un sector que ha sido fuente de vulnerabilidad y de crisis económicas muy profundas. Los periodos de contracción del sector inmobiliario conllevan unos elevados costes en términos macroeconómicos y de bienestar de la sociedad en general. La crisis financiera global puso de manifiesto las complejas interrelaciones entre el mercado inmobiliario, el sector financiero y la economía real. Una de las lecciones de esta enorme crisis, que puso en jaque el sistema financiero mundial, es que los desequilibrios en el mercado inmobiliario se acumulan en la fase alcista y que el papel amplificador del sector financiero es clave.

Por ello, la detección precoz de vulnerabilidades y sobrevaloraciones en los mercados inmobiliarios es una cuestión prioritaria para salvaguardar la estabilidad financiera. En los años recientes se han desarrollado diversas herramientas macroprudenciales para gestionar los auges inmobiliarios y mitigar el crecimiento excesivo del crédito. Estas políticas podrían haber contribuido a reducir la relación entre el sector inmobiliario y el ciclo económico en la actualidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Akin, O., Montalvo, J.G., García Villar, J. et al. (2014). “The real estate and credit bubble: evidence from Spain”. *SERIEs* 5, 223-243.
- Alves, P., Broto, C., Gil, M. y Lamas, M. (2023). “Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España”. Banco de España Documento Ocasional, núm. 2314.
- Angelides et al. (2011). “The financial crisis inquiry report”, U.S. Government.
- Arencibia Pareja, A., Samuel Hurtado, S., de Luis López, M. y Ortega, E. (2017). “New version of the quarterly model of Banco de España (MTBE)”. Documentos Ocasionales, núm. 1709. Banco de España.
- Banco de España (2023). “Informe de estabilidad financiera”.

- Basco, S., López-Rodríguez, D. y E. Moral-Benito, E. (2018). “Housing Bubbles and Misallocation: Evidence from Spain”.
- Battistini, et al. (2022). “The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market”, BCE, Boletín Económico 6/2022.
- Battistini, et al. (2018), “The state of the housing market in the euro area”, BCE, Boletín Económico, 7/2018.
- Bernanke, B. y Gertler, M. (1989). “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”. *The American Economic Review*, 79(1), 14-31.
- Betrán C. y Pons, M.A. (2017). “Two great banking crisis and their economic impact compared: Spain 1976/1977 and 2008”. *Revista de Historia Económica / Journal of Iberian and Latin American Economic History*.
- Bover, O. (2005). “Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo”, Banco de España.
- CaixaBank Research (2023). “Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria”, Informe Sectorial Inmobiliario de julio de 2023.
- Caldera Sánchez, A. y Johansson, Å. (2013), “The price responsiveness of housing supply in OECD countries”, *Journal of Housing Economics*, Vol. 22/3, pp. 231-249.
- Carreras, O. y Llorens, E. (2021). “Modelo semiestructural de CaixaBank Research para España”. Documento de trabajo 01/2021. CaixaBank Research.
- Case, K. y Shiller, R. (1989). “The efficiency of the market for single family homes”, *American Economic Review*, 79 (1): 125-137.
- Cavalleri, M.C., Cournède, B. y Özsögüt, E. (2019). “How responsive are housing markets in the OECD? National level estimates”, OECD Economics Department Working Papers, núm. 1589.
- Cerutti, E., Claessens, S. y Laeven, L. (2017). “The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence”, *Journal of Financial Stability*, 28, 203-224.
- Claessens, S., Ayhan Kose, M. y Terrones, M.E. (2012). “How do business and financial cycles interact?”, *Journal of International Economics*, Vol. 87, Issue 1.

- Comisión Europea (2009). "The high-level group on financial supervision in the EU". Informe De Larosière.
- Dell'Ariccia, G. (2012). "Property Prices and Bank Risk-taking," RBA Annual Conference in: Alexandra Heath y Frank Packer y Callan Windsor (ed.), Property Markets and Financial Stability, Reserve Bank of Australia.
- DiPasquale, D. y Wheaton, W.C. (1994). "Housing market dynamics and the future of housing prices". Journal of Urban Economics.
- Duca, J.V., Muellbauer, J. y Murphy, A. (2021). "What Drives House Price Cycles? International Experience and Policy Issues." Journal of Economic Literature, 59 (3): 773-864.
- García-Montalvo, J. (2006), "Deconstruyendo la burbuja: expectativas de revalorización y precio de la vivienda en España". Papeles de economía española, núm. 109.
- Granziera, E. y Kozicki, S. (2015). "House price dynamics: Fundamentals and expectations", Journal of Economic Dynamics and Control, Vol. 60.
- Greenspan, A. (2002). "Opening Remarks" in Economic Volatility, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 1-10.
- Guerrieri, C. y Mendicino, C. (2018). "Wealth effects in the euro area," Working Paper Series 2157, European Central Bank.
- Gutiérrez de Losas, L. (2023). "El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023)", Revista de Estabilidad Financiera, primavera de 2023. Banco de España.
- Igan, D. y Loungani, P. (2012). "Global Housing Cycles". IMF Working Papers, núm. 12.
- International Monetary Fund (2009). "Lessons for monetary policy from asset price fluctuations". World Economic Outlook.
- International Monetary Fund (2018). "House Price Synchronization: What Role for Financial Factors?" Global Financial Stability Report.
- International Monetary Fund (2023). Global Financial Stability Report, octubre 2023.
- Jordà, O., Schularick, M. y Taylor, A. (2015). "Leveraged bubbles", Journal of Monetary Economics, 76, issue S, p. S1-S20.

- Kiyotaki, N. y Moore, J. (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-248.
- Laeven, I. y Valencia, F. (2013). Systemic Banking Crises Database. *IMF Economic Review*, 61(2), 225-270.
- Leamer, E.E. (2008). "Housing IS the Business Cycle". In *Housing, Housing Finance and Monetary Policy*. A symposium sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, 2008.
- Leamer, E.E. (2015). Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008-09? *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(S1), 43-50.
- Mack, A. y Martínez-García, E. (2011). "A Cross-Country Quarterly Database of Real House Prices: A Methodological Note". *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper n° 99*, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Martínez Toledano, C. (2020). "House Price Cycles, Wealth Inequality and Portfolio Reshuffling", *PSE Working Papers hal-02876979*, HAL.
- Muellbauer, J. (2022). "Real estate boom and busts: Implications for monetary and macroprudential policy in Europe", *ECB Forum on central banking*.
- Pavlidis, E., Yusupova, A., Paya, I., Peel, D., y Martínez-García, A. (2016). Mack and V. Grossman. "Episodes of Exuberance in Housing Markets: In Search of the Smoking Gun". *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 53(4), pp. 419-49.
- San Juan, L. (2023). "El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09.
- Steiner, E. (2010). "Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market". *Swiss National Bank Working Papers*.

Capítulo 6

EL MERCADO DEL ALQUILER DE VIVIENDA RESIDENCIAL EN ESPAÑA¹

David López Rodríguez
Banco de España

Resumen

Este capítulo documenta la evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda residencial en España, los principales determinantes de las dinámicas observadas y el esfuerzo que supone para los hogares arrendatarios el incremento del gasto asociado al alquiler de vivienda.

En la primera parte de este capítulo, se describen las principales tendencias y la evolución del mercado del alquiler de vivienda residencial en España desde la crisis económica iniciada en 2008. Los hechos estilizados muestran una expansión muy relevante de este mercado en términos del volumen total de viviendas arrendadas y un notable dinamismo de los precios del alquiler a partir de 2015. No obstante, el crecimiento del mercado del alquiler presenta una significativa heterogeneidad tanto a escala geográfica como entre distintas tipologías de hogares. Por un lado, las CC. AA. y las áreas urbanas donde se concentra la actividad económica y turística son las zonas donde se observan los mayores aumentos de la proporción de hogares en alquiler y un mayor crecimiento acumulado de los precios. Por otro lado, los jóvenes y los nuevos residentes de origen extranjero son los colectivos que presentan un mayor incremento del régimen de tenencia de vivienda en alquiler. De ese modo, si bien el *stock* de hogares en alquiler en la economía española se encuentra aún por debajo de las ratios en el conjunto de

¹ Este capítulo recoge los principales resultados contenidos en el Documento Ocasional 2432 del Banco de España “*El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes, e indicadores de esfuerzo*” de Dmitry Khametshin, David López Rodríguez y Luis Pérez García.

la UE-27 o del área del euro, la evolución de los flujos de tenencia de vivienda indica una progresiva convergencia a dichas ratios.

En segundo lugar, el capítulo examina de manera descriptiva los principales factores que explicarían la evolución del mercado del alquiler de vivienda en España. La evidencia sugiere que el crecimiento acumulado de los precios del alquiler en determinadas áreas refleja un aumento de la demanda superior al de la oferta. Entre los principales determinantes del aumento de la demanda de vivienda destacan el crecimiento demográfico y la concentración de la población en las grandes áreas urbanas. Una parte creciente de esta demanda de vivienda se habría desplazado al mercado del alquiler ante la reducida capacidad de endeudamiento y ahorro de los hogares con menores rentas, en un contexto de prudencia de las entidades financieras en la concesión del crédito hipotecario. Por su parte, la elevada rentabilidad esperada del alquiler en relación a inversiones alternativas contribuiría a explicar el notable aumento de la inversión en vivienda para alquilar por parte de los particulares. A pesar de ello, el crecimiento de la oferta de alquiler residencial se habría visto limitado por la aparición de usos alternativos de la vivienda (alquiler turístico y de temporada), un reducido parque de alquiler social y un modesto peso relativo del sector privado institucional.

En el último apartado del capítulo se discuten distintos indicadores del esfuerzo asociado al gasto en vivienda de alquiler de los hogares en España en el contexto de las economías de la UE-27. El análisis presentado muestra cómo la evolución de los precios del alquiler en relación a la renta de los hogares con menores ingresos, condicionada esta última por la evolución del mercado de trabajo, sitúa a una proporción importante de este colectivo en una situación de sobreesfuerzo. En los últimos años, el número de hogares en alquiler que se encuentran en esta situación se ha incrementado, destacando España como la economía europea con una mayor ratio de hogares en alquiler en riesgo de pobreza o de exclusión social.

1. INTRODUCCIÓN

El mercado de la vivienda residencial y la actividad del sector inmobiliario en España tienen un papel relevante en la evolución agregada de la actividad económica y la estabilidad financiera de la economía. Los indicadores disponibles muestran el notable crecimiento de las compraventas y la recuperación de los precios de la vivienda desde 2014, después del ajuste registrado durante la

crisis económica y financiera iniciada en 2008 (Banco de España, 2024). Este dinamismo en el mercado de la vivienda residencial habría sido especialmente intenso tras la pandemia del Covid-19 y la actividad en este mercado se mantendría robusta en el periodo más reciente, a pesar de la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a las condiciones de financiación desde 2022. Esta evolución del mercado de la vivienda se produce en un contexto en el que el recurso al crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha sido menor que el observado en otros ciclos expansivos previos. Este hecho se debe, en parte, a la aplicación de estándares crediticios prudentes por parte de las entidades financieras. Estas prácticas crediticias han contribuido a que el dinamismo en el mercado de la vivienda sea compatible con una situación en la que las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera asociados a este mercado se encuentran contenidos. En ese contexto, se produce un desplazamiento de la demanda de vivienda del mercado de compraventa al de alquiler que ha aumentado, de manera significativa, la relevancia de este mercado en la economía española.

El crecimiento del mercado del alquiler de vivienda residencial es un fenómeno que también se observa en buena parte de las economías avanzadas desde el inicio de la crisis financiera global durante la primera década del siglo XXI. Este incremento ha sido particularmente relevante en las grandes áreas urbanas donde tiende a concentrarse la actividad económica y se observa un mayor peso relativo del sector servicios. Los beneficios de las economías de aglomeración en las grandes ciudades asociados a este proceso se enfrentan a la aparición de costes de congestión y a un notable aumento de los precios inmobiliarios. Estas dinámicas dan como resultado crecientes problemas de acceso a la vivienda que se concentran entre los jóvenes en edad de emancipación, los colectivos con menores ingresos y aquellos hogares que desplazan su localidad de residencia en busca de oportunidades laborales. En ese contexto, este capítulo documenta la evolución del mercado del alquiler de vivienda residencial en España desde la crisis económica iniciada en 2008, los principales determinantes que pudieran explicar las dinámicas observadas y el esfuerzo que supone para los hogares arrendatarios el incremento del gasto asociado al alquiler de vivienda.

2. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL MERCADO DEL ALQUILER DE VIVIENDA RESIDENCIAL

El mercado de la vivienda residencial en España durante las últimas décadas se ha caracterizado por el dominio del régimen de tenencia de vivienda en propiedad por parte de los hogares. Este dominio se afianzó durante el periodo de expansión económica que abarca desde mediados de la década de 1990 hasta el inicio de la crisis económica en 2008. De ese modo, un 80% de los hogares residían en una vivienda que era de su propiedad en 2007 (INE, 2024a), situándose España entre el conjunto de las economías europeas con un menor tamaño relativo del mercado del alquiler. Desde esta posición de partida, en esta sección se documenta el notable incremento del número de viviendas arrendadas en España desde 2007 en el contexto de la UE-27. El análisis presentado identifica los principales colectivos (jóvenes y población de origen extranjero) y las áreas geográficas (grandes áreas urbanas y zonas turísticas) donde se concentra el dinamismo de dicho mercado. Al mismo tiempo, se describe el significativo crecimiento acumulado de los precios del alquiler de vivienda desde 2015 y su elevada heterogeneidad geográfica.

2.1. La expansión del mercado del alquiler de vivienda

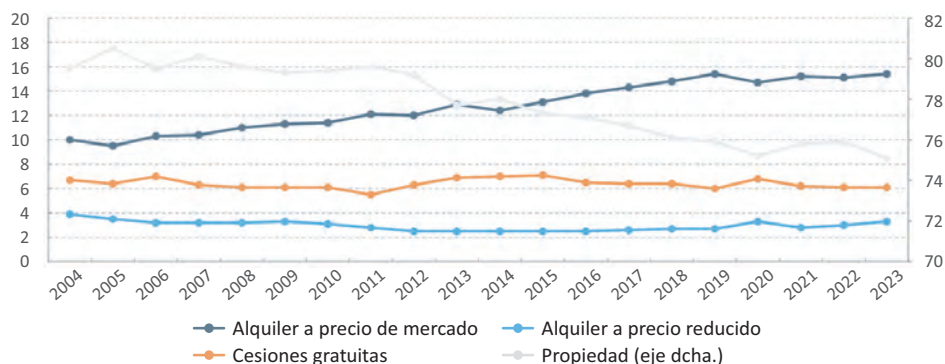
El tamaño del mercado del alquiler de vivienda residencial en España se ha incrementado de manera notable desde el año 2007. De acuerdo con las estadísticas disponibles de población y las encuestas que estiman el régimen de tenencia de la vivienda de los hogares [INE (2024a,b)], el número de personas residiendo en una vivienda arrendada se situó en torno a los 9 millones a finales de 2023, cuantía que supone un incremento estimado de unos 3,3 millones de personas desde 2007. Este importante aumento ha sido posible gracias a la incorporación adicional de más de 1,3 millones de viviendas al parque de vivienda en alquiler, cuya dimensión alcanzó una cifra situada en unos 3,6 millones de viviendas en 2023². El crecimiento del parque de vivienda en alquiler se debe fundamentalmente al dinamismo del alquiler a precio de mercado, segmento que suponía un 82,5% de

² Este número de viviendas es el que corresponde con el 18,7% de hogares que residían en viviendas de alquiler en España y el número de viviendas principales en 2023 (INE, 2024a,b). De acuerdo con las estimaciones del INE sobre el régimen de tenencia de vivienda de los hogares, unos 3 millones de unidades se encontrarían arrendadas a precios de mercado y el resto se alquilarían a precios inferiores a los de mercado como, por ejemplo, en el caso de viviendas de alquiler social o a precio asequible y las viviendas en régimen de renta antigua.

las viviendas principales arrendadas en 2023 y que presentaba un crecimiento acumulado superior al 60% desde 2007. Este incremento es superior a la tasa de crecimiento acumulada del número de hogares durante este mismo periodo, hecho que explica la tendencia descendente del régimen de tenencia en propiedad.

La dinámica en el mercado de la vivienda residencial ha supuesto un incremento de la ratio de los hogares cuya residencia habitual no es una vivienda en propiedad de 5 pp desde 2007, hasta situarse dicha ratio en el 24,8% en 2023 (INE 2024a). Este incremento se debe, fundamentalmente, al aumento del alquiler a precio de mercado durante este periodo cuya proporción se ha incrementado desde el 10,4% hasta el 15,4% de los hogares en 2023 (véase figura 1). Entre el resto de hogares no propietarios, se observa una cierta estabilidad en el peso relativo de los regímenes alternativos de tenencia de vivienda desde 2007. Por ejemplo, la residencia en viviendas arrendadas a un precio inferior al de mercado y en viviendas cedidas gratuitamente se situaba en 2023, respectivamente, en el 3,3% y en el 6,1%, frente a ratios del 3,2% y el 6,3% en 2007. Esta evolución contrasta con el importante aumento en los flujos de hogares que residen en una vivienda de alquiler a precio de mercado, dinámica que explica el progresivo incremento del *stock* de hogares arrendados desde 2007. En concreto, la relevancia del régimen de alquiler entre los hogares creció de manera significativa a partir de 2007, y alcanzó en 2019 un máximo relativo en términos de porcentaje de hogares residentes. La crisis originada por la pandemia del Covid-19 contuvo en 2020 esta dinámica, si bien el número de viviendas arrendadas mantuvo un crecimiento sostenido que se intensificó a partir de 2021 hasta registrar en 2023 los niveles más elevados del número de viviendas arrendadas de las últimas décadas (INE, 2023).

Figura 1. Régimen de tendencia de la vivienda habitual.



Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE, 2024).

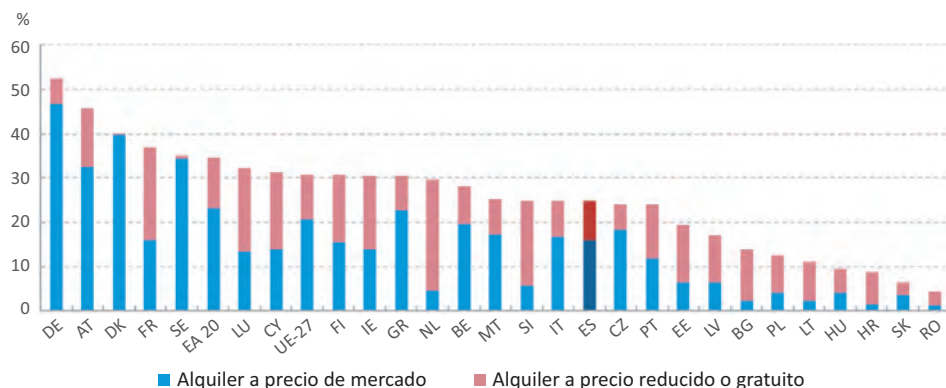
La expansión reciente del mercado del alquiler en España ha sido mayor que la observada en el conjunto de las economías europeas. Por ejemplo, la proporción de personas que residían en una vivienda de alquiler se habría incrementado entre 2014 y 2023 en 1,5 pp en el conjunto de la UE-27 y en 1,7 pp en el área del euro, frente a un aumento de 3,5 pp en España (Eurostat, 2024)³. A pesar del dinamismo reciente de los flujos netos del alquiler residencial en España, dado el predominio de la vivienda en propiedad hasta 2007, la proporción de la población residiendo en una vivienda de alquiler en España se situaba en 2023 en un nivel (24,7%) inferior a la ratio del agregado de las economías de la UE-27 (30,8%) o del área del euro (34,7%) (Eurostat, 2024). Este menor peso del régimen de tenencia en alquiler en España también se observa en comparación con las grandes economías de la UE-27, con la excepción de Italia donde las ratios son parecidas (véase figura 2). Por ejemplo, la población que residía en viviendas de alquiler en 2023 alcanzaba el 52,4% en Alemania, el 36,9% en Francia o el 29,8% en los Países Bajos⁴. No obstante, en términos de flujos, entre este grupo de economías Alemania y España son las que presentan una tendencia creciente y sostenida del aumento del régimen de alquiler durante la última década. En el caso de España, este dinamismo explica la convergencia de la proporción de población que reside en viviendas de alquiler al promedio simple de esta ratio en las economías de la UE-27 (25% en 2023).

El sostenido incremento del tamaño del mercado del alquiler en España se debe, en buena medida, al aumento sustancial de este régimen de tenencia de vivienda por parte de determinados colectivos. Los nuevos hogares cuyas personas de referencia, responsables de la vivienda arrendada, tienen una menor edad son el colectivo que ha experimentado un mayor incremento del peso relativo de la vivienda en alquiler (véase figura 3). En particular, en el caso de los hogares cuya persona de referencia se encuentra entre los 30 y los 44 años, el porcentaje de hogares que residen en una vivienda en alquiler se ha elevado desde el 18,1% de 2007 hasta el 34,3% en 2023; y entre los hogares jóvenes cuya persona de

³ La clasificación de la Encuesta Europea de Ingresos y Condiciones de Vida (EU-SILC) [Eurostat, 2024] incluye en la categoría de vivienda en alquiler los hogares que residen en viviendas arrendadas a un precio reducido o gratuito. En España, estas categorías representaban un 8,8% de la población residente en 2023, frente al 10,2% en el conjunto de la UE-27 y el 11,5% en el área del euro.

⁴ Entre el resto de economías de la UE-27, en 2023 destacan las ratios de Austria (45,7%) o Dinamarca (40%).

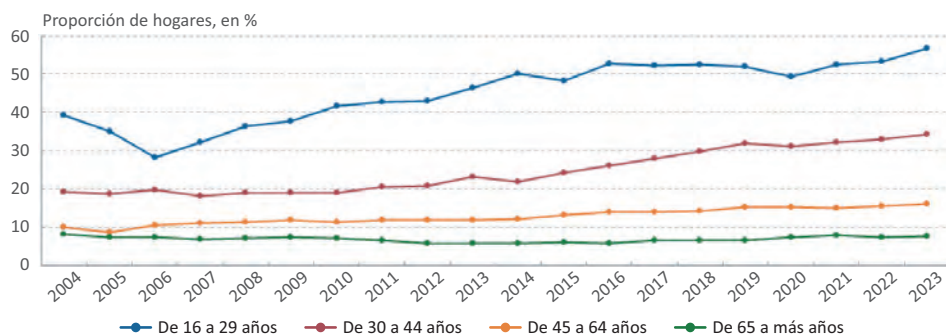
Figura 2. Población residente en vivienda de alquiler en los países de la UE-27 en 2023 (a).



(a) AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: Unión Europea, EA-20: Área Euro.

Fuente: Encuesta Europea de Ingresos y Condiciones de Vida (EU-SILC) [Eurostat, 2024].

Figura 3. Residencia en una vivienda de alquiler por grupos de edad (a).



(a) Se considera la residencia en una vivienda de alquiler tanto a precio de mercado como a precio reducido (ej. alquiler social, renta antigua).

Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE, 2024).

referencia no supera los 30 años, esta ratio se ha incrementado desde el 32,2% en 2007 hasta el 56,6% en 2023.

Entre los colectivos de menor edad también destaca la relevancia de las viviendas cedidas de manera gratuita, que en buena medida reflejarían el apoyo familiar realizado por parte de hogares propietarios que dispondrían de patrimonio

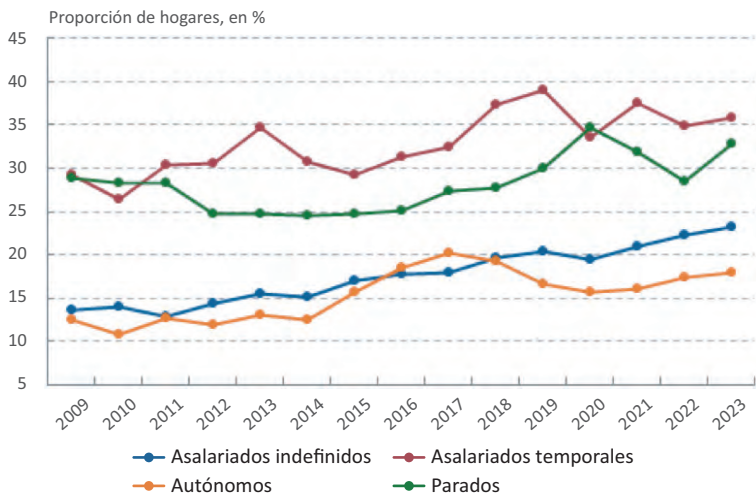
inmobiliario para facilitar la emancipación de sus miembros jóvenes. Por ejemplo, en el caso de los hogares cuya persona de referencia no supera los 30 años, la ratio de viviendas cedidas alcanza el 14,3% en 2023. De ese modo, entre los hogares más jóvenes que han podido emanciparse, la ratio de propiedad se sitúa en el 29%, 30 pp menos que en 2007, cuando el número de hogares jóvenes emancipados era significativamente más numeroso.

Los hogares cuya persona de referencia tiene nacionalidad extranjera residen de manera mayoritaria en viviendas de alquiler. En concreto, la ratio de hogares en alquiler en 2023 alcanzó el 61,3% para los hogares extranjeros con nacionalidad UE y el 71,6% para los hogares con nacionalidad del resto del mundo. Estas ratios presentaron un incremento entre 2007 y 2023 de 3,5 pp para los hogares con nacionalidad UE y de 4,1 pp para el resto de hogares extranjeros. Este aumento se concentró en las viviendas de alquiler a precio reducido que alcanzó ratios en torno al 8,5% para los hogares con persona de referencia con nacionalidad extranjera frente al 3,3% total. Este predominio de la residencia en alquiler entre la población extranjera, combinado con la acumulación de importantes saldos migratorios del exterior, contribuye a explicar el aumento del número de viviendas arrendadas. Por ejemplo, a principios de 2024 la población con nacionalidad extranjera representaba el 13,4% del total, con un incremento de 1,4 millones en relación a las cifras de finales de 2007 (INE, 2024b).

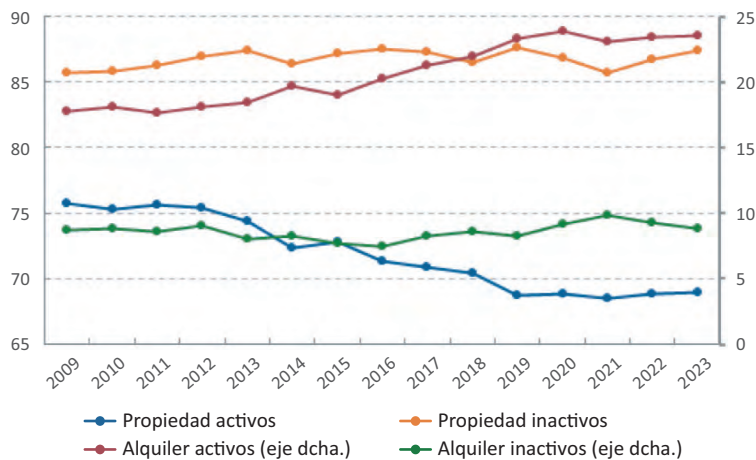
La probabilidad de residir en una vivienda de alquiler se encuentra relacionada con la situación laboral de los hogares (véase figura 4, panel 1). En particular, la residencia en viviendas de alquiler en 2023 tiene una mayor relevancia entre los trabajadores asalariados temporales (35,8%) o entre aquellos que se encuentran en situación de desempleo (32,9%). Esta situación es particularmente relevante entre los jóvenes, un colectivo que en promedio muestra mayores dificultades para obtener trabajos indefinidos a tiempo completo, presenta una mayor incidencia del desempleo y que se sitúa en una mayor proporción en la cola inferior de la distribución de la renta. Al mismo tiempo, entre el resto de hogares activos, se observa un progresivo incremento de la vivienda en alquiler entre los trabajadores indefinidos (23,3% frente al 13% en 2008) y los autónomos (17,9% frente al 12,5% en 2008). En sentido opuesto, los hogares inactivos (véase figura 4, panel 2), donde se concentran los colectivos de mayor edad, son los que presentan una menor relevancia de la vivienda en alquiler y son el único colectivo en que ha aumentado la ratio de vivienda en propiedad durante este periodo (87,1% en 2022 frente al 85,6% en 2008).

Figura 4. Evolución del régimen de tenencia habitual de los hogares en España (2009-2023)
(a) (b).

Panel 4.1. Alquiler residencial y situación laboral de los hogares activos (a) (b)



Panel 4.2. Régimen de tenencia por actividad del hogar (a) (b)



(a) La situación laboral y de actividad del hogar se refiere a la de la persona de referencia de la vivienda principal a cuyo nombre esté el título de propiedad (vivienda en propiedad) o el contrato de arrendamiento (vivienda en alquiler). Si dos personas comparten la responsabilidad de la vivienda, la de mayor edad de ellas se considerará como primera responsable.

(b) La categoría alquiler residencial incluye tanto el alquiler a precio de mercado como el alquiler a precio reducido.

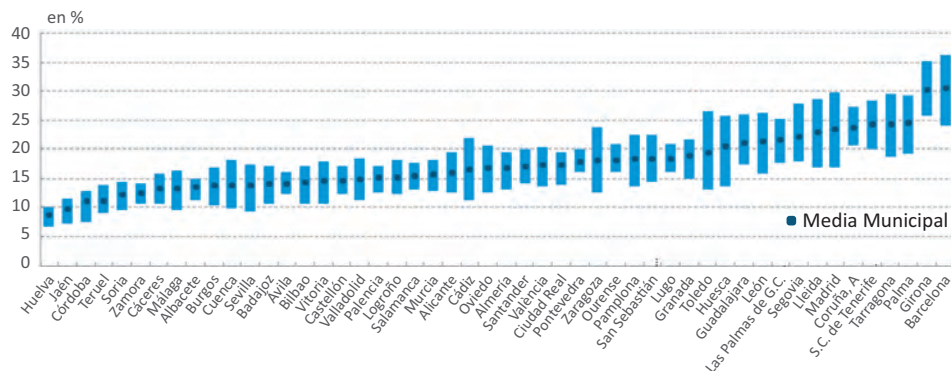
Fuente: Encuesta de Condiciones de Vida (INE, 2024a).

El tamaño del mercado del alquiler de vivienda residencial presenta una elevada heterogeneidad geográfica. En concreto, el alquiler residencial tiene una mayor relevancia en aquellas áreas donde se ha concentrado la actividad económica y el crecimiento poblacional. Si se considera el ámbito territorial de las CC. AA., los valores más elevados de porcentaje de hogares en alquiler, considerando tanto el alquiler de mercado como el alquiler reducido, se encuentran en 2023 en las comunidades de elevada actividad turística como Illes Balears (30,9%) o Canarias (28,5%), y se sitúan por encima de la media española en Madrid (26,7%) y en Cataluña (24,9%). En comparación con 2007, estas CC. AA. presentan incrementos de la ratio de residencia en alquiler en torno a los 6 pp⁵. Por otro lado, la magnitud de los aumentos relativos del *stock* de tenencia en alquiler es similar en algunas CC. AA. donde el peso del alquiler residencial se sitúa por debajo de la media española (18,7% de los hogares), como son Galicia (14,6%), Cantabria (15,5%) o la Comunitat Valenciana (15,7%).

La naturaleza local de los mercados de vivienda residencial requiere examinar estos mercados con el mayor grado de desagregación geográfica posible. Una primera aproximación descriptiva del mercado del alquiler de vivienda a escala municipal e intramunicipal puede realizarse a partir de la información del Censo de Población y Viviendas 2021 (INE, 2023). De acuerdo con esta información, la proporción de viviendas principales destinadas al alquiler muestra una elevada heterogeneidad entre las ciudades de mayor dimensión y entre las capitales de provincia. Además, se observa también una heterogeneidad significativa entre las secciones censales de dichos municipios (véase figura 5). Por ejemplo, entre las capitales de provincia, la ciudad de Barcelona presentaba en 2021 el porcentaje de viviendas principales en régimen de alquiler más elevado (31,1%), mostrando todos sus distritos ratios superiores al 25% y alcanzando los niveles más elevados de dicha proporción en los distritos de Ciutat Vella (49,1%), Eixample (35,3%) y Gràcia (34,8%). Entre las 149 ciudades españolas de más de 50.000 habitantes, la mediana de la proporción de viviendas principales destinadas al alquiler en 2021 se situaba en el 17,2% (18% en el promedio simple de este conjunto de ciudades), con porcentajes inferiores al 10% en Linares, Jaén o Huelva frente a niveles superiores al 30% en Ibiza, Arona, Melilla o Girona.

⁵ La excepción dentro de este conjunto de CC. AA. sería Illes Balears con un aumento de unos 3 pp de la proporción de hogares en alquiler.

Figura 5. Viviendas destinadas al alquiler residencial en capitales de provincia en 2021 (a).



(a) Ratio de viviendas principales destinadas al alquiler residencial respecto al número total de viviendas principales. Los intervalos representan el percentil 25 y 75 en la distribución de esta ratio en el conjunto de secciones censales de cada municipio.

Fuente: INE, 2023.

2.2. Los precios del alquiler

Un análisis preciso sobre los determinantes y las implicaciones de la reciente expansión del mercado del alquiler residencial en España requiere disponer de información estadística adecuada sobre la evolución de los precios del alquiler. En este apartado se resumen tanto las limitaciones técnicas como los avances estadísticos que se han producido en la disponibilidad de nuevas fuentes estadísticas oficiales que proporcionan información sobre los precios del alquiler de vivienda residencial en España. A partir de las fuentes de información disponibles, en este apartado se discute la evolución de los precios medios del alquiler desde 2011 hasta 2022, describiendo su dinámica creciente desde 2015 y la elevada heterogeneidad geográfica de la misma.

La principal fuente de información sobre los precios del alquiler utilizada en esta sección se obtiene a partir de la operación estadística en la que se basa el denominado *Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda* (Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, 2024)⁶. Esta estadística se construye a partir del

⁶ La publicación de esta estadística da respuesta al Real Decreto-ley 7/2019 en el que se incluye el mandato de crear un nuevo índice de precios del alquiler, con el objetivo de proporcionar mayor transparencia sobre la evolución del mercado del alquiler de vivienda.

censo de microdatos tributarios sobre el arrendamiento de inmuebles por parte de las personas físicas residentes en territorio fiscal común. A partir de las fuentes tributarias, se calculan distintas métricas relativas a las rentas medias del alquiler, el número de inmuebles arrendados o la superficie de la vivienda para el *stock* de la vivienda arrendada. Estos indicadores se pueden calcular para un amplio abanico de ámbitos geográficos (secciones censales, distritos, municipios, provincias, CC. AA. y territorio fiscal común). Una de las principales virtudes de esta operación estadística radica en el importante esfuerzo realizado para disponer de una medida homogénea de superficie para el conjunto de las viviendas arrendadas utilizadas en el cómputo de los precios medios del alquiler. En particular, la disponibilidad de una medida homogénea de la denominada *superficie construida privativa* permite disponer de una métrica de metros cuadrados comparables entre las viviendas arrendadas. De ese modo, el cómputo de los distintos indicadores de precios por metro cuadrado con una superficie homogénea evita los sesgos creados cuando en una misma estadística se utilizan distintas definiciones de superficie de la vivienda que son conceptualmente diferentes (ej. superficie útil frente a superficie construida con o sin elementos comunes).

Si bien esta fuente de información permite describir los principales rasgos de la evolución reciente de los precios en el mercado del alquiler en España, existen aún limitaciones metodológicas que deben tenerse presentes en el análisis. En concreto, persisten limitaciones relativas al alcance temporal de la información, al tratamiento de los efectos composición en la tipología de la vivienda arrendada, así como limitaciones en relación a la cobertura geográfica y por tipología de arrendatario o al análisis de los flujos de viviendas arrendadas. En el ámbito de la cobertura temporal, los datos disponibles desde 2011 no permiten examinar con una mayor perspectiva histórica el ciclo de expansión del mercado del alquiler iniciado en 2008 al inicio de la crisis en el mercado inmobiliario. Por otro lado, el retraso en la disponibilidad de la información tributaria de unos 2 años no permite realizar un análisis contemporáneo sobre la evolución más reciente del mercado del alquiler. En relación a los efectos composición, el cómputo de precios medios proporciona descriptivos sobre el *stock* de vivienda arrendada pero no tiene en consideración el efecto en dichos precios de la heterogeneidad de las viviendas arrendadas. En particular, las características de las viviendas arrendadas cambian a lo largo del tiempo y en el espacio, modificando la muestra sobre la que se computan los precios medios. De ese modo, los estadísticos calculados no pueden considerarse índices de precios, si bien los problemas de composición se reducen en ámbitos

geográficos de menor dimensión (ej. secciones censales). Por otro lado, a pesar de que la cobertura de información es muy amplia, al disponer anualmente de los microdatos de unos 2,5 millones de inmuebles arrendados para vivienda, no se incluyen los inmuebles propiedad de personas jurídicas ni las viviendas en los territorios forales. Finalmente, el cálculo de los distintos indicadores se realiza sobre el *stock* de la vivienda arrendada, sin poder diferenciar para todos los años de la muestra la variación de los precios de los nuevos contratos de alquiler. Este hecho es particularmente relevante ya que distintas regulaciones limitan las actualizaciones periódicas de las rentas del alquiler⁷ y buena parte de la dinámica de los precios de mercado se produce en los flujos de los nuevos contratos de arrendamiento.

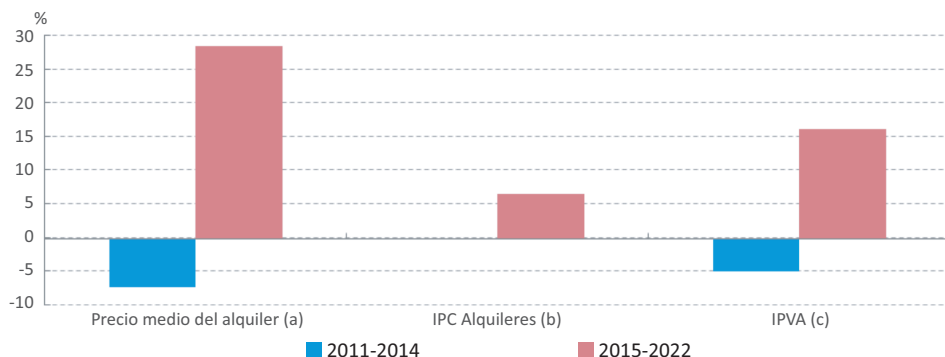
A partir de la información disponible en esta operación estadística, se calculan los precios medios del alquiler por metro cuadrado para el conjunto de las viviendas arrendadas, propiedad de los particulares, en el territorio fiscal común y en distintas unidades geográficas⁸. Estos indicadores de precios muestran una reducción del precio del alquiler por metro cuadrado promedio entre 2011 y 2014 del 7,5% (–10,9% en términos reales), con reducciones significativas de precios medios en los principales mercados como, por ejemplo, disminuciones del 6,7% en Barcelona o del 9,4% en Madrid. Esta reducción del precio medio del alquiler se produjo en un contexto de ajuste del precio de la vivienda, cuya reducción acumulada en términos nominales durante este mismo periodo de acuerdo con la media anual del Índice de Precios de Vivienda (IPV) se situó en el –22,6% (–25,4% en términos reales). La recuperación económica iniciada en 2014 coincidió con un notable crecimiento de las rentas por metro cuadrado del alquiler que alcanzó un 28,5% en términos acumulados en el territorio fiscal común entre 2015 y 2022 (un 10,8% en términos reales). Estos indicadores aproximan la variación del *coste medio* del alquiler, ya que

⁷ El Real Decreto-ley 7/2019 modifica la regulación sobre la actualización de rentas establecida en Ley de Arrendamientos Urbanos (LAU) y establece que en caso de actualización pactada entre las partes esta no podrá superar la variación anual del IPC en la fecha de dicha actualización. En el contexto del *shock* inflacionario de 2022, el Real Decreto-ley 6/2022 fija un tope máximo para las actualizaciones del 2% desde marzo de 2022 que se prorrogará hasta finales de 2023. Este límite máximo se elevó al 3% durante el año 2024 y, de acuerdo con la Ley 12/2023 por el Derecho a la Vivienda, a partir de 2025 las actualizaciones se realizarán de acuerdo con nuevo índice elaborado por el INE que deberá “evitar incrementos desproporcionados en la renta de los contratos de arrendamiento”.

⁸ Los cálculos se realizan en colaboración con el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

se refieren al conjunto de viviendas arrendadas y recogen la evolución de los precios del alquiler en momentos distintos de un contrato de arrendamiento (nuevos contratos y contratos vigentes). Por un lado, estos indicadores recogen los *precios marginales* de los nuevos contratos de las viviendas que entran en el mercado del alquiler, así como los precios de los nuevos contratos sobre las viviendas previamente arrendadas. Por otro lado, los precios medios recogen también las actualizaciones periódicas de los contratos de arrendamiento vigentes, cuya evolución se encuentra vinculada, por ejemplo, al IPC o a los límites regulatorios establecidos por el legislador en distintos momentos del tiempo. Esta evolución de los precios de los contratos vigentes queda recogida, en buena parte, por el subcomponente de alquiler de vivienda del IPC⁹. De acuerdo con este indicador, los precios nominales se habrían mantenido prácticamente constantes en el periodo 2011-2014 (-0,3%) y su crecimiento acumulado del 6,4% en el periodo 2015-2022 se encontraría por debajo del 16% registrado por el IPC (véase figura 6).

Figura 6. Variación acumulada de distintos indicadores de precios del alquiler.



(a) Calculado a partir del precio medio del alquiler por metro cuadrado del *stock* de viviendas arrendadas en territorio fiscal común.

(b) Subcomponente de alquiler de vivienda del IPC.

(c) Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler.

Fuente: INE y Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

⁹ Este componente recogería la variación de los precios asociados a cambios de inquilino de una vivienda arrendada incluida en la muestra cuando la vivienda no se encuentre vacante en el momento de realización de la encuesta del IPC. No se incluyen en este componente las nuevas viviendas que entran en el mercado sin un precio previo que es necesario para el cómputo de la variación de precios.

La relevancia de los precios marginales en el mercado del alquiler se observa en una primera aproximación a la dinámica de los precios de entrada de los nuevos contratos de alquiler de vivienda. En particular, se ha aproximado el precio medio de los flujos de los nuevos contratos a partir de la evolución del coste medio por metro cuadrado del *stock* de la vivienda arrendada y del porcentaje que representan cada año los nuevos contratos de alquiler. Los nuevos contratos incluyen tanto los referidos a aquellas viviendas que entran en el mercado por primera vez como aquellas viviendas que se encontraban previamente arrendadas (ya sean los contratos con nuevos inquilinos o las renovaciones de contratos). Este ejercicio de cuantificación considera que en este periodo los nuevos contratos suponen en los distintos años considerados entre un 30% y un 40% del parque de vivienda arrendada¹⁰ y que los contratos vigentes se actualizan en promedio de acuerdo con el IPC, a excepción de los años 2021 y 2022 cuando el crecimiento de los precios se limita al 2%¹¹. Este ejercicio revela que, sin tener en cuenta los efectos composición en el parque de viviendas arrendadas, los precios medios de los nuevos contratos de alquiler habrían experimentado incrementos interanuales situados en un rango entre el 7,5% y el 10% en el promedio del periodo 2015-2022. Este sencillo ejercicio sugiere que el dinamismo de los precios del alquiler se produce en el momento de las renovaciones de los contratos o durante la entrada de una nueva vivienda en el mercado del alquiler. Este aumento sustancial de los precios medios de los nuevos alquileres también se observa en el periodo más reciente en las estadísticas publicadas por los portales inmobiliarios. Por ejemplo, la variación interanual de los precios de oferta del alquiler se situaría entre el 6% y el 10% a finales de 2023, y en un rango entre el 9% y el 10% en el tercer trimestre de 2024¹². No obstante, debe tenerse presente que las estadísticas basadas en precios de oferta no consideran el tratamiento de cuestiones estadísticas relevantes, discutidas previamente, como son

¹⁰ Este supuesto se basa en la información disponible sobre el porcentaje que representan anualmente las nuevas viviendas en el mercado del alquiler y una duración máxima de entre 3 y 5 años de los contratos de alquiler de viviendas propiedad de las personas físicas durante los años del periodo examinado.

¹¹ Los resultados de este ejercicio son cuasi idénticos si se utiliza el IPC de alquileres como medida del crecimiento interanual promedio de las actualizaciones de los contratos de alquiler vigentes entre 2015 y 2022.

¹² Véase, por ejemplo, las estadísticas de precios de oferta de alquiler de vivienda de Idealista o Fotocasa.

el tratamiento homogéneo de las medidas de superficie de las viviendas arrendadas o los efectos composición en la tipología de las viviendas, cuya relevancia pudiera ser mayor cuando se consideran precios de oferta¹³.

Un análisis complementario de la dinámica reciente de los precios del alquiler de vivienda puede realizarse a partir de la Estadística Experimental del Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler (IPVA) publicada por el INE (INE, 2024c). Esta estadística se construye a partir de las mismas fuentes tributarias discutidas previamente y tiene como objetivo la corrección del efecto composición en la tipología de vivienda arrendada. La estadística se encuentra disponible para todo el territorio fiscal común y distintas unidades geográficas (CC. AA., provincias, municipios y los distritos de las capitales de provincia), tanto para el agregado de la vivienda arrendada como para las categorías de vivienda colectiva y unifamiliar. Si bien esta estadística tiene un carácter experimental¹⁴, la evolución del IPVA para el agregado de vivienda muestra unas tendencias similares a las que se obtienen con el indicador del precio medio por metro cuadrado de la vivienda arrendada discutidas previamente. En concreto, el IPVA señala que los precios nominales del alquiler se ajustaron a la baja entre 2011 y 2014, con una caída cercana al 5%, recuperándose de manera sostenida desde ese momento y acumulando un crecimiento en torno al 16% hasta 2022. El menor crecimiento acumulado en 2015-2022 del IPVA frente al aumento del precio medio por metro cuadrado del *stock* de viviendas arrendadas (16% frente al 28,5%) se explicaría tanto por el tratamiento estadístico de los efectos composición como por la no consideración en el IPVA hasta 2021 de las viviendas que no se arriendan durante dos años consecutivos¹⁵. Al mismo tiempo, el IPVA permite, desde 2021, diferenciar la evolución de los precios de los nuevos contratos frente a los precios de los contratos

¹³ Los precios de oferta, tanto de alquiler como de venta de vivienda residencial, suelen ser superiores a los precios de mercado, siendo este diferencial heterogéneo tanto a nivel geográfico como a lo largo del tiempo en función, por ejemplo, de los distintos cambios en la posición cíclica de la economía y su impacto diferencial entre mercados geográficos (véase, por ejemplo, García-Montalvo, 2019).

¹⁴ El INE considera una estadística experimental cuando sus contenidos no han alcanzado todavía la suficiente madurez en cuanto a fiabilidad, estabilidad o calidad de los datos, como para incluirlos dentro de la estadística oficial.

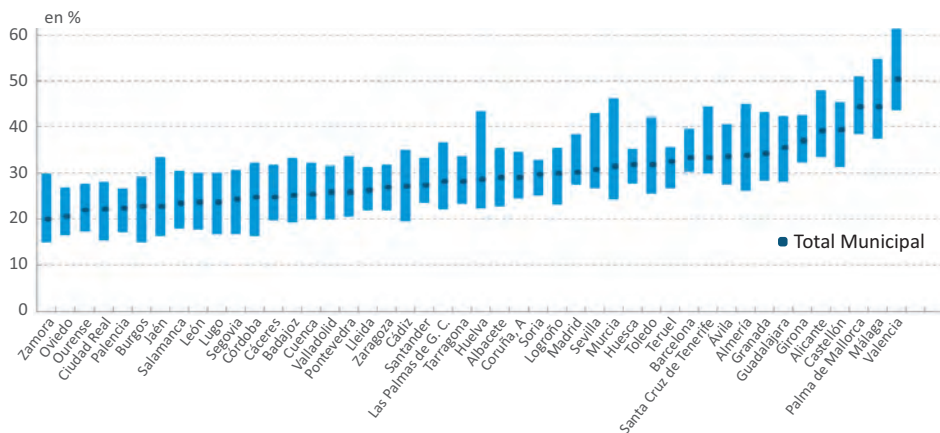
¹⁵ Este hecho puede ser particularmente relevante en los años de expansión del mercado en el que un porcentaje significativo de viviendas se incorporan por primera vez al mercado del alquiler.

ya existentes. Por ejemplo, en el año 2022 los precios de los nuevos contratos del alquiler crecieron un 5,3% frente al 2,1% de las viviendas con contratos vigentes de acuerdo al IPVA y por encima del 1,3% del IPC de alquileres. Estos resultados confirman el mayor dinamismo de los precios en los flujos de los nuevos contratos y su relevancia para el análisis de los precios del alquiler.

Los indicadores que aproximan el crecimiento de los precios medios por metro cuadrado del alquiler para el *stock* de vivienda arrendada presentan una elevada heterogeneidad geográfica entre las principales ciudades españolas, así como una amplia disparidad dentro de las grandes áreas urbanas¹⁶. Por ejemplo, entre las capitales de provincia, el crecimiento acumulado entre 2015 y 2022 de los precios medios del alquiler por metro cuadrado supera el 50% en la ciudad de Valencia y se sitúa entre el 40% y el 45% en Palma de Mallorca, Málaga, Alicante y Castellón (véase figura 7). Este aumento acumulado de los precios presenta una menor intensidad en las capitales que no se encuentran en el arco mediterráneo o no están situadas cerca de las grandes áreas urbanas, cuyo crecimiento acumulado de los precios medios se sitúa entre el 20% y el 25%. No obstante, en todas las capitales de provincia el crecimiento nominal de los precios medios del alquiler entre 2015 y 2022 supera a la inflación acumulada en este periodo (16%). Al mismo tiempo, el crecimiento acumulado en este periodo de los precios medios por metro cuadrado del alquiler muestra también una significativa heterogeneidad dentro de las secciones censales de estas ciudades (véase figura 7).

¹⁶ El término “área urbana” se refiere al concepto de Área Urbana Funcional (AUF). De acuerdo con Eurostat, una AUF está formada por una ciudad principal (centro) y un conjunto de municipios alrededor de la misma (periferia) cuya población ocupada presenta una elevada tasa de desplazamientos laborales entre dichos municipios. En España se definen 70 AUF en 2023, que representan cerca del 68,5% de la población. Véase, para más detalles metodológicos, Comisión Europea, Eurostat (2019).

Figura 7. Crecimiento acumulado del precio medio por m² del alquiler en las capitales de provincia entre 2015 y 2022 (a).



(a) Los intervalos representan el percentil 25 y 75 en la distribución del crecimiento acumulado de los precios en el conjunto de secciones censales de cada municipio.

Fuente: Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

3. OFERTA Y DEMANDA DE ALQUILER DE VIVIENDA

Las elevadas tasas de crecimiento acumulado de los precios del alquiler indican la persistencia de un desajuste entre el crecimiento de la demanda y el de la oferta de vivienda en alquiler en determinadas áreas geográficas. La cuantificación de la contribución de los distintos factores de oferta y demanda a la evolución de los precios es una cuestión empírica de identificación compleja cuyo análisis requiere de una mayor disponibilidad de datos granulares. No obstante, la literatura económica sugiere la importancia de distintos determinantes potenciales cuya relevancia se discute en esta sección de manera descriptiva. Entre estos determinantes, por el lado de la demanda, se analizan las recientes dinámicas demográficas, la distribución geográfica de la población, o la situación del mercado de trabajo que condiciona la capacidad de ahorro y la evolución de las rentas, presentes y futuras, de los hogares que se plantean el recurso al crédito hipotecario para adquirir una vivienda. En relación con la oferta de alquiler residencial, se describe la evolución de algunos de sus principales determinantes como la rentabilidad del alquiler de vivienda frente a inversiones alternativas, la aparición de usos alternativos de la oferta de vivienda, la disponibilidad de suelo para la edificación de viviendas residenciales, o la inversión pública destinada a afianzar un parque de alquiler social.

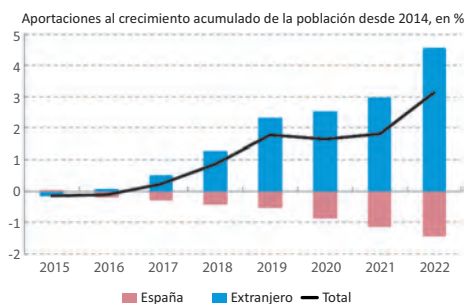
3.1. El crecimiento de la demanda de vivienda en alquiler

La demanda de vivienda residencial depende, en buena medida, de la evolución demográfica y la creación neta de hogares en una economía. En ese contexto, el crecimiento demográfico experimentado por la economía española desde 2016, especialmente intenso en el periodo 2022-2023, es un determinante fundamental para explicar el aumento de la demanda de vivienda, tanto de compra como de alquiler. Por ejemplo, el número de hogares se ha incrementado en más de 1 millón desde 2016, con aumentos anuales superiores a los 275.000 en el promedio del periodo 2022-2023. Este aumento demográfico se explica, en términos agregados, por los importantes saldos migratorios del exterior frente a las salidas netas de españoles y el crecimiento vegetativo negativo. El resultado de esta dinámica es una contribución negativa del $-1,4\%$ de los nacidos en España a la variación acumulada de la población residente entre 2014 y 2022, que ha sido compensada por una aportación al crecimiento de la población del $4,5\%$ por parte de los residentes de origen extranjero (véase figura 8, panel 1). Esta importante llegada de nuevos residentes procedentes del exterior ha contribuido a incrementar la demanda de alquiler ya que la proporción de tenencia de vivienda en alquiler es significativamente más elevada en este colectivo (véase sección 2.1). Por otro lado, el crecimiento demográfico no ha sido homogéneo en el territorio porque tanto los nuevos residentes como los flujos internos de población tienden a concentrarse en las áreas urbanas con mayor dinamismo de la actividad económica y turística (véase figura 8, panel 2). De ese modo, los municipios con unos crecimientos acumulados de población más elevados entre 2014 y 2022 registraron en promedio unos mayores incrementos de los precios medios del alquiler (véase figura 9). Esta evidencia sugiere que el impulso demográfico en determinadas áreas podría enfrentarse a una oferta relativamente rígida en el corto plazo para absorber un aumento de la demanda de alquiler.

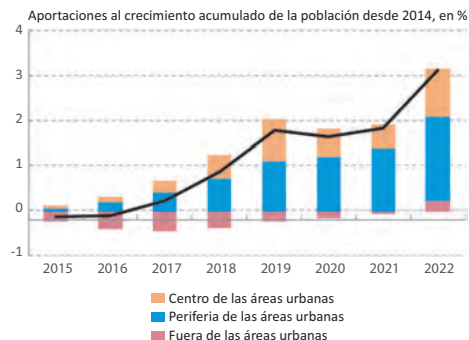
En la última década, se observa un proceso de concentración de la población residente en España en las principales áreas urbanas (Banco de España, 2021). En efecto, entre 2014 y 2022 (último año disponible), el crecimiento acumulado de la población ($3,1\%$) se ha producido en un 60% en las periferias de las áreas urbanas y en un $32,5\%$ en sus centros frente a un $7,5\%$ en el resto del territorio (véase figura 8.2). Este proceso tiene especial relevancia entre hogares jóvenes y de origen extranjero, siendo ambos colectivos en los que se concentra una mayor demanda relativa de vivienda en alquiler. Por ejemplo, en las áreas urbanas se registraron entre 2014 y 2022 incrementos netos de población de origen

Figura 8. Aportaciones al crecimiento acumulado de la población desde 2014 (%).

Panel 8.1. Crecimiento de la población por país de nacimiento



Panel 8.2. Crecimiento de la población por área de residencia

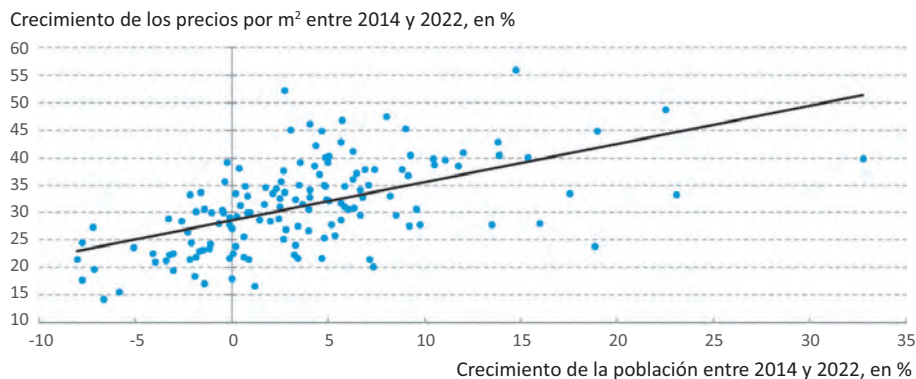


Fuente: Instituto Nacional de Estadística (Padrón Continuo y Censo Anual de Población) y Banco de España.

extranjero de 1 millón de habitantes en los centros y unos 600.000 en las periferias. En el caso de los nacidos en España, los residentes en los centros se redujeron en más de 500.000 frente a un aumento de unos 250.000 en las periferias. Al mismo tiempo, cerca de un 70% de los jóvenes entre 20 y 34 años residían en áreas urbanas en 2022, con aumentos relativos desde 2014 concentrados en los centros de las mismas. Por ejemplo, las estadísticas de migraciones interiores señalan que las ciudades de Madrid, Barcelona y Valencia recibieron en torno al 45% de los 180.000 jóvenes entre 20 y 34 años que cambiaron su municipio de residencia en 2022 (INE, 2024e). Los nuevos residentes con menores niveles de renta y ahorro acumulado, ante los elevados precios de la vivienda en las grandes ciudades, tienden a residir en viviendas de alquiler y, en el periodo más reciente, contribuirían al incremento del alquiler compartido y de habitaciones. Estos procesos de concentración de la población se asocian a unos mayores precios inmobiliarios, tanto de compra como de alquiler, y a un incremento del coste relativo de la vida cuando se producen situaciones de congestión de las áreas urbanas¹⁷.

¹⁷ Véase Forte-Campos, Moral Benito y Quintana (2021) para una estimación de los índices de coste de la vida en las ciudades españolas y la contribución de los precios inmobiliarios a los mismos. El coste de la vivienda sería el componente que explica una mayor proporción de las diferencias en el coste de la vida entre áreas urbanas españolas.

**Figura 9. Crecimiento acumulado de los precios del alquiler y población.
Municipios con más de 50.000 habitantes (a).**



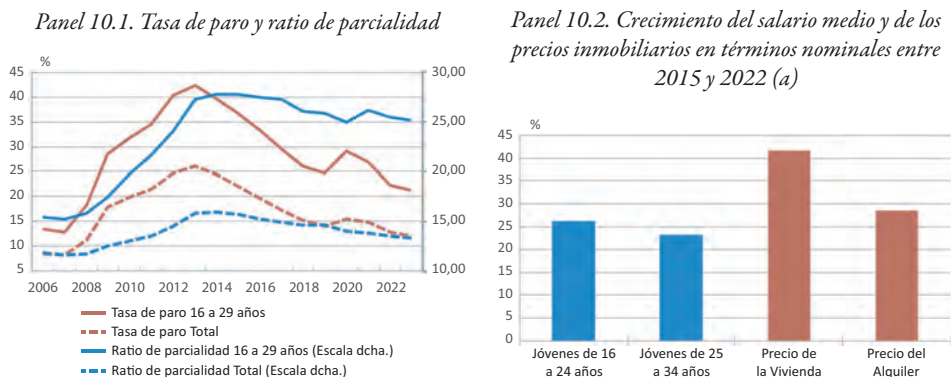
(a) No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

Fuentes: INE y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

Por otra parte, el aumento de la demanda de alquiler durante la última década se ha producido en un contexto de desplazamiento de la demanda de vivienda de los colectivos con menor renta del mercado de compraventa al del alquiler. Este desplazamiento estaría relacionado con la situación del mercado laboral y los criterios de concesión de crédito hipotecario para la adquisición de una vivienda. En relación con el mercado de trabajo, si bien el aumento de la demanda de vivienda se ha producido en un contexto macroeconómico favorable, especialmente en términos de creación de empleo y de aumento de la renta real per cápita, estos desarrollos presentan una elevada heterogeneidad entre colectivos. En particular, los trabajadores que tienen una menor formación y los jóvenes, que disponen de una menor experiencia laboral, han mantenido elevadas tasas de desempleo y mayores ratios de parcialidad en el empleo (véase figura 10, panel 1)¹⁸. El resultado de esta situación, combinada con una menor participación en el mercado laboral, se observa en la reducida tasa de empleo de los jóvenes entre los 15 y 29 años en España que en 2022 se situaba en el 39,6% frente al 49,7% en la UEM. En términos de rentas, el salario medio bruto

¹⁸ En 2023, la tasa de paro de la población activa entre los 15 y los 29 años se situó en el 21,3% y la ratio de parcialidad en el 25,3% frente a ratios del 12,1% y el 13,3%, respectivamente, para el conjunto de la economía.

Figura 10. Situación laboral de los trabajadores jóvenes.



(a) El crecimiento de los salarios corresponde con el del salario medio bruto mensual del empleo principal por grupos de edad de la EPA; el crecimiento del precio de la vivienda al del Índice de Precios de Vivienda del INE; y el aumento del precio del alquiler a las rentas por metro cuadrado para el promedio del *stock* de vivienda arrendada de acuerdo con los datos de la AEAT.

Fuente: Banco de España, con datos del INE y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

de los trabajadores jóvenes se ha incrementado durante los últimos años, con crecimientos acumulados en términos nominales del 25% entre 2015 y 2022 para los trabajadores entre los 16 y los 34 años (véase figura 10, panel 2). No obstante, estos aumentos se encuentran por debajo del crecimiento del 42% del precio de compra de la vivienda de acuerdo con el IPV durante este mismo periodo, o del incremento acumulado del precio medio del alquiler tanto a nivel agregado (28,5%) como en las grandes áreas urbanas donde se ha concentrado el crecimiento del empleo (véase sección 2.2). De ese modo, los colectivos jóvenes, con unos menores ingresos y una mayor incertidumbre laboral, habrían experimentado un deterioro en las condiciones de acceso a la vivienda y se habría incrementado el esfuerzo, en términos de renta, asociado al gasto en vivienda de alquiler (véase sección 4 y Banco de España, 2024).

El incremento del esfuerzo necesario por parte de los jóvenes para acceder a una vivienda en propiedad se habría producido en un contexto en el que las entidades bancarias habrían aplicado unos estándares crediticios prudentes, en términos tanto de las garantías de los préstamos hipotecarios como de su plazo de vencimiento, desde la crisis inmobiliaria iniciada en 2008 (Banco de España, 2024). Por ejemplo, entre las nuevas operaciones hipotecarias para la adquisición de vivienda el promedio de la ratio entre el importe del préstamo hipotecario y el

precio de compra de la vivienda (*loan-to-price*) se situó en torno al 80% desde 2014, frente a ratios superiores al 100% en 2004-2007, y descendió hasta ratios del 75% en 2023. Al mismo tiempo, la media de la ratio entre el importe del préstamo y el valor de la garantía hipotecaria (*loan-to-value*) se encontraba en 2023 alrededor del 65%, con una tendencia a la reducción de la proporción de préstamos hipotecarios con un mayor riesgo, cuyo principal supera el umbral del 80%, hasta situarse dicha proporción por debajo del 10% en 2023¹⁹. Estos estándares crediticios prudentes habrían contribuido al desplazamiento de la demanda de vivienda desde el segmento de compra al alquiler en los colectivos con menores ingresos y ahorro acumulado. Este desplazamiento al mercado del alquiler habría sido particularmente intenso entre los jóvenes y en aquellas zonas geográficas en las que el incremento del precio de la vivienda ha sido mayor que el de la renta media de los nuevos hogares residentes. En particular, en las áreas con mayor dinamismo de los precios de la vivienda, los nuevos hogares con menores ingresos no tendrían capacidad ni de generar el ahorro necesario para adquirir una vivienda en propiedad ni su renta les permitiría hacer frente a una cuota hipotecaria en niveles prudentes²⁰. En el periodo más reciente, el endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos y el incremento del coste de financiación de las nuevas hipotecas, asociados al cambio de tono de la política monetaria iniciado a finales de 2021, habrían elevado adicionalmente la demanda de alquiler entre los colectivos con menores ingresos durante los años 2022 y 2023.

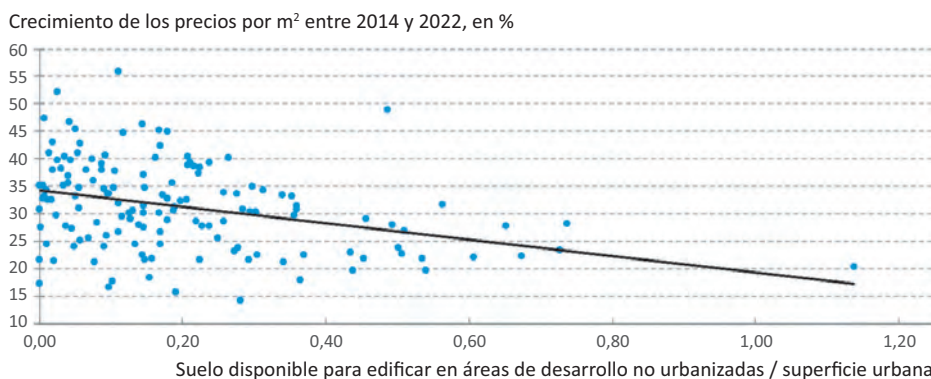
3.2. La rigidez de la oferta de alquiler de vivienda

El impulso de la demanda de vivienda de alquiler durante la última década se ha producido en un contexto de escaso dinamismo de la oferta de vivienda nueva. En el periodo reciente, las cifras de viviendas finalizadas desde 2021 y las previsiones de finalización de nuevas unidades hasta 2025 se han estabilizado en torno a las 90.000 viviendas anuales. Estas cuantías se sitúan sensiblemente por debajo de la creación neta de hogares residentes y la demanda de vivienda por parte de extranjeros no residentes, generando un déficit de nueva vivienda

¹⁹ Los valores medios de los ratios LTP (*loan-to-price*) y LTV (*loan-to-value*) se calculan como las medias ponderadas de dichas ratios para los nuevos préstamos hipotecarios ponderadas por el capital préstamo.

²⁰ La probabilidad de impago hipotecario se incrementaría a partir de cuotas hipotecarias que superen el 30% de la renta bruta del hogar (Banco de España, 2024).

Figura 11. Crecimiento acumulado de los precios del alquiler y suelo disponible. Municipios con más de 50.000 habitantes (a) (b).



(a) La ratio de suelo disponible se computa en relación con la superficie urbana de 2014. El dato de suelo potencialmente disponible para edificar en áreas de desarrollo corresponde al último dato publicado que se encuentra disponible en el período analizado.

(b) No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

Fuentes: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores, el Catastro y el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

residencial que debe cubrirse con el *stock* de vivienda usada (Banco de España, 2024). La concurrencia de un conjunto de factores de oferta explicaría la escasa contribución relativa de la vivienda nueva a la oferta agregada de vivienda residencial. Entre estos factores destacan la reducida disponibilidad de suelo finalista²¹, el incremento de los costes de construcción, la escasez de mano de obra cualificada en determinadas actividades de construcción, y la falta de inversiones destinadas a la adquisición y desarrollo de nuevo suelo urbano disponible para edificación. Por ejemplo, se observa una relación negativa entre el crecimiento acumulado de los precios medios del alquiler en las ciudades de mayor dimensión entre 2015 y 2022 y la disponibilidad de suelo finalista en dichos municipios (véase figura 11). Esta relación sugiere la relevancia que tendría la disponibilidad de suelo en la determinación de los precios del alquiler.

²¹ Se entiende por “suelo finalista” el suelo urbano situado en áreas de desarrollo que está disponible para edificar (solar edificable).

En ese contexto, la movilización de viviendas residenciales de segunda mano y la conversión de viviendas secundarias en principales habrían sido fundamentales para hacer frente al aumento de la demanda de alquiler. No obstante, este incremento de la oferta de vivienda de alquiler se ve limitado por la creciente escasez de viviendas que se adecúen a las preferencias de los hogares en las áreas urbanas con mayor demanda²², la reducida capacidad de rehabilitación de las viviendas usadas²³, así como la aparición y auge de usos alternativos de la vivienda como son el alquiler turístico, el arrendamiento de habitaciones y el alquiler de temporada, cuya relevancia se ha incrementado en el periodo más reciente. En relación con los usos alternativos de la vivienda, los datos disponibles en los portales inmobiliarios apuntan a un rápido crecimiento en las principales áreas urbanas del alquiler de temporada, cuya duración habitual se sitúa entre 1 y 11 meses, y un auge del arrendamiento de habitaciones desde 2023. Estas alternativas presentarían elevadas rentabilidades esperadas para los propietarios, además de un marco regulatorio más laxo²⁴ que el alquiler residencial, incentivando a los propietarios al desplazamiento de la oferta de viviendas a estas alternativas. Por ejemplo, los indicadores publicados por los portales inmobiliarios apuntan a un crecimiento de las ofertas de vivienda para alquiler de temporada de un 55% interanual a mediados de 2024, frente a una reducción de los anuncios de alquiler residencial superior al 15%. Este aumento del alquiler de temporada ha supuesto que esta alternativa alcance porcentajes en torno al 13% de la oferta total de inmuebles en alquiler, con ratios que superarían el 40% en Barcelona o el 30% en San Sebastián. Por otro lado, las ofertas de alquiler de habitaciones se habrían incrementado más de un 40% en tasa interanual durante el primer trimestre de 2024. Si bien se observa un incremento prácticamente generalizado de esta alternativa durante el último año,

²² Las estimaciones realizadas en 2020 sitúan en unas 400.000 unidades las viviendas desocupadas en las ciudades con más de 250.000 habitantes (véase INE, 2023). Esta cuantía supone el 7,5% del parque viviendas en el conjunto de estos municipios, con ratios por debajo del 10% en los centros de las principales áreas urbanas (por ejemplo, 9,3% en Barcelona, 8,8% en Valencia o 6,3% en Madrid).

²³ Los visados de rehabilitación de viviendas se sitúan en torno a los 25.000 anuales (Banco de España, 2024).

²⁴ Por ejemplo, estos usos alternativos no se verían afectados por limitaciones en los niveles o en las actualizaciones de las rentas del alquiler ni estarían sujetos a prórrogas forzosas de los contratos.

las ciudades de Barcelona, Madrid y Valencia concentrarían hasta un 60% de la oferta de alquiler de habitaciones.

El auge del alquiler de temporada y el arrendamiento de habitaciones coincide con la consolidación del mercado del alquiler turístico²⁵. Si bien los datos agregados disponibles apuntan a un peso modesto del alquiler turístico en el conjunto del mercado de la vivienda residencial, esta alternativa habría alcanzado una dimensión relevante en determinadas áreas urbanas y en los distritos céntricos de las grandes ciudades. En concreto, el número de viviendas destinadas al alquiler turístico, unas 350.000 a principios de 2024²⁶, suponía alrededor de un 1,8% del total de viviendas principales y en torno a un 10% del tamaño del mercado de alquiler de vivienda residencial. No obstante, estas viviendas se encuentran concentradas en las principales zonas turísticas, destacando las elevadas ratios de vivienda turística sobre vivienda de alquiler en algunas áreas urbanas del arco mediterráneo –Marbella, Málaga o Elche–, así como proporciones que superan el 20% en las periferias de las áreas urbanas del norte peninsular –Santander, Vigo o Gijón (véase figura 12)–. Asimismo, el alquiler turístico muestra porcentajes elevados en relación con el parque de alquiler residencial en los distritos céntricos de las grandes ciudades como Barcelona, Madrid, Sevilla y Valencia. De acuerdo con la literatura económica, en las áreas donde el alquiler turístico habría reducido el potencial de vivienda para uso residencial se producirían mayores incrementos relativos de los precios inmobiliarios²⁷.

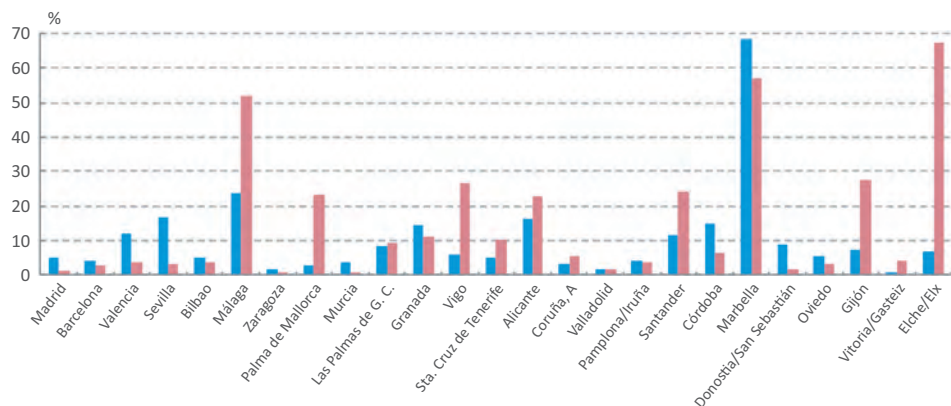
Las limitaciones al crecimiento potencial de la oferta de alquiler no han impedido, hasta la fecha, un aumento sustancial del parque de vivienda destinada al alquiler residencial propiedad de las personas físicas durante la última década.

²⁵ Los indicadores para la ciudad de Barcelona relativos a la oferta de vivienda destinada bien al alquiler turístico o bien al de temporada, a mediados de 2023, sitúan estos usos en un 45% de la oferta de alquiler residencial (Observatori Metropolità de l'Habitatge de Barcelona, 2023).

²⁶ Las dificultades de medición estadística son particularmente relevantes en este ámbito ante la oferta de viviendas turísticas no registradas a nivel municipal. Véase Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad (INE, 2024d).

²⁷ García-López, Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú (2020) estiman que las zonas de Barcelona cuya concentración de vivienda turística las sitúa en la decila superior de la distribución de la actividad de Airbnb habrían experimentado aumentos de los precios del alquiler de un 7% y de los precios de venta de un 17%. Koster, Van Ommeren y Volkhausen (2020) estiman que el alquiler turístico en Los Ángeles habría incrementado un 15% los precios de la vivienda alrededor de las áreas con mayor actividad turística.

Figura 12. Proporción de viviendas turísticas en 2024 sobre el parque de vivienda residencial en alquiler en las 25 mayores áreas urbanas (%) (a).



a) Calculado como el porcentaje que suponen las viviendas turísticas en febrero de 2024 (INE, 2024d) en relación con la última cifra disponible para el año 2021 del número de viviendas en alquiler residencial a nivel municipal (INE, 2023).

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En concreto, el aumento de la inversión en vivienda de alquiler y la reasignación de los usos de las viviendas acumuladas han supuesto un incremento estimado del *stock* de viviendas en alquiler para residencia habitual propiedad de los particulares en torno a las 100.000 viviendas anuales en el promedio del periodo 2012-2022. Esta evolución ha contribuido al aumento del peso relativo de los propietarios personas físicas en el mercado del alquiler de vivienda habitual, situado según datos de 2021 en más de un 90% de las viviendas habituales en alquiler a precio de mercado, frente a un 8% del parque de alquiler de vivienda habitual que sería propiedad de sociedades (véase tabla 1). Los cálculos de estas ratios se realizan a partir de la combinación de distintas fuentes de datos tributarios y catastrales y su magnitud relativa puede diferir, por la distinta naturaleza de los datos considerados, de estimaciones alternativas realizadas con datos de los depósitos de fianzas del alquiler²⁸.

²⁸ Los cálculos de estas ratios se realizan a partir de la información suministrada para el año 2021 por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT. Esta información se basa en la combinación de distintas bases de datos administrativos de naturaleza confidencial que identifican el domicilio habitual de todos los residentes en territorio fiscal común, la información sobre la vivienda habitual contenida en las declaraciones del IRPF de los arrendatarios y de

Tabla 1. Peso de las sociedades en el alquiler de vivienda habitual en 2021 (%) (a).

España	8,1	Castilla - La Mancha	7,2
Andalucía	7,1	Cataluña	11,1
Aragón	6,2	Comunitat Valenciana	7,2
Principado de Asturias	4,3	Extremadura	2,6
Illes Balears	4,7	Galicia	3,8
Canarias	9,1	Comunidad de Madrid	10,3
Cantabria	5,7	Región de Murcia	5,4
Castilla y León	5,5	La Rioja	6,5

(a) Porcentaje que suponen los bienes inmuebles propiedad de sociedades destinados al alquiler de vivienda habitual de las personas físicas en el mercado del alquiler residencial para el agregado de las áreas consideradas (comunidades autónomas).

Fuente: Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

El modesto peso relativo de las sociedades en el mercado del alquiler de vivienda habitual es generalizado entre CC. AA. Esta situación en España contrasta con el contexto de este mercado en las grandes economías europeas. Así, de acuerdo con las estimaciones realizadas por los agentes del mercado inmobiliario, los grandes inversores institucionales (entidades financieras, aseguradoras, fondos de inversión o Socimi) dispondrían en las grandes economías europeas de un mayor peso relativo en el mercado del alquiler residencial²⁹. Estos agentes profesionalizados disponen de una mayor capacidad para generar economías de escala y diversificar los riesgos. Esta capacidad podría redundar en unas menores primas de riesgo y en una menor repercusión de los costes operativos y tributarios en los precios del alquiler. El resultado agregado de estos desarrollos es un mercado del alquiler en el que la propiedad no se encuentra concentrada y en el que destacan los pequeños propietarios. Por ejemplo, los cálculos con datos administrativos para el año 2021 sitúan el número total de viviendas habituales en alquiler cuyo propietario es una

los arrendadores personas físicas, y la naturaleza jurídica de los propietarios de bienes inmuebles incluida en la base detallada de Catastro que permite identificar las sociedades propietarias de las viviendas que se declaran como domicilio habitual de personas físicas.

²⁹ Por ejemplo, el peso de estos inversores en el parque de vivienda de alquiler residencial supondría un 34 % en Alemania o un 23% en Francia (véase CBRE, 2024).

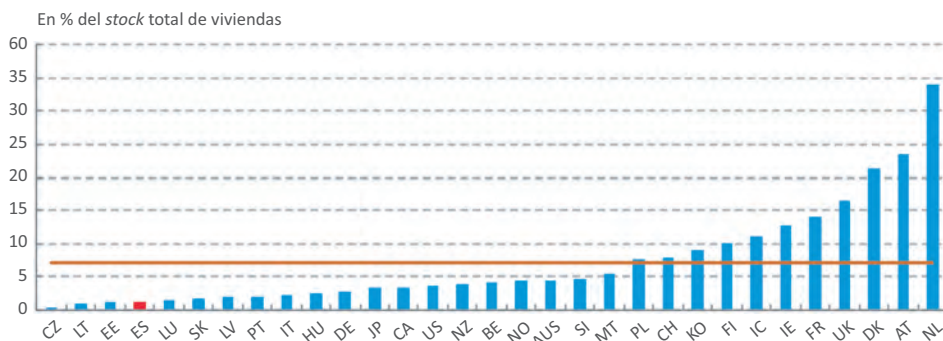
persona física titular de más de diez viviendas en un máximo del 7% del parque de alquiler de mercado en territorio fiscal común³⁰.

El aumento de la oferta de vivienda en alquiler por parte de los particulares en el periodo reciente no habría sido complementado por un incremento de la inversión pública en alquiler social³¹. En efecto, el parque de alquiler social en España es muy reducido en el contexto de las economías avanzadas, con una cifra estimada en 2023 de este tipo de viviendas situada alrededor de las 300.000 unidades, que representan en torno al 1,5% de las viviendas principales y el 1% del *stock* total de viviendas (véase figura 13). Esta ratio contrasta con el peso relativo del parque de vivienda en alquiler social en el promedio de las economías europeas o de la OCDE que se sitúa, en ambos casos, en torno al 7% del parque de viviendas, y alcanza cifras significativas, por ejemplo, en Francia (14%), el Reino Unido (16,7%) o los Países Bajos (34,1%) (OCDE, 2024). La equiparación de España a las ratios promedio de las economías avanzadas requeriría la incorporación de una cifra situada en torno al millón y medio de viviendas adicionales en régimen de alquiler social.

³⁰ Cálculos realizados a partir de la información suministrada para el año 2021 por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

³¹ En la definición de alquiler social se consideran también las viviendas arrendadas por el sector público a precio reducido como, por ejemplo, el alquiler a precio asequible. Véase López-Rodríguez y Matea (2020) para una discusión sobre los posibles esquemas de intervención que engloba la provisión pública de vivienda en alquiler y de su complementariedad con otras políticas de vivienda.

Figura 13. El parque de vivienda de alquiler social en las economías avanzadas en 2020 (a) (b).



(a) Los datos corresponden a 2020 o al último año con información disponible [véase, para mayor detalle, OECD (2024)]. La línea horizontal representa el promedio para las economías de la OCDE.

(b) AT: Austria, AUS: Australia, BE: Bélgica, CA: Canadá, CH: Chile, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, JP: Japón, KO: Corea, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, NO: Noruega, NZ: Nueva Zelanda, PL: Polonia, PT: Portugal, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UK: Reino Unido.

Fuente: OECD, 2024.

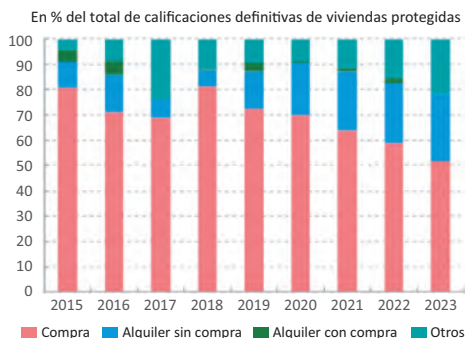
El reducido parque público de vivienda en alquiler social existente en España es el resultado de la apuesta en las décadas precedentes por una política de vivienda centrada en la vivienda de protección oficial (VPO) en propiedad y la escasa dotación presupuestaria para el alquiler social, tanto a nivel estatal como de las CC. AA. En efecto, el actual déficit de vivienda en alquiler social en España se produce a pesar del elevado esfuerzo inversor realizado en vivienda pública desde la década de 1980 hasta la primera década del siglo XXI. Por ejemplo, el número de viviendas protegidas calificadas en los planes estatales y autonómicos en el periodo 1990-2014 superó los 1,3 millones de viviendas, cifra que supone un 6,7% de las viviendas principales de 2023 (véase figura 14, panel 1). El menor espacio fiscal existente en el conjunto de las AAPP desde la crisis económica iniciada en 2008 ha reducido la inversión pública en vivienda. Este ajuste en la inversión pública ha dado como resultado una progresiva reducción de la finalización de viviendas protegidas desde las 55.000 unidades anuales en el periodo 1990-2009 o cifras en torno a las 40.000 unidades entre 2010 y 2014 a las 8.000 viviendas anuales en el promedio del periodo 2015-2023. Además, los recursos destinados a esta política han continuado dando un mayor énfasis a la vivienda protegida en propiedad frente al alquiler social (véase figura 14, panel 2).

Figura 14. Evolución del número de nuevas viviendas protegidas y su distribución por régimen de tenencia

Panel 14.1. Calificaciones definitivas de vivienda protegida (1991-2023)



Panel 14.2. Distribución de viviendas protegidas por régimen de tenencia



Fuente: Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

En ese contexto, las AAPP españolas han anunciado objetivos y medidas para modificar la orientación de su política de vivienda e incrementar su esfuerzo inversor para lograr un progresivo incremento del parque público de vivienda en alquiler social. Por ejemplo, el Plan de Vivienda en Alquiler Asequible (PVAA) tiene como objetivo incrementar en 184.000 viviendas el parque público de viviendas destinadas al alquiler en los próximos años³². El cumplimiento de este objetivo supondría incrementar de manera notable las cifras recientes de producción de vivienda protegida de alquiler promovida en los planes estatales y autonómicos, que se situaron en unas 2.300 viviendas anuales con la calificación definitiva de viviendas protegidas en régimen de alquiler en el promedio del periodo 2022-2023. Asimismo, en este mismo periodo las calificaciones provisionales de nuevas viviendas protegidas en alquiler en los citados planes se

³² Este objetivo se alcanzaría con 123.000 nuevas viviendas en programas impulsados por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (MIVAU), 50.000 movilizadas por la Sareb y 11.000 del Fondo Social de Viviendas en alquiler. Las viviendas impulsadas por el MIVAU se movilizarían a través de una línea de préstamos ICO de 4 mm de euros, complementada con un aval público de hasta un 50% del importe de los préstamos suscritos, para la construcción y rehabilitación de viviendas (43.000), la construcción de vivienda asequible sobre suelo público de la Entidad Pública Empresarial de Suelo (Sepes) (36.000), el uso de fondos europeos del PRTR para construir viviendas en alquiler social en edificios energéticamente eficientes (20.000), las ayudas a las CC. AA. del Plan Estatal de Vivienda (14.000) y los convenios con entidades locales (unas 10.000).

situaron en media anual en unas 3.500 viviendas. Estas cifras muestran la modesta producción de nueva vivienda de alquiler social en el periodo reciente, e ilustran la magnitud cuantitativa del esfuerzo que supondrá aumentar de forma sustancial y sostenida la producción de este tipo de viviendas para alcanzar los objetivos planteados, así como los retos que supone converger a las ratios promedio de alquiler social en las economías avanzadas.

3.3. La rentabilidad bruta del alquiler de vivienda residencial

El sustancial aumento de la inversión en vivienda de alquiler por parte de los hogares en el periodo 2012-2022 sugiere un incremento del atractivo relativo de este activo frente a inversiones alternativas. Si bien una medición y comparación adecuada de la rentabilidad de los activos requiere considerar de manera homogénea factores fundamentales de la misma como son, por ejemplo, el riesgo de los distintos activos o el tratamiento fiscal de los rendimientos, en este apartado se realiza una primera aproximación descriptiva a esta cuestión.

Un primer análisis puede realizarse a partir del indicador de rentabilidad bruta del alquiler residencial (RBA), que se define como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio de la vivienda, medidos ambos por metro cuadrado. Este indicador se calcula para el conjunto del territorio fiscal común y para distintas unidades geográficas (municipios y distritos)³³. La RBA en términos nominales para el promedio del *stock* de vivienda arrendada en territorio fiscal común se estima alrededor del 5,5% anual en el periodo 2011-2022 (véase tabla 2). Estas RBA se calculan para el promedio de los alquileres con contratos vigentes y son inferiores a las rentabilidades al inicio de un contrato de arrendamiento si los precios de los nuevos contratos se sitúan por encima de los precios de los contratos vigentes que están limitados por las regulaciones sobre las actualizaciones de los mismos (véase sección 2.2)³⁴. Estas medidas

³³ Las RBA incluidas en este documento se calculan a partir de la información suministrada por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT para el *stock* de viviendas arrendadas y el Colegio de Registradores para el flujo de transmisiones de vivienda. Este indicador es una primera aproximación a la rentabilidad bruta del alquiler cuya medición precisa requeriría de información más granular sobre el valor de mercado de cada una de las viviendas arrendadas y las características de cada vivienda considerada.

³⁴ Las estimaciones de los crecimientos anuales de los nuevos alquileres desde 2015 situarían estas rentabilidades brutas de entrada en un rango estimado entre el 6,5% y el 7,5%.

de rentabilidades brutas no se encuentran ajustadas por riesgo y no tienen en cuenta ni los gastos asociados al alquiler ni su tratamiento fiscal. En ese sentido, los gastos declarados como deducibles en el IRPF por los particulares que arriendan viviendas supondrían, en promedio, una reducción del rendimiento bruto de 2 pp. Al mismo tiempo, el tratamiento fiscal favorable a las rentas del alquiler de vivienda habitual por parte de las personas físicas³⁵ se estima en una cuantía equivalente en términos de RBA que oscila entre 0,5 pp para los contribuyentes en el primer tramo del IRPF hasta los 1,25 pp para aquellos situados en los tramos superiores de la tarifa progresiva de este impuesto³⁶. En el promedio del periodo 2011-2022, el gravamen de las rentas del alquiler de vivienda en el IRPF habría reducido la RBA en un rango estimado entre 0,3 y 0,8 pp. En cualquier caso, estos cálculos de la RBA deben considerarse con prudencia ya que estas estimaciones se realizan con la información de viviendas arrendadas agregada a nivel geográfico sin disponer de información granular sobre las mismas. Esta agregación impide considerar el posible impacto en la RBA de efectos composición por diferencias en la tipología de los inmuebles arrendados en relación a las compraventas de vivienda (por ejemplo, diferencias en la superficie media), así como cambios de las características de las viviendas a lo largo del periodo considerado.

El indicador de la RBA puede complementarse con una medida de rentabilidad bruta *ex post* que incorpore las revalorizaciones del precio de la vivienda. En particular, aquellos inversores particulares que sean propietarios de una vivienda destinada al alquiler obtendrían un dividendo por las rentas del alquiler, aproximado por la RBA, y una ganancia patrimonial latente asociada a la revalorización de la vivienda. Esta ganancia de capital se puede aproximar a partir de la variación del IPV del conjunto de España (véase tabla 2). En el promedio del periodo 2011-2022 la rentabilidad *ex post* aproximada a partir de la RBA y la

³⁵ Los rendimientos del capital inmobiliario derivados del alquiler de vivienda en el IRPF tienen, con carácter general, una reducción del 50% para los contratos firmados a partir de 2024, manteniéndose una reducción del 60% para los contratos vigentes hasta la finalización de los mismos. Este beneficio fiscal en el IRPF no se aplica a otras rentas inmobiliarias que, por lo tanto, tienen mayores tipos efectivos.

³⁶ Los cálculos del impacto de los gastos deducibles y los beneficios fiscales al arrendamiento de vivienda en términos de RBA se realizan a partir de la información proporcionada por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

evolución del IPV se habría situado, en términos nominales, en el 6,3%³⁷ anual. Entre 2015 y 2022, la rentabilidad media anual ascendería al 10,5% debido al mayor crecimiento medio del precio de la vivienda durante este periodo. En cambio, entre los años 2011 y 2014 los inversores particulares con viviendas arrendadas habrían experimentado, en promedio, rentabilidades *ex post* negativas por la pérdida de valor de estos activos. De manera alternativa, la rentabilidad *ex post* puede calcularse desde 2015 con un indicador de la variación del precio medio por metro cuadrado de la vivienda que considera el peso relativo de las viviendas arrendadas en cada área (véase tabla 2)³⁸. Esta alternativa estima una rentabilidad anual media en el periodo 2015-2022 del 10,8%, en línea con la calculada con el IPV. En conjunto, estas rentabilidades *ex post* del alquiler de vivienda se encontraban en este periodo por encima de las rentabilidades brutas nominales anuales de la inversión en bonos del Estado a 10 años, en depósitos bancarios o en el índice bursátil IBEX-35, incluyendo el pago de dividendos, que se situaron en el 1,2%, el 0,3% y el 6,8%, respectivamente³⁹.

³⁷ Esta rentabilidad nominal se habría visto minorada en términos reales por un crecimiento medio anual del IPC del 1,8%.

³⁸ Este indicador se calcula como la media ponderada de la variación anual del precio registrado por metro cuadrado de la vivienda a nivel de distrito ponderado por el número de viviendas arrendadas en cada distrito.

³⁹ Véase Síntesis de Indicadores del Mercado Inmobiliario y para la rentabilidad del IBEX-35 con dividendos, el Índice calculado por BME.

Tabla 2. Rentabilidad nominal de la inversión en alquiler de vivienda residencial.

Años	RBA (a)	IPV (b)	RBA+IPV	Precio Vivienda (c)	RBA + Precio Vivienda
2011	5,1	-7,4	-2,3	-	-
2012	5,7	-13,7	-8,0	-	-
2013	6,0	-10,6	-4,6	-	-
2014	5,8	0,3	6,1	-	-
2015	5,7	3,6	9,3	3,1	8,8
2016	5,6	4,7	10,3	4,3	9,8
2017	5,5	6,2	11,6	6,5	12,0
2018	5,4	6,7	12,1	7,9	13,4
2019	5,7	5,1	10,8	6,0	11,7
2020	5,7	2,1	7,8	2,4	8,2
2021	5,7	3,7	9,3	4,7	10,4
2022	5,5	7,4	12,9	7,0	12,4
Promedio 2011-2014	5,7	-7,8	-2,2	-	-
Promedio 2015-2022	5,6	4,9	10,5	5,2	10,8
Promedio 2011-2022	5,6	0,7	6,3	-	-

(a) La rentabilidad bruta del alquiler (RBA) se define como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio registrado de venta de la vivienda, ambos en metros cuadrados.

(b) Variación del Índice de Precios de Vivienda (INE), en %.

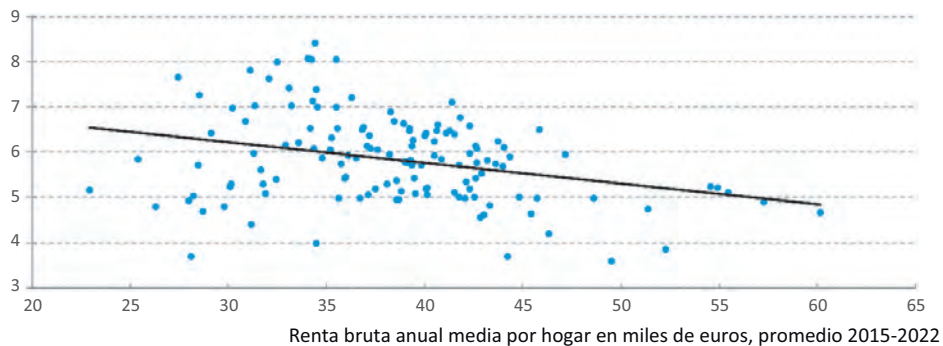
(c) Variación en % del precio por metro cuadrado de la vivienda en el promedio de las áreas con viviendas arrendadas (Banco de España). Este indicador se calcula como la media ponderada de la variación anual del precio por metro cuadrado de la vivienda a nivel de distrito, a partir de la información registral disponible desde 2014, ponderado por el número de viviendas arrendadas en cada distrito.

Fuente: Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT y el Colegio de Registradores, e INE.

Las RBA calculadas con una mayor desagregación geográfica indican una elevada heterogeneidad de estas rentabilidades. En particular, la RBA tiende a ser sistemáticamente mayor en aquellas áreas con unos menores niveles de renta de los hogares. Por ejemplo, entre el conjunto de municipios con más de 50.000 habitantes, se observa una relación negativa entre la renta media bruta de los hogares y la RBA en el promedio del periodo 2015-2022 (véase figura 15). Los mayores niveles de RBA en áreas donde residen colectivos con menores ingresos también se observa cuando se analizan estos indicadores a nivel de

Figura 15. Rentabilidad bruta del alquiler y renta bruta media por hogar en el periodo 2015-2022 (a) (b) (c).

Rentabilidad bruta del alquiler en %, promedio 2015-2022



(a) La rentabilidad bruta del alquiler se define como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio de venta de la vivienda, en metros cuadrados, en un municipio.

(b) Muestra de municipios con más de 50.000 habitantes. Se excluyen los seis municipios cuya renta media por hogar supera los 75.000 euros anuales por ser observaciones atípicas. No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco, al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

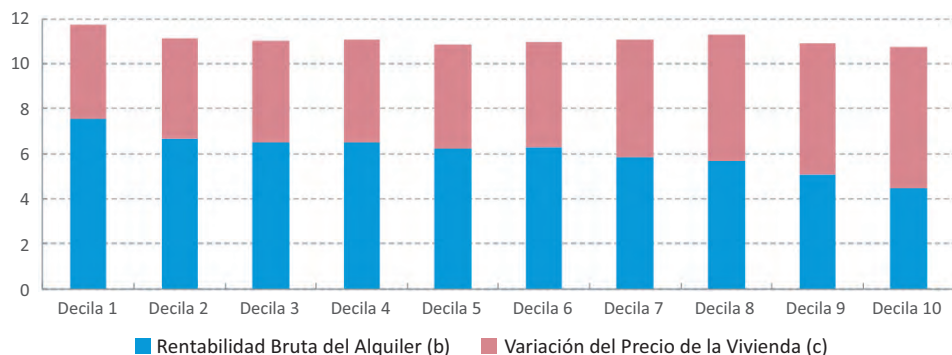
(c) La renta bruta anual media por hogar se deflacta con el IPC provincial utilizando 2021 como año base.

Fuentes: INE y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

distritos municipales⁴⁰ (véase gráfico 16) y, en particular, dentro de las grandes ciudades. Esta mayor RBA en mercados con un menor nivel de renta de los hogares podría explicarse, al menos en parte, por la incorporación al precio del alquiler de una prima de riesgo positiva por parte de los propietarios en estas áreas. Dicha prima podría emerger por la percepción de los arrendadores de un mayor riesgo relativo cuando estos alquilan viviendas a inquilinos con un menor poder adquisitivo. De manera alternativa, los mayores niveles de RBA en áreas con menor renta también podría reflejar la mayor dificultad de los hogares en dichas áreas para acceder a préstamos hipotecarios para la compra de vivienda en un contexto de oferta de alquiler restringida. Las diferencias de RBA entre áreas indican que los inquilinos con menores ingresos hacen frente, en promedio,

⁴⁰ La definición de distrito utilizada en este análisis es la de “*Sub-City-District*” incluida en los Indicadores Urbanos que se definen en el proyecto *Urban Audit* de Eurostat.

Figura 16. Rentabilidad de la inversión en vivienda de alquiler entre distritos en el promedio del periodo 2015-2022 (a) (b) (c).



(a) Municipios de más de 50.000 habitantes en territorio fiscal común. Los distritos se clasifican por decilas en función de la distribución de la renta bruta media de los hogares residentes en los mismos.

(b) Ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio registrado de venta de la vivienda, ambos en metros cuadrados. El indicador agregado de cada decila es la media ponderada de la RBA de cada distrito ponderada por el número de viviendas.

(c) Variación anual media del precio por metro cuadrado de la vivienda en el promedio de las áreas con viviendas arrendadas.

El indicador agregado para cada decila es la media ponderada de la variación de los precios en cada distrito ponderada por el número de viviendas arrendadas.

Fuente: Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT y el Colegio de Registradores.

a un coste del alquiler relativamente más elevado, en relación con los precios de compra de la vivienda en la zona donde residen, que el de los arrendatarios con mayores ingresos medios en áreas con menores RBA.

A pesar de estas diferencias geográficas en la RBA, en términos de las rentabilidades expost del alquiler residencial se observan niveles similares entre distritos en función de la renta media de los hogares residentes en el periodo 2015-2022 (véase figura 16). Este hecho se explica porque aquellas zonas con una menor RBA son la que en promedio han experimentado mayores aumentos anuales del precio medio por metro cuadrado de la vivienda y, por lo tanto, acumulan unas mayores ganancias patrimoniales latentes. Por ejemplo, la decila de distritos con mayores niveles de renta bruta de los hogares ha experimentado un crecimiento medio anual de los precios de la vivienda del 6,1% y una RBA del 4,5%. De ese modo, la rentabilidad expost en estas zonas se encuentra próxima

al promedio del conjunto del mercado, a pesar de registrar la menor RBA promedio. En sentido opuesto, los distritos en la primera decila, donde residen los hogares con menores ingresos, presentan la RBA promedio más elevada, 7,5%, si bien la revalorización anual media de la vivienda es la de menor cuantía, 4,1%.

4. EL ESFUERZO ASOCIADO AL GASTO EN VIVIENDA DE ALQUILER EN EL CONTEXTO DE LA UE-27

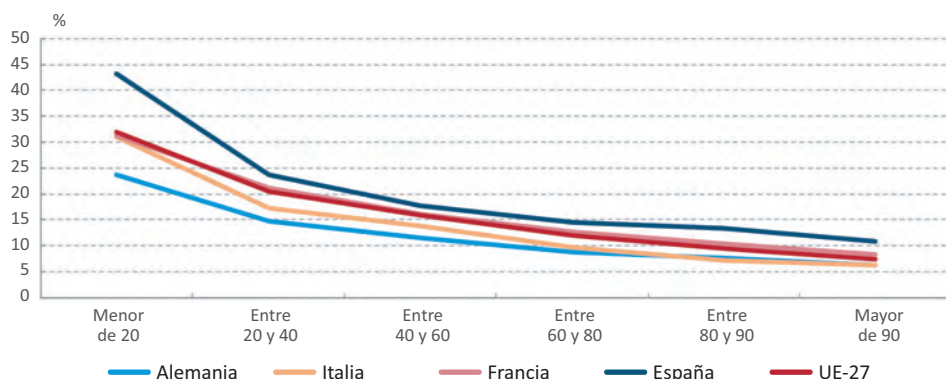
El sustancial incremento de los precios del alquiler de vivienda durante la última década es un fenómeno que se está produciendo en buena parte de las principales áreas urbanas de las grandes metrópolis europeas y en las ciudades turísticas⁴¹. Esta evolución ha generado incrementos del esfuerzo, en términos de renta de los hogares, asociado al gasto en vivienda de alquiler, así como la persistencia de situaciones de sobreesfuerzo y vulnerabilidad social entre los arrendatarios con menores ingresos. Este apartado documenta la evolución reciente del esfuerzo vinculado al alquiler de vivienda en España, así como las situaciones de sobreesfuerzo y vulnerabilidad social que emergen entre los hogares arrendatarios con menores ingresos, y su comparación en el contexto de las economías de la UE-27.

El esfuerzo en términos de renta bruta de los hogares que supone el arrendamiento de una vivienda de alquiler en España se situaba, con datos de 2022, por encima del esfuerzo mediano total y por percentiles de renta de los hogares en relación con los esfuerzos observados tanto en el promedio de la UE-27 como en las grandes economías europeas (véase figura 17). En concreto, el esfuerzo mediano en 2022 para el conjunto de hogares que residen en una vivienda de alquiler se situó en el 22,7% en España, unos 7 pp por encima del esfuerzo mediano en la UE-27. Este esfuerzo es especialmente elevado entre los hogares arrendatarios que se encuentran en el primer quintil de la distribución de la renta bruta. En particular, el esfuerzo mediano para estos hogares alcanzó en España el 43,1% en 2022 frente al 31,9% en la UE-27, o esfuerzos situados en torno al 30% en Italia y Francia e inferiores al 25% en Alemania. Además, en el colectivo con menores ingresos es donde se observa en España un mayor aumento del esfuerzo mediano asociado al alquiler de vivienda, con incrementos de unos 15 pp en términos de renta bruta del hogar desde 2002 (Banco de

⁴¹ Véanse Índice Internacional de Alquileres de HousingAnywhere y Index of Private Housing Rental Prices para el Reino Unido.

España, 2024). En el resto de quintiles de renta los esfuerzos relativos de los hogares arrendatarios muestran mayor contención durante la última década, pero estos son también superiores en España en comparación con la situación en las principales economías europeas.

Figura 17. Porcentaje mediano de la renta bruta destinado al gasto en vivienda entre los hogares en alquiler en 2022, por percentiles de renta (a).



(a) El gasto en vivienda se refiere al pago del alquiler. Se incluyen solo hogares que alquilan viviendas a precio de mercado.

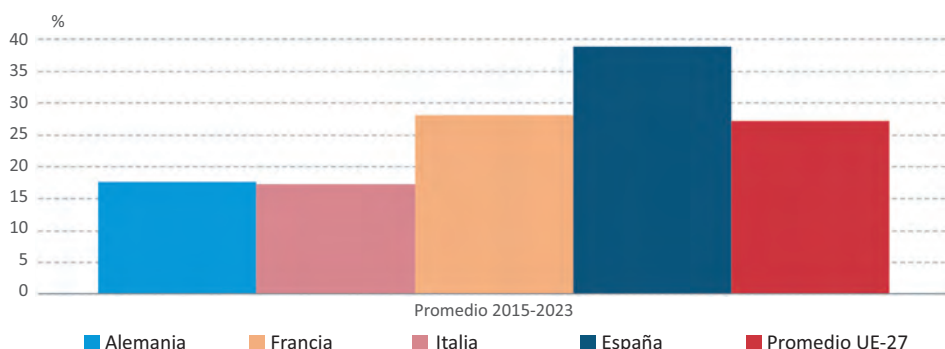
Fuente: Banco de España, con datos de EU-SILC (2023).

El aumento de los precios del alquiler ha contribuido a generar situaciones de sobreesfuerzo que se concentran entre los hogares con menores ingresos. De acuerdo con Eurostat (2024), estas situaciones de sobreesfuerzo se producen cuando los hogares destinan más del 40% de su renta bruta disponible al gasto en vivienda⁴². Los datos para el promedio del periodo 2015-2023 indican que un 23,5% de los hogares en alquiler de mercado en la UE-27 se encontraban en dicha situación, si bien existe una elevada heterogeneidad entre países. Por ejemplo, entre las grandes economías europeas, España destaca por la mayor proporción de hogares arrendatarios en sobreesfuerzo, cercana al 40%, frente a proporciones situadas en torno al 17,5% en Francia y Alemania, el 28% en Italia y el 27% en el promedio de las economías de la UE-27 (véase figura 18). Entre las economías con porcentajes más elevados, que presentan cifras superiores al

⁴² Este gasto incluye el pago del alquiler, pero también otros gastos vinculados a la vivienda como son los suministros básicos, por ejemplo, agua, gas o electricidad.

40% de los hogares arrendatarios con sobresfuerzo, se encontraban en 2023 economías como los Países Bajos, Grecia, Rumanía o Hungría, cuya situación contrasta con economías con proporciones alrededor del 15% como Finlandia, Austria, Alemania o Chipre.

Figura 18. Hogares en alquiler que destinan más del 40% de su renta bruta al gasto en vivienda en el promedio del periodo 2015-2023 (a).

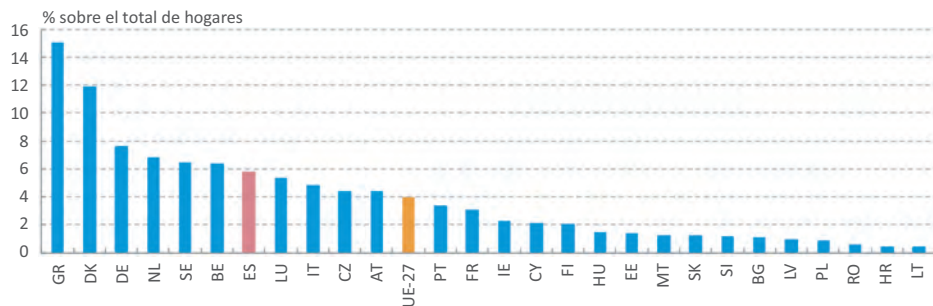


(a) Este gasto incluye el pago del alquiler, así como los suministros básicos asociados a la vivienda (ej., agua, gas o electricidad). Se incluyen solo hogares que alquilan viviendas a precio de mercado. Fuente: Banco de España, con datos de EU-SILC (2024).

La magnitud agregada de los hogares arrendatarios en situación de sobresfuerzo depende también del número total de hogares en alquiler. En España, el porcentaje de este colectivo sobre el total de hogares ha crecido en buena medida por el aumento del régimen de alquiler de mercado, incrementándose los hogares arrendatarios en sobresfuerzo desde un 3,7% del total de hogares en 2007 hasta un promedio cercano al 6% en el periodo 2015-2023. Si bien esta proporción se encuentra por encima de la media de las economías de la UE-27 en este periodo (4%), este porcentaje es más elevado en economías con una mayor dimensión relativa del mercado de alquiler de vivienda residencial. Por ejemplo, el porcentaje de hogares arrendatarios en el mercado del alquiler en una situación de sobresfuerzo sobre el total de hogares en el periodo entre 2015 y 2023 alcanza en promedio anual el 11,9% en Dinamarca, el 7,6% en Alemania el 6,8% en los Países Bajos, o el 6,5% en Suecia y el 6,4% en Bélgica (véase figura 19)⁴³.

⁴³ Grecia presenta los porcentajes más elevados con una proporción media anual del 15,1% de los hogares en este periodo, si bien este porcentaje ha tendido a reducirse desde 2021 hasta situarse en el 9,2% en 2023.

Figura 19. Hogares en alquiler que destinan más del 40% de su renta bruta al gasto en vivienda en el promedio del periodo 2012-2023 (a) (b).



(a) El gasto en vivienda incluye el pago del alquiler, así como los suministros básicos asociados a la vivienda (ej., agua, gas o electricidad). Se calcula como la proporción de hogares en sobreesfuerzo que residen en viviendas de alquiler a precio de mercado sobre el total de hogares.

(b) AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: promedio de las economías de la Unión Europea.

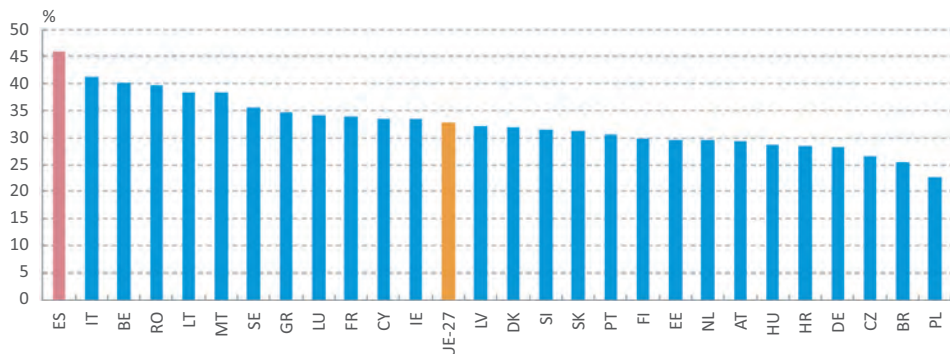
Fuente: Comisión Europea, Eurostat (2024).

Las situaciones de sobreesfuerzo en el mercado del alquiler de vivienda se concentran entre los colectivos con menores ingresos y las de vulnerabilidad social emergen, de modo particular, entre aquellos arrendatarios que se encuentran en una situación de riesgo de pobreza o exclusión. Por ejemplo, en el mercado del alquiler de vivienda en España, entre los hogares con unos ingresos en el primer (segundo) quintil de la distribución de la renta bruta se hayan en una situación de sobreesfuerzo alrededor de tres cuartos (la mitad) de estos hogares desde 2015 (Eurostat, 2024; OCDE, 2024). Estas elevadas cuantías suponen que el consumo se encuentra restringido por el gasto en vivienda para una significativa proporción de los hogares con reducidos ingresos. Además, entre el colectivo de los hogares arrendatarios se observa una elevada proporción de la población que se encuentra en situaciones de vulnerabilidad social. Así, en el periodo 2015-2023, alrededor de un 45% de la población que residía en viviendas de alquiler a precio de mercado se encontraba en riesgo de pobreza o de exclusión social⁴⁴. Esta

⁴⁴ De acuerdo con la definición de Eurostat (2024), estas situaciones de vulnerabilidad se producirían cuando los hogares disponen de una renta que no supera el 60% de la mediana de la renta equivalente después de transferencias sociales.

proporción es la más elevada en el conjunto de las economías europeas (véase figura 20), situándose unos 13 pp por encima del promedio de la UE-27.

Figura 20. Población en alquiler en riesgo de pobreza o de exclusión social en el promedio del periodo 2015-2023 (a) (b).



(a) Hogares que residen en alquiler de mercado. Se consideran en riesgo de pobreza aquellos cuya renta no supera el 60% de la mediana de la renta equivalente después de transferencias sociales.

(b) AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: promedio de las economías de la Unión Europea. Los promedios para la República Checa y Eslovaquia corresponden al periodo 2015-2022.

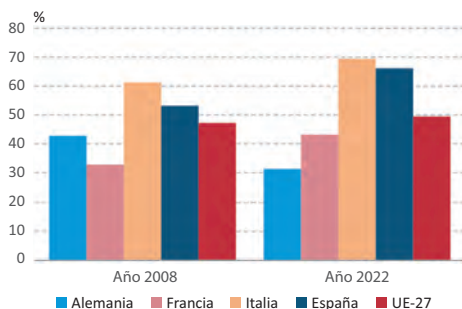
Fuente: Comisión Europea, Eurostat (2024).

La persistencia de elevados esfuerzos asociados al acceso a una vivienda de alquiler y, en particular, entre los colectivos con menor renta, podría contribuir al progresivo retraso en la edad de emancipación de las cohortes más jóvenes que son las que disponen de menores ingresos y capacidad de ahorro para hacer frente al acceso a una vivienda⁴⁵. De ese modo, a pesar del sustancial incremento del porcentaje de hogares jóvenes en alquiler desde 2008 (véase sección 2.1), el porcentaje de jóvenes entre 18 y 34 años que residían con sus padres se había incrementado en 13 pp desde 2008, hasta alcanzar el 66% en 2022. Si bien esta ratio se encuentra cercana a los niveles en economías que tienden a presentar menores tasas de emancipación entre los jóvenes (Grecia 71,9%, Portugal

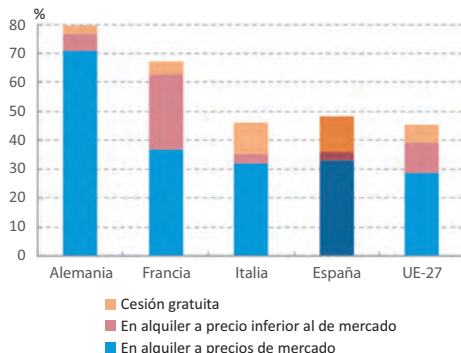
⁴⁵ Las dificultades de acceso a una vivienda en propiedad también podrían contribuir a este proceso (véase Banco de España, 2024).

Figura 21. Emancipación y régimen de tenencia de vivienda habitual de los hogares jóvenes.

Panel 21.1. Porcentaje de hogares jóvenes que residen con sus padres (a)



Panel 21.2. Porcentaje de adultos jóvenes que residen en alquiler 2022



(a) Un hogar joven se define como aquel cuyo cabeza de familia tiene entre 18 y 34 años. Se incluye dentro del régimen de tenencia en alquiler tanto el alquiler a precio de mercado como el alquiler cuyo precio es inferior al de mercado y las cesiones gratuitas de vivienda.

Fuente: Banco de España, con datos de EU-SILC (2023).

70,7%, Italia 69,4% o Irlanda 64,1%), el aumento experimentado por esta ratio en España es el mayor entre las grandes economías europeas y contrasta con el aumento de 2pp en el promedio de la UE-27 cuya ratio se sitúa cerca del 50% (véase figura 21, panel 1)⁴⁶.

En un contexto de progresivo retraso en la edad de emancipación en España, la residencia en viviendas de alquiler a precios de mercado alcanzó el 33,7% en 2022 entre el colectivo jóvenes emancipados (véase figura 21, panel 2). Esta cifra se sitúa para este colectivo por encima de la ratio en el promedio de la UE-27 (28,9%), si bien aún está por debajo de las ratios observadas en Alemania (71%) o en Francia (36,9%). Por otro lado, entre los jóvenes emancipados en España destaca el peso relativo de las viviendas cedidas de manera gratuita, cuya ratio cuasi duplica a la del promedio de la UE-27 (12,3% frente a 6,5% en 2022)⁴⁷. Este hecho reflejaría la relevancia de la capacidad económica familiar en España

⁴⁶ Los mayores incrementos en la UE-27 durante este periodo se observan, además de en España, en Irlanda 13,7 pp y en Grecia 13,5 pp.

⁴⁷ Si se considera la población total de jóvenes entre 18 y 34 años, las viviendas cedidas para este colectivo representaban en España el 4,3% frente al 3,3% en el promedio de la UE-27 en 2022.

como determinante de las posibilidades de emancipación de los jóvenes que residen en hogares con patrimonio inmobiliario. Al mismo tiempo, el limitado peso del alquiler a precio reducido entre los jóvenes en España, 2,5% en 2023, frente al 10% en la UE-27, limita las posibilidades de emancipación entre los colectivos con menores ingresos. En conjunto, considerando los hogares emancipados y los individuos que residen con sus padres, la proporción de jóvenes españoles entre 18 y 34 años que residían en una vivienda de su propiedad, 17,7% en 2022, se encontraba próxima a las ratios observadas en Italia (16,5%) o Francia (18,5%), y era superior a la de Alemania (13,8%). De ese modo, el principal diferencial en la tipología de residencia para el conjunto de los jóvenes españoles en relación con las grandes economías europeas y con el promedio de la UE-27 se encontraba en la vivienda de alquiler. En concreto, el 12,3% de los jóvenes españoles residían en viviendas de alquiler en 2022, frente al 19,7% en la UE-27 o ratios que alcanzan el 52,7% en Alemania o el 35,6% en Francia⁴⁸.

5. CONCLUSIONES

Este capítulo describe la evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda residencial en España, sus principales determinantes y los problemas de esfuerzo que emergen entre los colectivos de hogares arrendatarios con menores ingresos. El análisis presentado señala un crecimiento insuficiente de la oferta de vivienda de alquiler residencial para absorber el sostenido aumento de la demanda. Esta rigidez relativa de la oferta de alquiler de vivienda habría resultado en un crecimiento de los precios del alquiler que, en promedio, se situaría por encima del aumento de la renta de los hogares arrendatarios. A su vez, el crecimiento de la renta de estos hogares estaría condicionado por la situación laboral de los mismos y se vería limitado por el escaso dinamismo de la productividad de la economía. Estas dinámicas han dado lugar a un incremento del esfuerzo asociado a la residencia en una vivienda de alquiler, en relación con la renta de los hogares, que se concentra en las principales áreas urbanas y turísticas y entre los hogares con menores ingresos. Como consecuencia de estos desarrollos, la economía española destaca entre las de la UE-27 por la elevada proporción de

⁴⁸ Estos porcentajes incluyen viviendas en alquiler a precio de mercado y a precio reducido. El peso de la vivienda de alquiler a precio reducido entre los jóvenes de 18 a 34 años en España es del 0,9% frente al 5% en la UE-27.

hogares arrendatarios que se encuentran en una situación de sobreesfuerzo para hacer frente al gasto del alquiler de la vivienda.

Un elevado esfuerzo asociado alquiler de vivienda puede dar lugar a efectos económicos y sociales adversos que justifican la adopción de medidas de política económica. En particular, estos significativos esfuerzos dificultan la emancipación de los jóvenes y su capacidad de acumulación de capital humano, disminuyen la movilidad geográfica de los trabajadores, y dan lugar a situaciones tanto de sobreesfuerzo y consumo restringido como de pobreza y exclusión social entre los hogares con menores ingresos. En ese contexto, el análisis de este capítulo proporciona un diagnóstico sobre los principales determinantes de la evolución del mercado del alquiler que pudiera contribuir al diseño de las políticas públicas.

BIBLIOGRAFÍA

Banco de España (2021). “Capítulo 4. La distribución espacial de la población en España y sus implicaciones económicas”. En Banco de España, *Informe Anual 2020*, pp. 271-318. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16628>

Banco de España (2024). “Capítulo 4. El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos, y problemas de accesibilidad”. En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 230-300. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36492>

Comisión Europea, Eurostat (2019). Methodological manual on territorial typologies - 2018 edition. Publications Office. <https://doi.org/10.2785/930137>

Comisión Europea, Eurostat (2024). “EU statistics on income and living conditions”. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/european-union-statistics-on-income-and-living-conditions>

CBRE (2024). Tendencias Living 2024. <https://www.cbre.es/insights/articles/tendencias-living-2024-potencial-de-crecimiento-en-espana-y-europa>

Forte-Campos, V., Moral Benito, E. y Quintana, J. (2021). “Un índice del coste de la vida en las ciudades españolas”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2021. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17291>

García-López, M.-À., Jofre-Monseny, J., Martínez-Mazza, R. y Segú, M. (2020). “Do short-term rental platforms affect housing markets? Evidence from

- Airbnb in Barcelona”. *Journal of Urban Economics*, 119, 103278. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2020.103278>
- García-Montalvo, J. (2019). “Retos del mercado del alquiler en España”. Cuadernos de Información Económica, 269 (marzo/abril), p. 11-21. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/269art02.pdf
- Instituto Nacional de Estadística (2023). *Censo de Población y Viviendas 2021*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176992&menu=resultados&idp=1254735572981#!tabs-1254736195813
- Instituto Nacional de Estadística (2024a). *Encuesta de Condiciones de Vida*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176807&menu=resultados&idp=1254735125473
- Instituto Nacional de Estadística (2024b). Estadística Continua de Población. <https://www.ine.es/dyngs/Prensa/ECP4T23.htm#:~:text=La%20poblaci%C3%B3n%20residente%20en%20Espa%C3%B1a,estimado%20fue%20de%20507.548%20personas>
- Instituto Nacional de Estadística (2024c). Estadística experimental. Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler (IPVA). https://www.ine.es/experimental/ipva/experimental_precios_vivienda_alquiler.htm
- Instituto Nacional de Estadística (2024d). *Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad*. https://www.ine.es/experimental/viv_turistica/experimental_viv_turistica.htm
- Instituto Nacional de Estadística. (2024e). *Estadística de migraciones y cambios de residencia*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177098&menu=resultados&idp=1254735573002#!tabs-1254736195823
- Koster, H.R.A., van Ommeren, J. y Volkhausen, N. (2021). “Short-term rentals and the housing market: Quasi-experimental evidence from Airbnb in Los Angeles”. *Journal of Urban Economics*, 124, 103356. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2021.103356>
- López-Rodríguez, D. y de los Llanos Matea Rosa, M. (2020). “La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia

internacional”. Documentos Ocasionales, 2002, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10448>

Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (2024). *Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda*. <https://www.mivau.gob.es/vivienda/alquila-bien-es-tu-derecho/serpavi>

Observatori Metropolità de l’Habitatge de Barcelona (2023). “L’Oferta de lloguer de temporada de Barcelona. Informe preliminar”. https://ohb.cat/wp-content/uploads/2024/03/O23023_LAB_Lloguer-Temporada-1.pdf

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2024). *Affordable housing database*. <https://www.oecd.org/housing/data/affordable-housing-database/>

Tercera Parte
POLÍTICAS DE VIVIENDA

Capítulo 7

LA EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA DE VIVIENDA SOCIAL

Montserrat Pareja-Eastaway
Universitat de Barcelona
<https://orcid.org/0000-0002-4031-0949>

Resumen

La vivienda social ha sido uno de los ejes fundamentales de las políticas de acceso a la vivienda en Europa. Los diferentes estados del bienestar y las características contextuales, históricas y económicas, han hecho que no exista un único modelo europeo de provisión de vivienda social. Uno de los casos más divergentes es el español: el sesgo de la política de vivienda en España hacia el apoyo de la vivienda en propiedad ha contribuido a la existencia de un sector de alquiler privado poco asequible y menguado y uno de los parques de vivienda social más reducido en Europa.

En un momento en que las agendas políticas tienen como una de las preocupaciones principales el favorecer el acceso a la vivienda en un contexto de reducción del presupuesto público, se convierte en fundamental la evaluación de la intervención pública en todos los campos, en particular en el caso de la vivienda social.

Esta evaluación es compleja y, hasta el momento, muy limitada en la práctica. Se trata de evaluar el impacto económico y social del gasto público directo en la provisión de vivienda social pero también el alcance de esta intervención en la consecución de los objetivos de desarrollo sostenible, en particular, la reducción de la pobreza, la calidad de vida, la desigualdad y la sostenibilidad del territorio.

La propuesta de distintos modelos de evaluación pasa necesariamente por una aproximación integral y holística hacia lo que representa la vivienda social en los sistemas de vivienda contemporáneos. Para ello, es necesario disponer de datos detallados sobre el impacto que esa tenencia particular ha tenido (y tiene) sobre

la calidad de vida de las personas. En general, los datos referidos a la vivienda en España posicionan de manera clara al alquiler privado como uno de los sectores más debilitados y problemáticos, más allá de las dificultades que inherentemente entraña el sector de alquiler público o social.

Las características de la evaluación de la vivienda social pasan por:

- 1) Una provisión de indicadores comparables y, por lo tanto, por la disponibilidad de datos fiables y adecuados.
- 2) Una escala adecuada a las tipologías de intervención.
- 3) Una evaluación no únicamente cuantitativa sino también cualitativa, acercándose a la percepción de los residentes.
- 4) La alineación de los resultados de la intervención con los objetivos globales de desarrollo sostenible, más allá del acceso a la vivienda.
- 5) Unos resultados que permitan mejorar la política pública desde una perspectiva holística, de eficiencia económica pero también social.

1. INTRODUCCIÓN

La vivienda social es una dimensión importante de la política de bienestar social y de la provisión de viviendas asequibles, ya que representa más de 28 millones de viviendas y alrededor del 6% del parque total de viviendas en los países de la OCDE y de la UE no pertenecientes a la OCDE (OECD, 2020). En España, el *stock* de vivienda social representa aproximadamente un 2,5% (Ministerio de Transportes Movilidad y Agenda Urbana, 2020).

El objetivo principal de la provisión de vivienda social es garantizar que las personas accedan a una vivienda adecuada sin que ello suponga dificultades en el disfrute de otros elementos esenciales que conforman su vida como por ejemplo la alimentación, la educación o la salud. Las diferentes estrategias que se abordan a través del concepto de vivienda social favorecen el aumento la disponibilidad general de vivienda en el mercado, orientan los recursos públicos hacia los más necesitados y ofrecen subsidios de alquiler u otras ayudas a quienes no pueden hacer frente a los precios de mercado de la vivienda. Sin embargo, la consecución de estos objetivos varía según los diferentes contextos, dependiendo de factores como el nivel de desarrollo, el grado de urbanización y los marcos jurídicos e institucionales que rigen la provisión de vivienda (Poggio y Whitehead, 2017).

La vivienda social en Europa responde a distintos modelos de política de vivienda que, a su vez, se encuentran estrechamente vinculados a los diferentes mercados de vivienda, sistemas de bienestar, trayectorias histórico-políticas y contextos sociales. En términos generales, los sistemas de vivienda social pueden clasificarse como universalistas o selectivos (Scanlon et al., 2015). Teóricamente, los modelos universalistas están disponibles para una amplia muestra de la población. Los modelos selectivos asignan la vivienda social principalmente (a veces, exclusivamente) a poblaciones vulnerables de bajos ingresos y/o trabajadores esenciales. Los criterios para acceder a una vivienda pública de alquiler suelen basarse en umbrales de renta del hogar, así como en la no disposición de otra vivienda en propiedad (López-Rodríguez y Matea Rosa, 2020). En la práctica, la distinción entre sistemas universalistas y selectivos no siempre es clara. Actualmente, cada vez son menos los sistemas que de manera universal proporcionan acceso a la vivienda a la población optándose por esquemas complejos basados en las características de la población.

La pandemia puso de relieve la urgencia de abordar las vulnerabilidades persistentes en materia de vivienda y la falta de vivienda, lo que llevó a muchos gobiernos a introducir una serie de medidas de apoyo a la vivienda de emergencia (OECD, 2020). Se puede afirmar que se detecta un renovado interés por parte del sector público en atender las demandas sociales de vivienda a través de una mayor implicación en la inversión en vivienda asequible y, en particular, en vivienda social.

1.1. Un problema de definición y escala

Los problemas de definición de la vivienda social han sido analizados tanto por la academia como por organizaciones vinculadas al estudio de esta (Bengtsson, 2001; European Social Housing Observatory (Cecodhas), 2007; Forrest y Lee, 2013; Harloe, 1995; Kemeny, 1995; OECD, 2020; Scanlon et al., 2014; Whitehead, 2017). En una de las últimas reflexiones sobre la medida y aproximación de la vivienda social, Granath Hansson y Lundgren proponen una definición de vivienda social en base a la unidad de vivienda considerada: x es vivienda social si y solo si x es un sistema que proporciona vivienda a largo plazo a un grupo de hogares especificados únicamente por sus limitados recursos financieros, por medio de un sistema de distribución y subsidios (Granath Hansson y Lundgren, 2019). A pesar de que resulta una definición relativamente simple y clara, algunas de las propuestas históricas que han representado vivienda social en un país,

no serían contempladas como por ejemplo la Vivienda de Protección Oficial en España por su relativa ‘caducidad’ en el tiempo, especialmente en el pasado.

Habitualmente, la vivienda social refleja una voluntad política de cobertura y asistencia hacia los segmentos de población más débiles o vulnerables entendiendo la vivienda como un ‘*merit good*’ lo que significa que la sociedad le otorga un valor más alto que ciertos hogares cuando asignan sus ingresos a otros bienes. Este reconocimiento requiere la intervención del gobierno, sobre todo teniendo en cuenta que la vivienda genera externalidades tanto positivas como negativas, u otros posibles efectos indirectos (Whitehead, 2017).

Sin embargo, en algunos países, la vivienda concebida como un derecho otorga a las políticas de vivienda la capacidad de provisión para todos los ciudadanos, independientemente de su nivel de renta o situación de vulnerabilidad. Es, pues, difícil validar una definición teniendo en cuenta la diversidad de los contextos territoriales en Europa y, en particular, su concepto de ‘estado del bienestar’ (Esping-Andersen, 1990, 2000). Aun así, a pesar de ser un activo esencial, las políticas de vivienda fueron consideradas como uno de los pilares tambaleantes del estado de bienestar (Torgersen, 1987) dada su relativa incapacidad para sentar las bases de un sistema habitacional robusto, capaz de proporcionar soluciones residenciales a todos los segmentos de la población, a diferencia de los sistemas de salud o educación. El caso español, habitualmente asociado a sistemas de bienestar rudimentarios en los que las redes familiares son fundamentales para garantizar el acceso a la vivienda (Allen et al., 2004; Leibfried, 1993), presenta además una singularidad especial ya que, durante décadas, la vivienda social fue concebida como Vivienda de Protección Oficial (VPO) tanto de propiedad como de alquiler y por un periodo de tiempo limitado. Lo cual, en el largo plazo, debilita la capacidad del sistema de generar una bolsa permanente de vivienda social, dificultando, aún más si cabe, su evaluación.

A pesar de las diferencias detectadas en cuanto a la conceptualización y práctica de lo que es la vivienda social en el conjunto de países europeos, existen algunos rasgos en común compartidos. Por ejemplo, la vivienda social es habitualmente de alquiler y este se encuentra por debajo del de mercado. Del mismo modo, la propiedad de la vivienda social varía, siendo mayoritariamente pública o del tercer sector. Por otro lado, cabe clarificar que la vivienda social no es sinónimo de vivienda asequible. Actualmente, hay una cierta preocupación en las agendas políticas por la magnitud de la escasez de la vivienda asequible. La definición de la asequibilidad es algo impreciso y responde fundamentalmente a la

capacidad de pago de los hogares en cada país. La vivienda asequible puede o no, ser vivienda social. En cualquier caso, sea de forma directa o indirecta, la vivienda social aglutina una magnitud considerable de recursos públicos. De ahí la relevancia de su evaluación. ¿Hasta qué punto cada euro gastado en vivienda social ha contribuido al objetivo, sea cual fuere, planteado por los gobiernos?

1.2. La necesidad de evaluar las políticas públicas

Las autoridades europeas se encuentran ante múltiples presiones para ejecutar sus presupuestos desde una perspectiva eficiente y al mismo tiempo resolver de manera urgente temas pendientes como la desigualdad en el acceso a la vivienda, el *sinhogarismo*, la sostenibilidad medioambiental en el sector de la vivienda o los estándares de calidad. Los denominados ‘sistemas de bienestar’ se están transformando en marcos de actuación de política pública muy determinados por la eficacia probada de sus medidas (Van Den Broeck et al., 2016).

La evaluación de las políticas públicas no ha sido una característica habitual a lo largo de la historia. Durante muchas décadas la ‘evaluación’ como tal ha sido relegada a estudios parciales y poco integrales de los resultados de la política pública. Sin embargo, en los últimos años, la evaluación de las políticas públicas en general y, especialmente, la evaluación de las políticas de vivienda está recibiendo especial atención por parte de la academia (Boyne y Walker, 1999; Hoekstra, 2017; Jones y Murie, 2008; Pretlove y Kade, 2016; Van Den Broeck et al., 2016) y también desde una perspectiva sostenible de la hoja de ruta de las políticas públicas.

La problemática que presenta la vivienda y la intervención en su mercado, queda reflejada en la doble naturaleza del bien, siendo a la vez un bien de consumo y un bien de inversión, pero también un componente con elevados efectos externos sobre otros aspectos relacionados con la calidad de vida de los individuos (United Nations Secretariat, 1996). Una aproximación evaluativa de las políticas de vivienda basada únicamente en el acceso a la vivienda estaría infravalorando la contribución que ese bien hace al individuo o a la comunidad (Guida-Piqueras et al., 2021).

Asimismo, algunas de las normativas o regulaciones que hacen que la vivienda social mantenga un precio por debajo del de mercado determina la aparición de conflictos y situaciones de ‘*trade-off*’ al estar los promotores limitados en su capacidad de aumentar los alquileres para trasladar los costos más altos a los inquilinos (OECD, 2023b). En el contexto actual, los aumentos de los costes de

construcción derivados del encarecimiento de las materias primas, la maquinaria y la mano de obra, así como las normas de eficiencia energética más exigentes y el aumento de los tipos de interés, están elevando los costes de la producción de la vivienda social. Como resultado, muchas promociones se han suspendido, especialmente en viviendas sociales y asequibles.

Este capítulo busca contribuir al discurso actual en torno a la necesidad de evaluación de varios modelos de vivienda social en el logro del objetivo fundamental de proporcionar una vivienda adecuada para todos desde una perspectiva holística e integral. Para abordar este propósito, el capítulo comienza por dilucidar ciertos atributos distintivos de la vivienda social en el contexto de las políticas de vivienda. Posteriormente, se examina la evolución histórica de los diversos modelos de vivienda pública y social implantados en toda Europa, centrándose en los desarrollos desde 1945, y se evalúa su estado actual. A continuación, se proponen sendos modelos de evaluación de las políticas públicas con un enfoque desde la vivienda social. Con la mirada puesta en el caso español, se provee de ciertos indicadores que ofrecen una visión objetiva de la situación de la vivienda social respecto a otras formas de tenencia en España. En la sección final, el documento extrae lecciones para informar las consideraciones de política futuras. Cabe señalar que no se trata de un estudio comparativo formal, sino más bien de una visión general en la que se destacan las estrategias exitosas y los posibles enfoques para el futuro.

2. VIVIENDA SOCIAL EN EL CONTEXTO DE LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA

La vivienda social con todas sus variantes surge en contextos en los que el mercado es incapaz de satisfacer la demanda de vivienda de ciertos segmentos de población. Según la ortodoxia, la eficiencia económica sólo puede lograrse si se cumplen cuatro criterios estándar: información perfecta, competencia perfecta, mercados completos y ausencia de fallos de mercado (Barr, 2020). Si no se cumplen estos criterios, el gobierno puede mejorar la eficiencia económica por otros medios: por ejemplo, a través de la regulación o la otorgación de subsidios (Haffner et al., 2008).

La razón fundamental de la intervención en el mercado de la vivienda a través de la provisión de vivienda social es redistributiva y no la búsqueda de la eficiencia, a menos que ocurran fallos específicos en el mercado como el déficit de vivienda después de las guerras mundiales. ¿Es la intervención directa en la provisión de vivienda la mejor forma de redistribuir los ingresos? La evidencia de las economías

desarrolladas sugiere que esto rara vez se considera adecuado, en parte debido a las variaciones sustanciales en los costos de vivienda entre áreas y las diversas necesidades en grupos de hogares (OECD, 2021, 2023a; United Nations Economic Commission & Housing Europe, 2021). Sin embargo, es innegable el efecto redistributivo que tiene para aquellos perceptores de vivienda social con alquileres por debajo de mercado. De ahí que los sistemas de evaluación de dicha provisión deban considerar de manera holística el impacto global que esa intervención genera.

2.1. Modelos de vivienda social en Europa

La combinación de distintos principios en las políticas nacionales, junto con factores endógenos y exógenos que afectan la vivienda –considerablemente influenciados por las trayectorias dinámicas y cambiantes de cada país– da lugar a sistemas de vivienda diversos, cada uno con sus propias tradiciones y estructura institucional. Así, a pesar de ciertas coincidencias en los objetivos de política de vivienda, factores externos como por ejemplo los tipos de interés, los movimientos migratorios o los acuerdos supranacionales en cuanto a la reducción del déficit público, pueden conllevar impactos totalmente diferentes (Boelhouver y Van Der Heijden, 1993).

Existen diversos modelos de provisión de vivienda social con matices específicos según la perspectiva y el contexto de cada país. A continuación, se describen algunos de los modelos más comunes.

Figura 1. Modelos de provisión de vivienda social.



Fuente: Elaboración propia.

Otros modelos pueden vincularse a procesos de regeneración urbana en los que, en vez de construir nuevas viviendas, algunos programas priorizan la rehabilitación de áreas existentes para mejorar la calidad de la vivienda social y revitalizar comunidades. También la propiedad comunitaria puede constituir un modelo de provisión de vivienda social en el que las viviendas son propiedad de la comunidad en lugar de individuos. Los residentes pueden tener derechos de ocupación, pero la propiedad del suelo y las viviendas está en manos de una entidad comunitaria. Por otro lado, algunos modelos de vivienda social permiten a los inquilinos comprar las viviendas a un precio descontado después de un periodo de alquiler fomentando así la propiedad y la movilidad económica.

Estos modelos no son exhaustivos y cada país puede presentar combinaciones entre varias de las aproximaciones. Además, este no es un paisaje estático sino altamente dinámico debido, fundamentalmente, a cambios en la política, en las condiciones económicas y en las necesidades sociales. Además, la provisión de vivienda de alquiler pública habitualmente incorpora aspectos relacionados con la gestión y mantenimiento del parque, realizado a veces de forma directa o indirecta, a través de la subcontratación.

El cuadro 1 refleja algunos de los ejemplos más significativos de provisión de vivienda social en Europa. Cada uno de los ejemplos recoge algunos de los rasgos discutidos anteriormente. Así, la variación tanto en forma como en resultado es elevada y resulta muy complejo conseguir baremos de evaluación comunes para todos.

Los argumentos a favor de la provisión pública directa de la vivienda social sugieren que es la mejor manera de hacer frente a su escasez endémica, dada la posición en ventaja del estado tanto por el control del suelo como por el acceso a las finanzas. Del mismo modo, aseguran una asignación acorde con los principios del gobierno que diseñe y ejecute las políticas, prescindiendo de una gestión muy eficiente pero fundamentalmente dirigida a la mejora social. Por otro lado, políticamente la provisión directa puede reducir la volatilidad macroeconómica y simultáneamente, influir en el comportamiento del voto (Kemeny, 1995; Poggio y Whitehead, 2017; Scanlon et al., 2015).

La confluencia de actores tanto de oferta (los promotores, constructores, intermediarios o propietarios de vivienda en alquiler) como de demanda (fundamentalmente los hogares y sus preferencias y necesidades) junto con las instituciones que diseñan e implementan las políticas conforman el sistema de vivienda de un determinado territorio que se enmarca en un contexto y valores

Cuadro 1. Ejemplos de vivienda social en Europa.

En el Reino Unido, la vivienda social adopta dos formas fundamentales, por un lado, el *Council Housing* o vivienda pública propiedad de los municipios y la vivienda gestionada e incluso propiedad de las *Housing Associations*. Estas son organizaciones sin ánimo de lucro que reciben subsidios gubernamentales para la provisión de vivienda social.

En Alemania, las empresas de vivienda social o *Wohnungsbaugesellschaften* son habitualmente propiedad de los municipios o el estado y son mayoritariamente responsables de la provisión de vivienda social.

En Holanda, las asociaciones de vivienda social proveen de vivienda asequible, habitualmente beneficiarias de subsidios sujetos al mantenimiento de ciertos niveles de asequibilidad.

Las *Habitations à Loyer Modéré* o HLM son las agencias públicas encargadas de proveer de vivienda social en Francia. Estas pueden ser públicas o privadas y reciben fondos para construir y gestionar vivienda asequible.

Los municipios suecos son los que poseen la propiedad y la gestión de la vivienda social y las compañías municipales de vivienda son las responsables tanto de la provisión como del mantenimiento de la vivienda social. La tradición de la construcción pública de vivienda social es relevante en Austria mientras que la gestión se ejecuta habitualmente por cooperativas o asociaciones sin ánimo de lucro. El caso danés presenta un número elevado de cooperativas de vivienda a través de las cuales los residentes gestionan las viviendas, a menudo con apoyo público.

En España, la responsabilidad de la vivienda social recae en la iniciativa autonómica y local. Tanto entidades públicas como organizaciones privadas y sin ánimo de lucro juegan un papel tanto en la provisión como en la gestión.

propios de un determinado estado del bienestar (Boelhouwer y Van Der Heijden, 1993; Van der Heijden, 2013). Ciertamente, estos valores reflejan el sentir de una sociedad y como tales, son dinámicos y cambiantes. La complejidad de los sistemas de provisión de vivienda es creciente dadas las muchas variables que influyen en ella. Parece factible identificar una serie de rasgos comunes (convergentes) (Harloe, 1995; Hegedüs, 2014) pero que al mismo tiempo pueden representar resultados muy variados en el abordaje de la provisión de vivienda (divergentes) (European Social Housing Observatory (Cecodhas), 2007). Es importante subrayar la creciente atención que están recibiendo los modelos y teorías que surgen de planteamientos desde abajo en la provisión de vivienda social (bottom-up) o presentan una combinación híbrida entre aproximaciones top-down y bottom-up (Blessing, 2012; Lang et al., 2020; Mullins y Moore, 2018). No obstante, existe coincidencia en que representan un porcentaje relativamente reducido del parque y que no tienen capacidad en sí mismas para resolver el problema de acceso a la vivienda.

La gran diversidad de enfoques y conceptos acerca de lo que son los modelos de provisión de vivienda social dificulta cualquier intento de evaluación,

especialmente cuando se intenta comparar resultados de determinadas intervenciones entre países.

3. LA VIVIENDA SOCIAL EN EUROPA: UNA VISIÓN HISTÓRICA

Históricamente, se detectan diferentes puntos de inflexión en la provisión de vivienda social en Europa. La figura 2 identifica cuatro grandes momentos en la historia de Europa en los que se produce un cambio de signo con relación a lo que supone la provisión de vivienda social. El esquema deja fuera la crisis de la Covid-19 ya que se considera que recrudece la vulnerabilidad de algunos segmentos poblacionales detectada desde la Crisis Económica y Financiera, ampliando el espectro a aquellos que tienen dificultades en acceder a una vivienda sin encontrarse en situación de extrema precariedad.

Figura 2. Puntos de inflexión en la provisión de vivienda social en Europa.



Fuente: Elaboración propia.

La escasez de vivienda después de la II Guerra Mundial provoca la construcción masiva con dinero público contribuyendo a la búsqueda de un nuevo ‘orden social’ en el que toda familia tenga acceso a una vivienda digna y adecuada. Se construyen alrededor de 440.000 viviendas en el Reino Unido y aproximadamente 1.000.000 en Suecia. La inversión pública adopta formas diferentes según los países: algunos vehiculan los fondos a través de empresas públicas o instituciones, otros a través de empresas privadas, asociaciones u organizaciones cívicas. Esto generará el sedimento para la evolución en las décadas posteriores de los diferentes modelos de vivienda social en Europa.

En los años 70s, las políticas de vivienda cambian de signo ante la llegada del neoliberalismo. La vivienda en propiedad se convierte en un símbolo de éxito y estatus. Buena parte de las viviendas sociales, hasta el momento públicas,

entran a formar parte del mercado al ser privatizadas. En muchas ocasiones, la privatización supone un fuerte endeudamiento de las familias, poniendo en tela de juicio su capacidad de garantizar niveles adecuados de mantenimiento y reposición, así como una mayor inseguridad. En el Sur y el Este de Europa (en este caso con un retraso de veinte años), la mayor parte de estas viviendas sociales fueron vendidas a sus inquilinos. Sin embargo, en el Norte y el Oeste de Europa, las ventas se realizaron a asociaciones sin ánimo de lucro o empresas privadas (que aglutinaban fondos de inversión transnacionales).

A partir de los años 90s el sector privado emerge como el actor más importante en los sistemas de vivienda en Europa. Aparecen grandes empresas propietarias de un *stock* considerable de vivienda y finalizan acuerdos entre sector público y privado, así como buena parte de las regulaciones en el mercado del alquiler. Es en este periodo cuando la vivienda social (entendida fundamentalmente como vivienda pública de alquiler por debajo del mercado) aparece como un fracaso dada la imposibilidad de hacer llegar el derecho a la vivienda a todos. Los polígonos de vivienda social en Europa sufren estigmatización y, en muchos casos, son considerados como *ghettos* (Murie et al., 2003)

La emergencia habitacional después de la Crisis Económica y Financiera de 2008 pone de manifiesto la imposibilidad de la vivienda social existente como alternativa para las familias en situación de riesgo. La vivienda de propiedad deja de ser considerada como vivienda objetivo en las carreras residenciales de las familias y se produce un giro paulatino hacia la vivienda en alquiler. Se intensifica la mercantilización de la vivienda a la vez que se refuerza la exigencia social de considerarla como un derecho. El reducido *stock* disponible se asocia a la extrema pobreza y a la vulnerabilidad.

Al examinar el desarrollo histórico del papel de la vivienda social, es crucial reconocer que históricamente, los subsidios a la oferta fueron el único medio para proporcionar ayuda por parte del sector público, ya que no existían mecanismos para respaldar subsidios relacionados con los ingresos (Scanlon et al., 2014). Fue a partir de la década de los 70s y 80s, con mejores datos y la informatización, que comenzaron a introducirse las ayudas directas a la demanda de vivienda (*housing allowances*) siendo potencialmente elegibles todas las familias que cumplieran los requisitos para cualquier tipo de tenencia, debilitando así el argumento a favor de la provisión social (Poggio y Whitehead, 2017)

La financiación de la vivienda social adopta diferentes formas e implica a una variedad de fuentes y contribuyentes (Scanlon et al., 2014). Hay tres fuentes

principales que pueden ayudar a financiar la vivienda social: 1) ingresos por alquiler de inquilinos; 2) endeudamiento por parte del proveedor de vivienda social; y 3) pagos y/o subsidios de terceros, incluidos los gobiernos. Así, los gobiernos pueden apoyar la oferta de vivienda social mediante el suministro directo de vivienda social (construcción pública) o bien, mediante la concesión de subvenciones, créditos fiscales, préstamos y/o garantías de préstamos a otros proveedores de vivienda social como por ejemplo cooperativas o fundaciones, así como aportando suelo para la construcción de vivienda social a precios reducidos. Sin embargo, tal y como se verá a continuación, el sector público es cada vez menos relevante en la provisión directa de vivienda social.

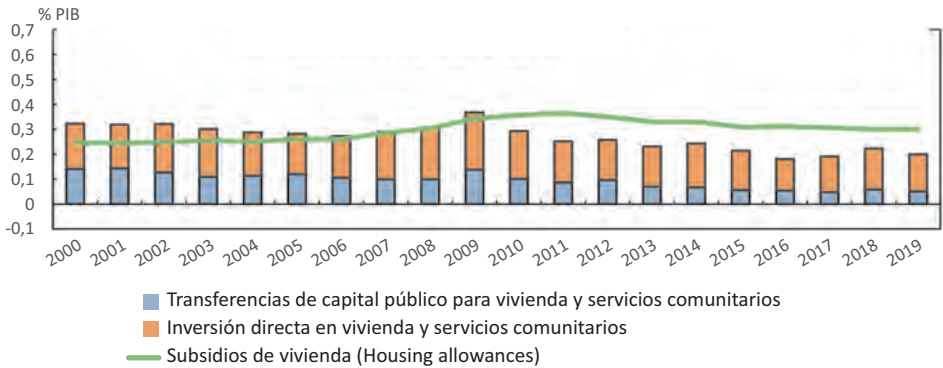
3.1. La transformación de la intervención pública en vivienda en Europa

Las políticas de vivienda se han transformado desde la segunda mitad del siglo XX haciendo uso cada vez más de las ayudas a la demanda y reduciendo el impulso hacia la oferta. En particular, la inversión en vivienda social disminuye a mínimos históricos. De este modo, la característica común con respecto a la vivienda social de las sociedades en países desarrollados es una caída en el tamaño relativo del parque de viviendas sociales. La proporción de viviendas sociales ha disminuido en la mayoría de los países de la OCDE desde 2010, lo que ha reducido aún más la oferta de viviendas asequibles para los hogares de bajos ingresos (OECD, 2020).

La inversión pública (gasto público de capital) en la construcción de viviendas se ha reducido en más de la mitad en promedio desde el año 2000. El gasto público en transferencias de capital y formación bruta de capital para el desarrollo de viviendas pasó de alrededor del 0,17% del PIB en 2001 en promedio en toda la OCDE a alrededor del 0,07% del PIB en 2018. En particular, la inversión pública directa en vivienda se ha desplomado desde la crisis financiera mundial, situándose en menos del 0,01% del PIB en 2018.

El volumen de las transferencias de capital (es decir, las transferencias públicas a organizaciones ajenas a la administración), que constituyen el grueso de la inversión pública en vivienda, ha disminuido en menor medida. Sin embargo, teniendo en cuenta el 0,1% del PIB en promedio desde la crisis financiera mundial, la inversión pública global en viviendas no es elevada (ver figuras 3 y 4).

Figura 3. Transferencia de capital público e inversión pública directa en vivienda y servicios comunitarios, y gasto público en subsidios de vivienda y subsidios de alquiler, promedio de la OCDE-32, como porcentaje del PIB (2000 - 2019).



Fuente: OECD, 2021.

Figura 4. Transferencia de capital público e inversión pública directa en la producción de vivienda, y gasto público en subsidios de vivienda y subsidios de alquiler, promedio de la OCDE-30, como porcentaje del PIB (2000 a 2019).



Fuente: OECD, 2021.

Poggio y Whitehead consideran que ha habido una serie de factores que han alterado el papel de la vivienda social en Europa, a saber:

- La residualización del mercado de alquiler social tanto en países con una tradición más universalista en la provisión de vivienda social como en países más orientados históricamente hacia la propiedad.
- La urgente problemática sostenibilidad financiera de los propietarios de vivienda pública social fundamentalmente orientado hacia los hogares más vulnerables.

- La dificultad de mantener un equilibrio entre ayudas dirigidas y barrios diversos: cuanto más dirigidas son las asignaciones de vivienda social, más difícil es mantener una cierta diversidad social en los barrios.
- El aumento de políticas dirigidas a mejorar la asequibilidad, a medio camino entre el alquiler público y el alquiler privado en cuanto a establecimiento de los niveles de alquiler y seguridad en los contratos para los inquilinos (Poggio y Whitehead, 2017).

Por otro lado, la complejidad de actores participantes en el diseño y producción de las políticas de vivienda ha ido en aumento. Ello ha tenido una considerable repercusión en la configuración de programas de vivienda social que se articulan con otros programas de índole social y que actúan modificando en cierto modo lo que tradicionalmente se consideraron los objetivos básicos de la vivienda social. Así, los nuevos modelos híbridos participados por el sector público, privado y tercer sector abren nuevas oportunidades y desafíos para la política de vivienda social en Europa (Blessing, 2012; Rolfe et al., 2020).

4. LA EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA: EL CASO DE LA VIVIENDA SOCIAL

Cualesquiera que sean los objetivos explícitos o implícitos de la política, y cualesquiera que sean los mecanismos de implementación de que se trate, la evaluación de los resultados de la política es importante. No obstante, la complejidad de los sistemas de vivienda y las múltiples aproximaciones a la provisión de vivienda social dificultan una evaluación escalable y compartida de las políticas que fundamentan dicha intervención. Históricamente, la provisión de vivienda social ha seguido motivaciones que no necesariamente se han fundamentado en un planeamiento estratégico con objetivos cuantificables. Quizá la excepción más importante es el programa del millón de viviendas sociales en Suecia, después de la Segunda Guerra Mundial.

En la literatura sobre política social, las evaluaciones han analizado los efectos distributivos de las políticas, es decir, quién se beneficia y quién pierde, así como la relación entre estos patrones de distribución, los objetivos declarados y el lenguaje utilizado para justificar las políticas. Quién se beneficia y quién pierde como resultado de la política no sólo indica si se están cumpliendo los objetivos de la política en cuestión: la evaluación de la política también implica considerar si hay otras consecuencias no intencionales de la política, si hay efectos más

amplios de la política que hacen que la política en cuestión entre en conflicto con otras políticas y objetivos. Además, en el caso de las políticas de vivienda, estas se caracterizan por una multiplicidad de objetivos (Malpass y Murie, 1999).

La evaluación ayuda a determinar la eficacia de las políticas de vivienda social en el logro de los objetivos previstos. Esto incluye evaluar con indicadores neutros, fiables y objetivos si estas políticas proporcionan viviendas asequibles, reducen la falta de vivienda y mejoran las condiciones generales de la vivienda. La evaluación proporciona información sobre la eficiencia con la que se asignan los recursos dentro de los programas de vivienda social. Esta información es esencial para que los responsables de la formulación de políticas tomen decisiones informadas sobre dónde asignar fondos y recursos para maximizar los resultados positivos. Una evaluación periódica garantiza que las agencias gubernamentales y los responsables de la formulación de políticas sigan rindiendo cuentas al público. Permite a las partes interesadas detectar si se están cumpliendo las promesas hechas en las políticas de vivienda social y si los beneficios previstos están llegando a las poblaciones destinatarias. Sin embargo, hasta el momento no se evalúan de forma adecuada los efectos de las políticas de vivienda con contadas excepciones y no se tiene un conocimiento exhaustivo sobre si los programas son eficientes y efectivos y los efectos colaterales que puedan tener en el largo plazo (García-Montalvo, 2018).

La evaluación ayuda a identificar brechas e inequidades dentro de los programas de vivienda social. Al analizar el impacto en los diferentes grupos demográficos, los responsables de la formulación de políticas pueden abordar las disparidades y hacer ajustes para garantizar que las poblaciones vulnerables o marginadas no se vean afectadas de manera desproporcionada. Por ejemplo, Clapham explora el impacto de diferentes formas de políticas y prácticas en las vidas de las personas vulnerables, abogando por un enfoque político flexible que coloque a las personas en control de sus propias vidas y cree opciones de vivienda que mejoren efectivamente el bienestar de quienes viven en ellas (Clapham, 2015).

La evaluación facilita un proceso de aprendizaje para los responsables de la formulación de políticas. Al examinar los éxitos y fracasos de las políticas pasadas, los gobiernos pueden aprender lecciones valiosas y hacer ajustes informados a las iniciativas actuales y futuras de vivienda social. Las políticas de vivienda social pueden tener efectos significativos en las comunidades. La evaluación ayuda a evaluar el impacto social, económico y ambiental de las políticas de vivienda en

los vecindarios, promoviendo el desarrollo positivo de la comunidad y la cohesión social. Así, Hoekstra estudia el desarrollo del sector de alquiler social en Holanda señalando el impacto que el impuesto a los propietarios de vivienda social¹ introducido en 2013 tuvo sobre las asociaciones de vivienda en el país, determinando la desaparición de muchas de ellas y provocando una elevada concentración de estas y una residualización del sector (Hoekstra, 2017). Desde enero de 2023, las asociaciones de vivienda holandesas ya no hacen efectivo este impuesto.

Las condiciones sociales y económicas son dinámicas, y las necesidades de vivienda de una población pueden cambiar con el tiempo. La evaluación permite a los responsables de la formulación de políticas adaptar y modificar las políticas de vivienda social para hacer frente a la variabilidad de los retos y las necesidades de la población. Las políticas pueden tener consecuencias no deseadas, como la gentrificación, el desplazamiento o los impactos sociales negativos (Lees, 2008; Redfern, 2003). La evaluación ayuda a identificar y abordar estas consecuencias no deseadas antes de que se generalicen, lo que permite realizar ajustes oportunos en las políticas.

Las evaluaciones comparativas de las políticas de vivienda social en diferentes regiones o países pueden proporcionar información valiosa sobre lo que funciona mejor en diversos contextos. Los responsables de la formulación de políticas pueden aprender de las experiencias internacionales y adoptar las mejores prácticas para mejorar sus propias políticas de vivienda.

La evaluación periódica fomenta la confianza del público al demostrar transparencia y un compromiso para mejorar las políticas basadas en la evidencia. Fomenta la confianza en las acciones del gobierno y fomenta el apoyo público a las iniciativas de vivienda social nuevas o en curso.

Las dificultades que entraña al sector público intervenir directamente en el mercado de la vivienda a través de los precios o la construcción directa, ha contribuido a la aparición de otras formas indirectas de intervención como, por ejemplo, el control de alquileres, incentivos fiscales o regulaciones de la oferta residencial en el ámbito local (López-Rodríguez y Matea Rosa, 2020). La evaluación del impacto de tales intervenciones va más allá del alcance de este capítulo.

¹ De hecho, el impuesto se aplica a aquellos propietarios de vivienda que alquilan a un precio por debajo de los 737 euros.

En resumen, la evaluación de las políticas de vivienda social es esencial para garantizar su eficacia, promover la rendición de cuentas, abordar las desigualdades, aprender de las experiencias y adaptarse a las circunstancias cambiantes. En última instancia, este proceso contribuye al desarrollo de políticas de vivienda más sólidas y receptivas que atiendan mejor las necesidades de la población.

4.1. Experimentando con la evaluación

Modelo 1

El proyecto europeo *‘An evaluation framework for moving towards more cost-effective housing policies’*² propone un marco conceptual fundamentado en la revisión de la literatura, pero también en la opinión de los actores clave en los procesos de intervención. Mientras que los objetivos de la política desde la teoría, fundamentalmente basada en la economía del bienestar, responden a cuestiones normativas o ideológicas, el uso y elección de los instrumentos puede ser más técnico, basado en la identificación del problema o en la pobreza de los resultados. De ese modo: “Lo que se considera justo está sujeto a discusión, culturalmente determinado y reflejado en las ideologías y los objetivos de los gobiernos y el régimen de bienestar de un país y los interesados en la vivienda. Lo que debe abordarse en primer lugar, los problemas de eficiencia o equidad, es una decisión política que deben tomar los políticos por mandato de sus votantes” (Van Den Broeck et al., 2016, p. 119).

Siguiendo esta línea de argumentación, el instrumento ‘adecuado’ de intervención sea este la construcción directa o la otorgación de subsidios generalistas a la demanda, puede argumentarse teóricamente. Sin embargo, en el momento de evaluar, no únicamente los principios ideológicos determinan los objetivos a cubrir sino también los instrumentos, fuertemente influidos por la fuerza de los posibles lobbies en el territorio o el tipo de estado de bienestar que tenga un país. A pesar de que la teoría puede apuntar en la dirección de qué tipo de instrumentos utilizar (financieros, reguladores o comunicativos), habrá que elegir instrumentos más detallados (por ejemplo, sobre el lado de la oferta o la demanda de subvenciones, sobre el grupo, etc.), y estos son específicos de una situación o contexto.

² Financiado bajo el programa PROGRESS/EaSI Programme y con los siguientes partners: Agentschap Wonen-Vlaanderen, HIVA-KU Leuven, OTB - Research for the Built Environment (TU Delft), Flemish Housing Council, FEANTSA, Housing Europe.

El trabajo de Van den Broeck et al. (2019) aboga por políticas de vivienda que tengan como principio general ser *cost-effective* o rentables. Una política rentable la definen como aquella que tiene los mayores beneficios con los menores costes sociales dado un determinado presupuesto. Para ello, se señala por un lado, la importancia de explicitar todos los objetivos (directos e indirectos y relacionados o no con la vivienda) que se consiguen con cada una de las medidas. De esta manera, es posible medir los beneficios reales de cualquier intervención. Y, por otro lado, con tal de medir los costes reales y no únicamente los monetarios, los principios a los que gobierno y actores relevantes se adhieren, también deben quedar claros para constatar aquellas intervenciones que puedan tener un efecto contrario a dichos principios.

Modelo 2

La OECD propone un interesante esquema para evaluar la política pública en base a tres dimensiones: inclusión, eficiencia y sostenibilidad, asignando a cada dimensión indicadores de ejecución clave (KPI) y determinando las palancas clave en las medidas políticas (ver tabla 1).

Tabla 1. Criterios de evaluación, OECD (2021).

	Dimensiones		
	Inclusión	Eficiencia	Sostenibilidad
Indicadores clave de ejecución (KPI)	• Ratio de sobrecarga. • Ratio de sobreocupación. • Tiempo de <i>commuting</i> medio. • Precio vivienda/ Renta.	• Volatilidad precio vivienda. • Gasto en vivienda. • Movilidad residencial. • Préstamos hipotecarios/Total préstamos.	• Exposición a PM* 2.5. • Intensidad energía residencial. • Emisiones CO₂ y PM 2.5 relacionadas con la vivienda. • Acceso a espacios verdes en áreas urbanas. • Huella ecológica urbana.
Palancas clave de política	Gasto en vivienda social, subsidios al alquiler, regulación del alquiler, Impuestos, regulación del suelo, finanzas y mercado hipotecario.		

* Material particulado/Contaminación por partículas o *Particular Matter* (PM).

Fuente: OECD, 2023b.

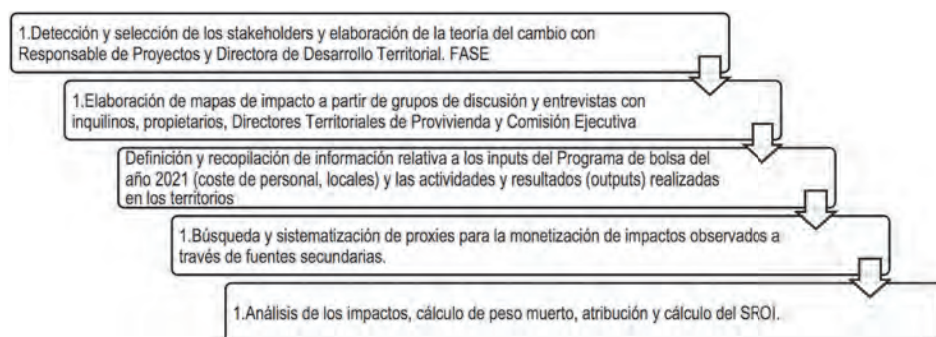
Esta aproximación teórica a las necesidades de una efectiva evaluación de las políticas públicas de vivienda considera el conjunto de las políticas dirigidas a mejorar el acceso a la vivienda, no únicamente la vivienda social. Sin embargo,

propone un conjunto de criterios e indicadores que, de ser disponibles, proporcionarían una robusta evaluación de las políticas de vivienda social en el marco de la sostenibilidad económica, medioambiental y social.

Modelo 3

La evaluación social del programa de vivienda asequible de Provienda mediante el sistema Retorno Social de la Inversión (SROI *Social Return of Investment*) plantea un enfoque holístico y escalable, en la evaluación del programa de bolsas de vivienda en alquiler asequible.

Figura 5. Fases de evaluación de la Bolsa Asequible de Vivienda.



Fuente: Provienda, 2023.

Tal y como muestra la figura 5, el proceso de evaluación consta de cinco fases definidas y concatenadas. Combina datos cualitativos y cuantitativos para calcular la rentabilidad social de la inversión en vivienda asequible que representa 1,35 euros por cada euro invertido. A pesar de lo reducido de la experiencia (272 unidades familiares totales alojadas en Baleares, Canarias, Cataluña, Galicia y Madrid), esta aproximación determina el protocolo a seguir en una adecuada evaluación de las intervenciones en el mercado de la vivienda.

5. EVALUANDO LA VIVIENDA SOCIAL EN ESPAÑA

La vivienda social en España adopta desde mitad de siglo XX una conceptualización y práctica muy diferente a la del resto de Europa. Evaluar y comprender la situación de la vivienda pública española requiere tener en cuenta procesos históricos de apoyo al sector inmobiliario, cuestiones ideológicas de soporte a la propiedad y estrategias dirigidas a reducir el sector a través de la

reincorporación de dichas viviendas al mercado. España pertenece, al igual que Grecia Italia o Portugal, al conjunto de países donde el sistema de bienestar es bastante rudimentario y las redes familiares y personales alcanzan gran parte de las brechas en las políticas públicas (Allen et al., 2004; Leibfried, 1993).

En España el acceso a la vivienda tras la Guerra Civil se entendía de forma diferente a la mayoría de los países europeos. En lugar de construir para el mercado de alquiler subsidiado, el sector público fomentó la propiedad de la vivienda subsidiando tanto la oferta como la demanda. Después de décadas, a finales del siglo XX, el sector social o las viviendas de alquiler de propiedad pública representaban menos del 1% del parque de viviendas. Como consecuencia, el mercado privado de alquiler jugó el papel de la vivienda social dada la estrechez de este segmento (Oxley et al., 2011; Pareja-Eastaway y Sánchez-Martínez, 2017b).

Las diferencias más importantes entre España y otros países europeos de tradición socialdemócrata que se han convertido recientemente al liberalismo es el punto de partida. Durante años, estos países han tenido la oportunidad de dotar a su sistema de vivienda de unidades protegidas o sociales, creando un *stock* considerable para ser utilizado selectivamente en situaciones de difícil acceso en las condiciones de mercado existentes. En España, los recursos destinados a la provisión pública de vivienda en alquiler han sido escasos (López-Rodríguez y Matea Rosa, 2020) determinando el déficit crónico del parque de vivienda social y, por tanto, presente graves carencias en la atención a las personas en situación de vulnerabilidad. De hecho, como afirma Trilla (2003), el sistema de vivienda español ha sido liberal a lo largo de su trayectoria desde mediados del siglo XX, sin posibilidad alguna de crear una estrategia de continuidad en la cobertura pública del acceso a la vivienda, considerando criterios más solidarios.

Trilla y Bosch apuntan que entre los años 1952 y 2016 se construyeron en España más de 6,8 millones de viviendas protegidas (según datos del Colegio de Arquitectos y el Ministerio de Fomento) en alguna de sus diferentes modalidades, lo que significa que un 26,6% del total de las viviendas de España ha sido construido con apoyo público (hasta el 33%-35% si se consideran únicamente las viviendas principales) (Trilla y Bosch, 2018a).

No obstante, las cifras de vivienda social en España son actualmente de las más reducidas en Europa. La vivienda de protección oficial de promoción privada ha visto menguar su peso relativo debido a dos motivos, por un lado, los plazos de calificación de las viviendas durante los cuales se rigen por el sistema de la protección

oficial para regular las transmisiones y precios de dichas transmisiones y por otro, la discrecionalidad de la administración pública en la autorización de descalificaciones de viviendas antes del plazo de expiración de su calificación. La descalificación de la vivienda de protección oficial o VPO permite que una vivienda protegida pierda su condición y pueda ser vendida o alquilada en el mercado libre (ver cuadro 2).

Cuadro 2. Normativa aplicada en la descalificación de VPO en España.

Real Decreto 2114/1968 de 24 de julio, por el que se aprueba el Reglamento para la aplicación de la Ley sobre viviendas de protección oficial (BOE 07-09-68) <i>(50 años a partir de su calificación o previamente, a petición del interesado o por sanción)</i> .
Real Decreto 3148/1978 de 10 de noviembre, por el que se desarrolla el Real Decreto 31/1978, de 31 de octubre, sobre política de vivienda (BOE 16-01-79) <i>(30 años a partir de su calificación)</i> .
Real Decreto 727/1993 de 14 de mayo, sobre precio de las viviendas de protección oficial de promoción privada (BOE 01-06-93) <i>(El precio de venta en segunda y posteriores transmisiones de VPO de promoción privada acogidas a regímenes anteriores al Real Decreto-ley 31/1978, de 31 de octubre será el que libremente acuerden las partes)</i> .
Ley de Vivienda, Ley 12/2023, de 24 de mayo de 2023.
La normativa específica del Plan de Vivienda en el que se ampara cada vivienda.

Actualmente, las condiciones de VPO a escala nacional tienen una duración de 30 años, después serán consideradas viviendas libres. La Administración Autonómica es la competente en procesos de descalificación. Existe una gran variabilidad respecto a los plazos en los que se mantiene la consideración de VPO, por ejemplo, el País Vasco (artículo 29 de la Ley 3/2015, de 18 de junio, de vivienda) introduce la calificación permanente o indefinida de las viviendas protegidas mientras que la Comunidad de Madrid (artículo 10 del Decreto 74/2009, de 30 de julio) la duración del régimen legal de protección es de 15 años para las viviendas protegidas o en alquiler, y de 10 años para el arrendamiento con opción de compra. La Ley de Vivienda (Ley 12/2023, de 24 de mayo) impedirá liberar las viviendas con protección oficial construidas una vez promulgada la ley, prohibiéndose la “descalificación” de viviendas sometidas a un régimen de protección pública, según su art. 16.

La vivienda social en España se encuentra en manos de empresas públicas, muchas de ellas de ámbito local, fundaciones y asociaciones sin ánimo de lucro y otras entidades de cariz religioso o militar (Lambeck, 2016). En general, presentan precios de alquiler por debajo del mercado y tasas de morosidad elevadas. No existen estudios que analicen de manera exhaustiva la rotación en el parque, es decir, qué duración media permanecen las familias acogidas a este tipo de tenencia.

5.1. Algunos indicadores

Tal y como afirma el Banco de España, existen varias razones por las cuales la provisión directa de vivienda de alquiler (vivienda pública con precios por debajo del mercado) es compleja de abordar y evaluar (López-Rodríguez y Matea Rosa, 2020):

- La longevidad del parque supone no solo invertir en la creación de vivienda sino mantenerla y ello representa una necesidad importante de recursos públicos.
- El efecto ‘crowding-out’ sobre el alquiler en el sector privado, disminuyendo el atractivo de poner el mercado o construir para propietarios y/o promotores de viviendas de alquiler privado.
- Pueden aparecer problemas de equidad intergeneracional si no se vincula el disfrute de la vivienda a la evolución de las rentas del hogar provocando incentivos para no revelar los aumentos reales de rentas del hogar a riesgo de perder la vivienda.
- La intervención directa en la provisión de vivienda social tiene costes de eficiencia frente a otro tipo de políticas que supusiera transferencia de renta no condicionada.

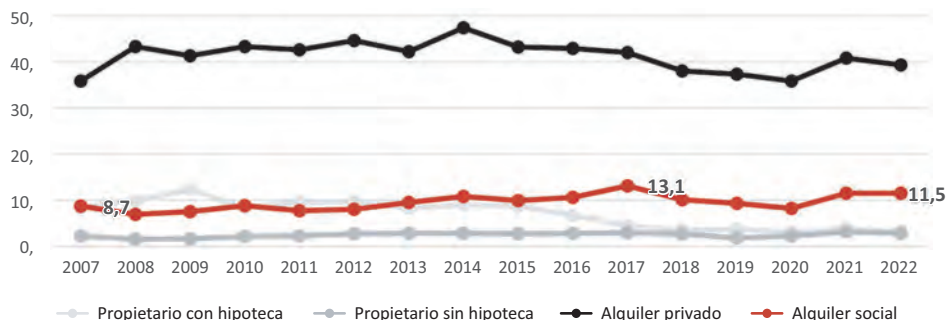
Sin ánimo de exhaustividad y limitados por la disponibilidad de datos, se presentan algunos datos e indicadores que permiten comparar la situación de los hogares que viven en vivienda social, entendida como de alquiler por debajo del precio de mercado, y otras formas de tenencia. La visión holística de la OCDE que incluye KPI en tres dimensiones, a saber, inclusión, eficiencia y sostenibilidad, inspira este apartado. Sin embargo, ha resultado imposible encontrar datos/evaluaciones de la vivienda social desde una perspectiva de sostenibilidad medioambiental.

La figura 6 muestra la tasa de sobrecarga del coste de la vivienda³ en España por tipo de tenencia. El porcentaje de familias viviendo en alquiler social con un gasto en vivienda superior al 40% de sus ingresos oscila entre el 8,7% y el 13,1%.

³ La tasa de sobrecarga del coste de la vivienda es el porcentaje de la población que vive en hogares en los que los costes totales de la vivienda (“netos” de los subsidios de vivienda) representan más del 40 % de la renta disponible (“netos” de los subsidios de vivienda).

Sin embargo, los hogares en alquiler privado con una sobrecarga por el coste de la vivienda ascienden a alrededor del 40%.

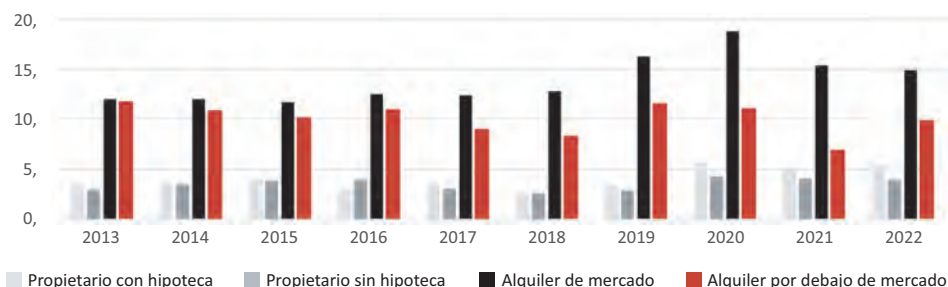
Figura 6. Tasa de sobrecarga del coste de la vivienda por tenencia. España (2007-2022).



Fuente: Eurostat, ESLC- ilc_lvho07c__custom_9140145

Un indicador de la calidad de vida en la vivienda es la tasa de hacinamiento⁴. La figura 7 muestra tasa superiores de hacinamiento para el alquiler tanto privado como social en relación con la propiedad. No obstante, el alquiler privado muestra porcentajes mucho más elevados para los cuatro últimos años del periodo, manifestándose la presión existente en este segmento del *stock*.

Figura 7. Tasa de hacinamiento por tenencia. España (2013-2022).

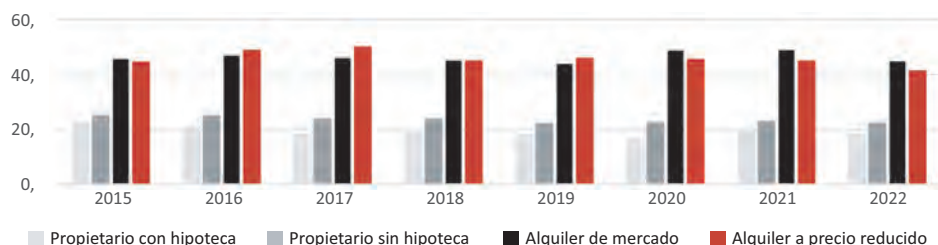


Fuente: Eurostat, ESLC- ilc_lvho05c__custom_9140242

⁴ La tasa de hacinamiento se define como el porcentaje de la población que vive en un hogar hacinado. Se considera que una persona vive en un hogar hacinado si el hogar no tiene a su disposición un número mínimo de habitaciones igual a: una habitación para el hogar; una habitación por pareja en el hogar; una habitación para cada persona soltera de 18 años o más; una habitación por pareja de personas solteras del mismo sexo entre 12 y 17 años de edad; una habitación para cada persona soltera entre 12 y 17 años y no incluida en la categoría anterior; una habitación por pareja de niños menores de 12 años.

Habitualmente se asocia vivienda social a procesos de vulnerabilidad y exclusión. La figura 8 denota porcentajes equiparables de personas en riesgo de pobreza o exclusión⁵ tanto en el alquiler social como en el alquiler privado, situándose en ambos casos alrededor del 45%.

Figura 8. Personas en riesgo de pobreza o exclusión social. Porcentaje. España (2015-2022).



Fuente: Eurostat, ESLC- ilc_peps07n

Del mismo modo, el análisis de la percepción subjetiva de pobreza⁶ de los individuos viviendo en sistemas de tenencia diferentes muestra dos aspectos clave: por un lado, el decrecimiento generalizado de la pobreza subjetiva en todos los regímenes de tenencia, por otro lado, la similitud en cuanto a percepciones de pobreza tanto en el alquiler privado como social (ver figura 9).

Figura 9. Pobreza subjetiva por tenencia. España (2011-2022).



Fuente: Eurostat, ESLC-ilc_sbjp04

⁵ La tasa AROPE o la proporción de población total que está en riesgo de pobreza o exclusión social corresponde a las personas que se encuentran en riesgo de pobreza, o en situación de privación material y social severa o que viven en un hogar con una intensidad de trabajo muy baja. Es el principal indicador para el seguimiento del objetivo de la UE para 2030 en materia de pobreza y exclusión social y fue el indicador principal para el seguimiento del objetivo de pobreza de la Estrategia Europa 2020.

⁶ La pobreza La subjetiva es la percepción que tiene un individuo de su situación financiera y material. El objetivo de este indicador es evaluar la percepción de los encuestados sobre las dificultades que experimenta el hogar para llegar a fin de mes. La evaluación tiene en cuenta la situación de bienestar material de los hogares, incluidos los ingresos, los gastos, la deuda y la riqueza.

Siguiendo una argumentación similar, las personas que sufren una tasa de privación material y social⁷ en la vivienda social disminuye a lo largo del periodo, particularmente en el caso de la vivienda social, con un ligero repunte al final del periodo (ver figura 10).

Figura 10. Tasa de privación material y social. España (2014-2022).



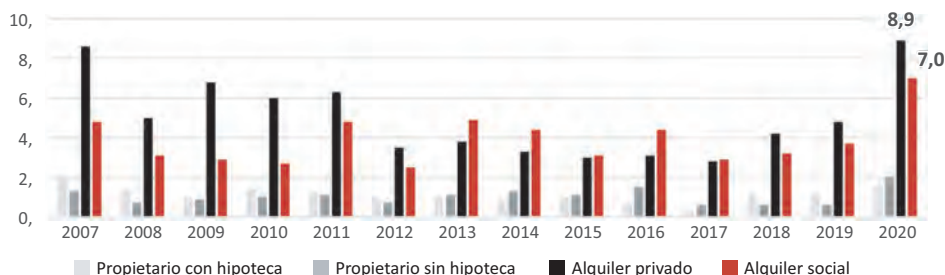
Fuente: Eurostat, ESLC- ilc_md06

Finalmente, la valoración de las condiciones materiales de la vivienda se puede aproximar a través del indicador que contempla, además del hacinamiento, alguna forma de privación de vivienda. En este caso, tal y como muestra la figura 11, la vivienda en alquiler privado presenta tanto al inicio como al final del periodo un repunte con porcentajes superiores a los que presenta la vivienda social. Casi un 9% y un 7% de los hogares viviendo respectivamente en alquiler privado y social, manifiestan alguna forma de privación severa material⁸.

⁷ La tasa de privación material y social se refiere a la incapacidad de costear un conjunto de bienes, servicios o actividades sociales específicas que son consideradas por la mayoría de las personas esenciales para una adecuada calidad de vida. Las personas que no pueden permitirse cinco o más de los trece artículos estándar experimentan privación material; Los que no pueden permitirse siete o más se encuentran en graves privaciones.

⁸ La tasa de privación severa de vivienda se define como el porcentaje de la población que vive en la vivienda que se considera hacinada, pero que también presenta al menos una de las medidas de privación de vivienda. La privación de vivienda es una medida de las malas condiciones y se calcula refiriéndose a aquellos hogares con goteras en el techo, sin bañera/ducha y sin inodoro interior, o una vivienda considerada demasiado oscura.

Figura 11. Privación severa de vivienda por tenencia. Porcentaje. España (2007-2020).



Fuente: Fuente: Eurostat, ESLC- ilc_mdho06c

Un análisis pormenorizado y conjunto de estos indicadores indica algunas de las afirmaciones recurrentes con respecto a la vivienda social como por ejemplo la concentración de población vulnerable o en riesgo de pobreza y exclusión. Sin embargo, los hogares que residen en viviendas de alquiler privado emergen como el segmento en una situación de mayor precariedad.

Un aspecto que caracteriza la vivienda social de alquiler público en España es la elevada tasa de morosidad e impagos sucesivos lo que determina cualquier resultado evaluativo de la intervención en el mercado. La tolerancia respecto a esa morosidad es variable. Por ejemplo, en abril de 2023 se anunciaba la drástica intervención de la Comunidad de Madrid para recuperar impagos de alrededor de 10.000 inquilinos morosos (*El País*, 27 de abril de 2023). La Nueva Ley de Vivienda apoya la creación de un parque de alquiler público más elevado. Sin embargo, la sostenibilidad económica pudiera ser cuestionada dadas las elevadas dificultades en cuanto a la propia gestión de este parque. La función social de la vivienda legitima la escasa eficiencia económica de este segmento; las futuras promociones en este sector deben considerar estas dificultades para conseguir una gestión profesional del parque.

Otro elemento para tener en cuenta en la evaluación de la vivienda social en España es la temporalidad en los plazos de entrega de la vivienda social a sus potenciales ocupantes. Más allá del enorme desequilibrio entre demanda y oferta de vivienda social, uno de los problemas acuciantes es el tiempo que pasa entre el momento en que se inicia una promoción hasta el momento en que se entregan las llaves.

Por otro lado, la relativa renuencia del sector financiero en la otorgación de ayudas a la oferta para la promoción de vivienda de alquiler social por debajo

del mercado a lo largo de diferentes planes de vivienda ha significado un freno al desarrollo de esta política pública (Trilla & Bosch, 2018b). Tal y como se ha mencionado anteriormente, una de las características actuales en el diseño e implantación de las intervenciones en el mercado de vivienda es la necesaria confluencia de actores y el trabajo conjunto por un objetivo común.

La tendencia creciente de la implicación de las autoridades locales en la provisión de vivienda pública en España se manifiesta en la evolución temporal de la inversión de los ayuntamientos en “Vivienda” (Capítulo Presupuestario 15.2). Esta rúbrica alcanza para el periodo 2020-2019 un máximo en el ejercicio de 2018 en el que la cifra de la inversión supera los 600 millones de euros (Ministerio de Transportes Movilidad y Agenda Urbana, 2020).

6. CONCLUSIONES

La vivienda social es una dimensión crucial de la política de bienestar. El impacto que tiene sobre las personas va más allá de un techo para dormir. El propósito principal de la provisión de vivienda social es garantizar el acceso universal a una vivienda adecuada y digna sin comprometer otros aspectos esenciales de la vida. Sin embargo, la voluntad política de las últimas décadas en la mayoría de los países concentra los esfuerzos de la política pública en la atención de los más vulnerables.

Los sistemas de vivienda social en Europa emergen de la diversidad de contextos institucionales y sociales, así como de las trayectorias históricas de cada país. La diversidad de entornos territoriales y las diferencias en la conceptualización del bienestar complica la definición y escala de la vivienda social.

La necesidad de evaluar las políticas públicas para una mayor eficiencia del gasto público es compartida por la academia y las instituciones públicas, especialmente en un contexto donde las autoridades enfrentan presiones para resolver temas como la desigualdad en el acceso a la vivienda, el sinhogarismo y la sostenibilidad ambiental. Sin embargo, cuando la definición de los objetivos de la intervención tiene un componente social, habitualmente de largo plazo, resulta complejo medir el efecto total de dicha intervención, no únicamente en relación con el número de viviendas provistas sino al impacto que las mismas pueden tener en el desarrollo de la calidad de vida de los individuos.

El contexto socioeconómico actual y las restricciones en materia de gasto público complica una respuesta estructural para favorecer el acceso a la vivienda.

Teniendo en cuenta la reducción a casi la mitad de la inversión pública en vivienda entre 2009 y 2020 en los países de la OCDE, las propuestas relacionadas con el acceso a la vivienda deben ir más allá de la dotación pública de fondos para conseguir este objetivo. Las fórmulas híbridas de acceso a la vivienda, a pesar de no ser generalistas, plantean alternativas en donde la implicación de más actores y la posible rentabilidad de las inversiones en la vivienda social/asequible provocan un cambio de modelo de provisión.

La vivienda social en España ha seguido una conceptualización y práctica distintas al resto de Europa desde mediados del siglo XX. Durante décadas, se ha favorecido el acceso a la propiedad de las viviendas a través de subsidios tanto de oferta como de demanda. Simultáneamente, se ha procedido a desclasificar la vivienda pública existente y se ha minimizado la construcción directa de vivienda en alquiler por debajo del mercado. Así, las cifras de vivienda social en España son de las más reducidas de Europa presentando en la actualidad, un déficit crónico con respecto a las necesidades de acceso a la vivienda.

Los indicadores analizados muestran que, aunque la vivienda social concentra población vulnerable, los hogares en alquiler privado emergen como el segmento en una situación de mayor precariedad. La sostenibilidad económica de futuras promociones en el sector de vivienda social podría ser cuestionada debido a las dificultades en la gestión y la grave problemática de la morosidad. Una gestión profesional y para garantizar la eficiencia y sostenibilidad económica en futuras promociones de vivienda social es fundamental. La aparición de nuevos actores como el tercer sector en la gestión e incluso promoción de vivienda social se plantea como uno de los retos de futuro.

Este artículo aboga por una evaluación holística de los modelos de vivienda social. La propuesta de indicadores está determinada por la disponibilidad de datos y su nivel de desagregación en cuanto a la tenencia de la vivienda. Probablemente, aunque los indicadores a escala de país son significativos para comprender a grandes rasgos la situación de la vivienda social en un momento determinado, el abordaje de la evaluación deba ser de pequeña escala en donde sea posible recabar toda la información necesaria a través de protocolos comunes. No obstante, la evidencia empírica de lo que es un instrumento más efectivo en términos de coste en países o situaciones comparables puede ser utilizado de manera informativa, pero no exclusiva, ya que cada lugar y cada momento del tiempo tendrán sus propias características (Van Den Broeck et al., 2016).

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, J., Barlow, J., Leal, J., Maloutas, T. y Padovani, L. (2004). *Housing and Welfare in Southern Europe*. Blackwell Publishing Ltd.
- Barr, N. (2020). *The Economics of the Welfare State* (6th ed.). Oxford University Press.
- Bengtsson, B. (2001). Housing as a social right: Implications for welfare state theory. *Scandinavian Political Studies*, 24(4), 255-275. <https://doi.org/10.1111/1467-9477.00056>
- Blessing, A. (2012). Magical or Monstrous? Hybridity in Social Housing Governance. *Housing Studies*, 27(2), 717-738.
- Boelhouwer, P. y Van Der Heijden, H. (1993). Housing Systems in Europe- a research note. *Scandinavian Housing and Planning Research*, 3, 37-42.
- Boyne, G.A. y Walker, R.M. (1999). Social housing reforms in England and Wales: A public choice evaluation. *Urban Studies*, 36(13), 2237-2262. <https://doi.org/10.1080/0042098992403>
- Clapham, D. (2015). *Accommodating difference. Evaluating supported housing for vulnerable people*. Policy Press.
- Esping-Andersen, G. (1990). *The Three Worlds of Capitalism* (p. 248). Princeton University Press.
- Esping-Andersen, G. (2000). The sustainability of welfare states into the twenty-first century. En *International Journal of Health Services* (Vol. 30, número 1). <https://about.jstor.org/terms>
- European Social Housing Observatory (Cecodhas) (2007). *Housing Europe 2007*.
- Forrest, R. y Lee, J. (2013). Housing and Social Change. East West Perspectives. En R. Forrest y J. Lee (Eds.), *NBER Working Papers*. <http://www.nber.org/papers/w16019>
- García-Montalvo, J. (2018). *Asignatura pendiente: la evaluación de políticas públicas de vivienda*.
- Granath Hansson, A. y Lundgren, B. (2019). Defining Social Housing: A Discussion on the Suitable Criteria. *Housing, Theory and Society*, 36(2), 149-166. <https://doi.org/10.1080/14036096.2018.1459826>

- Guida-Piqueras, G.P., Pareja-Eastaway, M. y Simó-Solsona, M. (2021). Diseñando una herramienta integral para mejorar la eficiencia de las Políticas en Vivienda Social: el caso de Sant Eloi en Barcelona. *Ciudad y Territorio Estudios Territoriales*, 53(209), 741-758. <https://doi.org/10.37230/CyTET.2021.209.08>
- Haffner, M., Elsinga, M. y Hoekstra, J. (2008). Rent regulation: The balance between private landlords and tenants in six European countries. *European Journal of Housing Policy*, 8(2), 217-233. <https://doi.org/10.1080/14616710802037466>
- Harloe, M. (1995). *The People's Home? Social Rented Housing in Europe and America*. Wiley-Blackwell.
- Hegedüs, J. (2014). *Social Housing in Hungary* (pp. 205-221). <https://doi.org/10.1002/9781118412367.ch12>
- Hoekstra, J. (2017). Reregulation and residualization in Dutch social housing: A critical evaluation of new policies. *Critical Housing Analysis*, 4(1), 31-39. <https://doi.org/10.13060/23362839.2017.4.1.322>
- Jones, C. y Murie, A. (2008). The Right to Buy: Analysis and Evaluation of a Housing Policy. *The Right to Buy: Analysis and Evaluation of a Housing Policy*, 1-254. <https://doi.org/10.1002/9780470759646>
- Kemeny, J. (1995). *From Public Housing to Social Market*. Routledge.
- Lambea, N. (2016). Social Housing Management Models in Spain. *Revista Catalana de Dret Públic*, 52, 115-128. <https://doi.org/10.2436/20.8030.01.69>
- Lang, R., Chatterton, P. y Mullins, D. (2020). Grassroots innovations in community-led housing in England: the role and evolution of intermediaries. *International Journal of Urban Sustainable Development*, 12(1), 52-72. <https://doi.org/10.1080/19463138.2019.1663525>
- Lees, L. (2008). Gentrification and social mixing: Towards an inclusive urban renaissance? *Urban Studies*, 45(12), 2449-2470. <https://doi.org/10.1177/0042098008097099>
- Leibfried, S. (1993). Towards a European Welfare State? En C. Jones (Ed.), *New Perspectives on the Welfare State in Europe* (pp. 245-280). Routledge.
- López-Rodríguez, D. y Matea Rosa, M. de los L. (2020). La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional. *Documentos ocasionales/Banco de España*, 2002, 1-157.

- Malpass, P. y Murie, A. (1999). *Evaluating Housing Policies BT - Housing Policy and Practice* (P. Malpass and A. Murie, Eds.; pp. 249-268). Macmillan Education UK. https://doi.org/10.1007/978-1-349-27443-7_12
- Ministerio de Transportes Movilidad y Agenda Urbana. (2020). *Observatorio de Vivienda y Suelo. Boletín especial de vivienda social*. <https://apps.fomento.gob.es/CVP/>
- Mullins, D. y Moore, T. (2018). Self-organised and civil society participation in housing provision. En *International Journal of Housing Policy* (Vol. 18, número 1, pp. 1-14). Routledge. <https://doi.org/10.1080/19491247.2018.1422320>
- Murie, A., Knorr-Siedow, T. y van Kempen, R. (2003). *Large Housing Estates in Europe: General Developments and Theoretical Backgrounds*. 61. <http://www.restate.geog.uu.nl>
- OECD. (2020). Social housing: A key part of past and future housing policy. *Employment, Labour, and Social Affairs Policy Briefs, OECD*, 1-32. <http://oe.cd/social-housing-2020>
- OECD. (2021). *Brick by brick. Building Better Housing Policies*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.51256/anj112252>
- OECD. (2023a). *Brick by Brick (Volume 2) Better Housing Policies in the Post-COVID-19 era* (Vol. 2, número 2).
- OECD. (2023b). *Brick by Brick (Volume 2) Better Housing Policies in the Post-COVID-19 era* (Vol. 2, número 2).
- Poggio, T. y Whitehead, C. (2017). Social housing in Europe: Legacies, new trends and the crisis. *Critical Housing Analysis*, 4(1), 1-10. <https://doi.org/10.13060/23362839.2017.3.1.319>
- Pretlove, S. y Kade, S. (2016). Post occupancy evaluation of social housing designed and built to Code for Sustainable Homes levels 3, 4 and 5. *Energy and Buildings*, 110, 120-134. <https://doi.org/10.1016/j.enbuild.2015.10.014>
- Provivienda (2023). *Análisis del retorno social de la inversión. Programa de bolsa de vivienda de alquiler asequible 2022*.
- Redfern, P.A. (2003). What makes gentrification «gentrification»? *Urban Studies*, 40(12), 2351-2366. <https://doi.org/10.1080/0042098032000136101>

- Rolfe, S., Garnham, L., Anderson, I., Seaman, P., Godwin, J. y Donaldson, C. (2020). Hybridity in the housing sector: examining impacts on social and private rented sector tenants in Scotland. *Housing Studies*, 35(6), 1050-1072. <https://doi.org/10.1080/02673037.2019.1648770>
- Scanlon, K., Fernández Arrigoitia, M. y Whitehead, C. (2015). Social housing in Europe. *European Policy Analysis* (17). En *EUROPEAN POLICY ANALYSIS*. www.sieps.se
- Scanlon, K., Whitehead, C. y Arrigoitia, M.F. (2014). Social Housing in Europe. *Social Housing in Europe*, 1-465. <https://doi.org/10.1002/9781118412367>
- Torgersen, U. (1987). Housing: the Wobbly Pillar under the Welfare State, 4:sup1, 116-126, DOI: *Scandinavian Housing and Planning Research*, 4(1), 116-126. <https://doi.org/10.1080/02815737.1987.10801428>
- Trilla, C. y Bosch, J. (2018a). El parque público y protegido de viviendas en España: un análisis desde el contexto europeo. En *Fundación Alternativas* (Vol. 197).
- Trilla, C. y Bosch, J. (2018b). El parque público y protegido de viviendas en España: un análisis desde el contexto europeo. En *Fundación Alternativas* (Vol. 197). Fundación Alternativas.
- United Nations Economic Commission and Housing Europe. (2021). *#Housing 2030. Effective policies for affordable housing in the UNECE region*.
- United Nations Secretariat. (1996). The Habitat Agenda: goals and principles, commitments and Global Plan of Action. En *Un. Org* (Vol. 06344, Número Hábitat II). <https://www.un.org/es/global-issues/migration%0Ahttps://www.un.org/es/climatechange/cop26>
- Van Den Broeck, K., Haffner, M. y Winters, S. (2016). *An evaluation framework for moving towards more cost-effective housing policies*. www.hiva.be
- Van der Heijden, H. (2013). *West European housing systems in a comparative perspective*. Delft University Press.
- Whitehead, C. (2017). Social housing models: past and future. *Critical Housing Analysis*, 4(1), 11-20.

Capítulo 8

POLÍTICAS DE VIVIENDA DESDE UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL

Luiz de Mello¹
OCDE

Resumen

El sector inmobiliario, incluidos los segmentos de inmuebles residenciales y comerciales, plantea retos interconectados a los responsables políticos de todo el mundo. En las dos últimas décadas los precios de la vivienda y los alquileres han subido drásticamente en varios países, lo que ha hecho que la vivienda sea inasequible para muchos, en particular, para los grupos sociales más desfavorecidos. Al mismo tiempo, los edificios son grandes emisores de gases de efecto invernadero, lo que convierte al sector inmobiliario en un componente importante de las estrategias generales de descarbonización a escala nacional para alcanzar los objetivos acordados en materia de cambio climático. Las políticas de vivienda también se diseñan y aplican de forma descentralizada dentro de los diferentes niveles de la administración y a través de todos ellos, por lo que la gobernanza de las políticas de vivienda es especialmente compleja. Basándose en la experiencia internacional, en este capítulo se sostiene que abordar estos retos exige una acción política concertada en toda una serie de ámbitos, como fiscalidad, regulación y urbanismo, para desbloquear la oferta según evolucionen los patrones de demanda y promover una descarbonización efectiva del sector.

¹ El análisis y las opiniones que se exponen son las del autor y no reflejan necesariamente las de la OCDE ni las de los países miembros y socios de la organización. El autor agradece a Manuel Béтин, Boris Cournède y Volker Ziemann sus útiles comentarios y sugerencias, pero es el único responsable de los errores y/u omisiones restantes.

1. INTRODUCCIÓN

La vivienda ha sido noticia en todo el mundo en los últimos años. En muchos países, los precios de la vivienda y los alquileres han subido rápidamente, lo que ha dificultado que varios grupos sociales, entre ellos, los que tienen rentas bajas y los jóvenes, puedan comprar una vivienda o permitirse vivir cerca del trabajo. En gran medida, esto se debe a que el sector no ofrece suficientes viviendas en zonas con mayor demanda, como en las áreas urbanas con un alto coeficiente de empleo. Además de este problema de asequibilidad, se ha reconocido que el sector inmobiliario es un gran emisor de gases de efecto invernadero debido a su uso energético y, por tanto, debe tenerse en cuenta en las estrategias nacionales para cumplir los objetivos acordados en materia de cambio climático mediante una descarbonización efectiva. Los responsables políticos se enfrentan a retos en ambos frentes.

En este contexto, en este capítulo se analiza el panorama inmobiliario en los países de la OCDE, con énfasis en el segmento del mercado residencial, haciendo balance de la evolución y tendencias recientes y evaluando el potencial de las distintas opciones políticas para abordar estos retos relacionados entre sí. El principal mensaje del capítulo es que existen herramientas políticas, pero hay que superar muchos obstáculos con una acción concertada en varios ámbitos, como la fiscalidad, la regulación y el urbanismo. Dados los múltiples objetivos de políticas públicas, hay que tener en cuenta las compensaciones y aprovechar las sinergias.

En pocas palabras, abordar el reto de la asequibilidad exige actuar para desbloquear la oferta de viviendas conforme a la evolución de la demanda. Esto se puede lograr eliminando los obstáculos normativos que dificultan las nuevas promociones y el desarrollo de los mercados del alquiler, ampliando la oferta de vivienda asequible (social) para atender las necesidades de los grupos sociales desfavorecidos y reduciendo las distorsiones impositivas, por ejemplo. Asimismo, fomentar la descarbonización de la vivienda requiere intervenciones políticas para mejorar las normas de los edificios nuevos, reforzar los incentivos a la inversión para mejorar la eficiencia energética de los edificios ya existentes y ampliar el abanico de instrumentos de financiación de las inversiones que sean necesarias.

El capítulo se estructura de la manera siguiente. La sección 2 se centra en el reto de la asequibilidad y en ella se analizan las tendencias recientes de los precios de la vivienda y los alquileres, así como las opciones de políticas disponibles para fomentar la oferta. La sección 3 se centra en el reto de la sostenibilidad mediante la revisión de los indicadores clave de consumo energético y emisiones, así como

el debate de las opciones políticas para acelerar la descarbonización del sector inmobiliario. En la sección 4 se presentan unas breves conclusiones y opciones para futuras reformas políticas.

2. AFRONTAR EL RETO DE LA ASEQUIBILIDAD

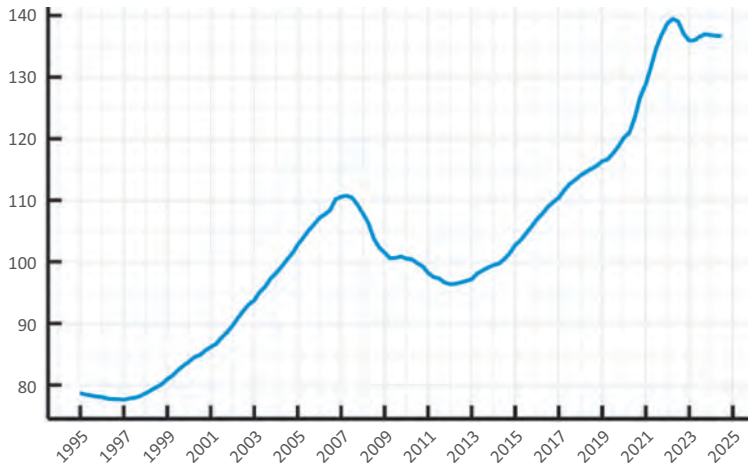
2.1. Tendencias y evolución reciente

En la mayoría de los países de la OCDE, el precio de la vivienda ha subido más deprisa que los ingresos medios en las dos últimas décadas aproximadamente. Además, la carga de los servicios hipotecarios se ha hecho más pesada para muchos hogares (a pesar de muchos años de bajos tipos de interés) y, con frecuencia, los alquileres han aumentado más deprisa que la inflación (figura 1). La vivienda es la partida más importante en los presupuestos familiares de todos los grupos de renta, pero sus costes son más elevados para los hogares con bajos recursos o los que corren un mayor riesgo de sufrir reveses económicos o pérdidas de empleo, como ocurrió durante la pandemia de Covid-19 (OCDE, 2023) (figura 2)². Estos hogares también son más propensos a alquilar, en lugar de a poseer un inmueble, y habitan viviendas de mala calidad, a menudo hacinadas. Además, el encarecimiento ha sido especialmente acusado en las zonas urbanas, donde escasean las viviendas y el suelo no urbanizable. El aumento del coste de la vivienda es uno de los muchos factores que pueden conducir a la falta de un techo bajo el que vivir.

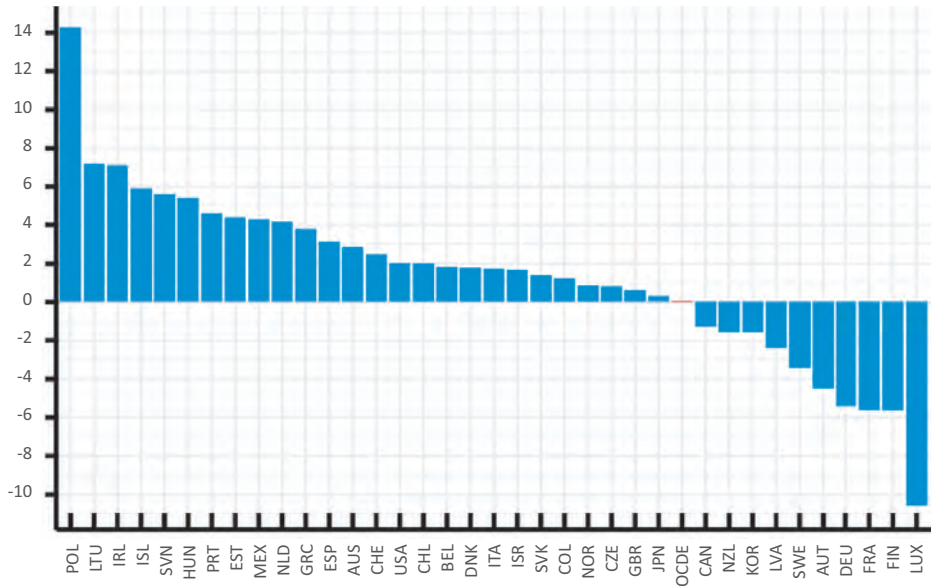
² La vivienda es también el mayor activo en las carteras de los hogares, pues representa alrededor de la mitad de los activos totales por término medio entre los países de la OCDE. Por lo tanto, es un motor fundamental de la acumulación y distribución de activos y riqueza neta a lo largo del ciclo vital y entre generaciones (Causa, Woloszko y Leite, 2019).

Figura 1. Precios de la vivienda y alquileres.

Panel A: Índice de precios reales de la vivienda, media de la OCDE (2010 = 100)



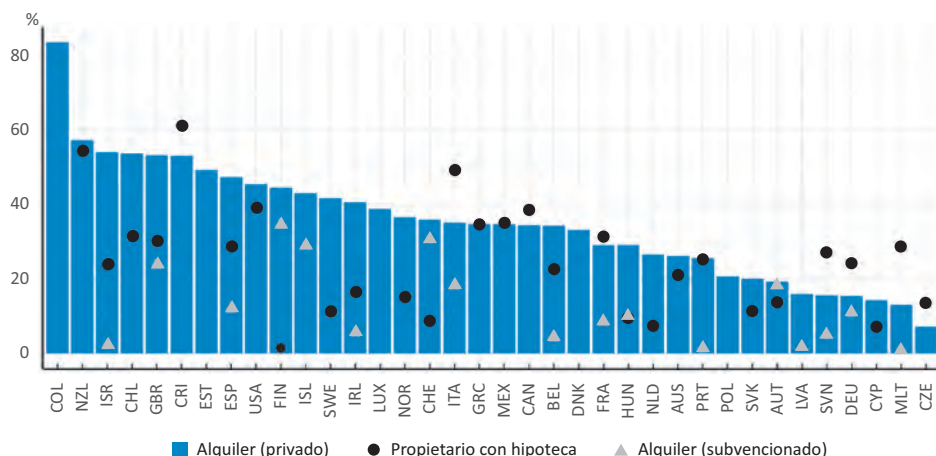
Panel B: % de variación interanual del precio nominal de la vivienda, por país en el 2T de 2024 o los últimos datos disponibles



Nota: Precios nominales de casas deflactados utilizando el deflactor del consumo privado de las estadísticas de cuentas nacionales.

Fuente: Base de datos analítica de precios de la vivienda de la OCDE.

Figura 2. Costes de la vivienda entre los grupos de rentas vulnerables.
Porcentaje de la población en el quintil inferior de la distribución de la renta que gasta, al menos, el 40 % de sus ingresos disponibles en hipotecas y alquileres, por tenencia, en porcentaje, 2020 o último año

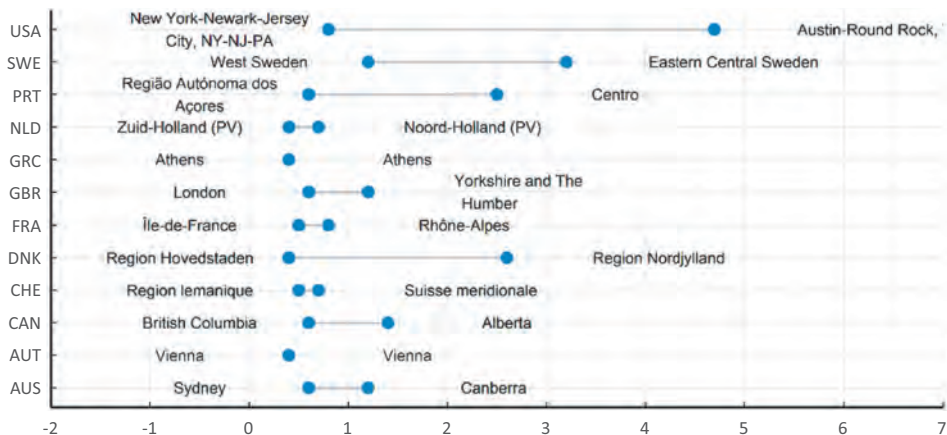


Fuente: Base de datos sobre vivienda asequible de la OCDE.

Esta evolución se debe a la transformación de los patrones de oferta y demanda. Con respecto a la demanda, el crecimiento económico y demográfico, especialmente en los países en desarrollo y en las economías de mercado emergentes; el envejecimiento de la población y la emigración, sobre todo en las economías avanzadas; y los cambios en la estructura de los hogares, con núcleos familiares más pequeños donde la población envejece rápidamente, han sido los principales factores del aumento de la demanda de vivienda. En muchos países el crédito hipotecario es ahora más accesible y asequible gracias a la desregulación financiera desde la década de los noventa. Al mismo tiempo, en muchos países, podría decirse que la oferta no ha respondido al aumento de la demanda, debido a una normativa más estricta para las nuevas promociones, el aumento de los costes de construcción y la lentitud de los trámites para obtener permisos. De hecho, la oferta de vivienda responde a los cambios en la demanda de forma bastante diferente en los distintos países (figura 3).

La evolución de la oferta también se ha visto limitada por la inversión gubernamental, sobre todo en el segmento subvencionado (vivienda social), con una tendencia a la baja en la mayoría de los países. La inversión pública directa en viviendas ha caído en picado desde la crisis financiera mundial (figura 4).

Figura 3. Capacidad de respuesta de la oferta de vivienda.
Elasticidades estimadas de la oferta de vivienda metropolitana



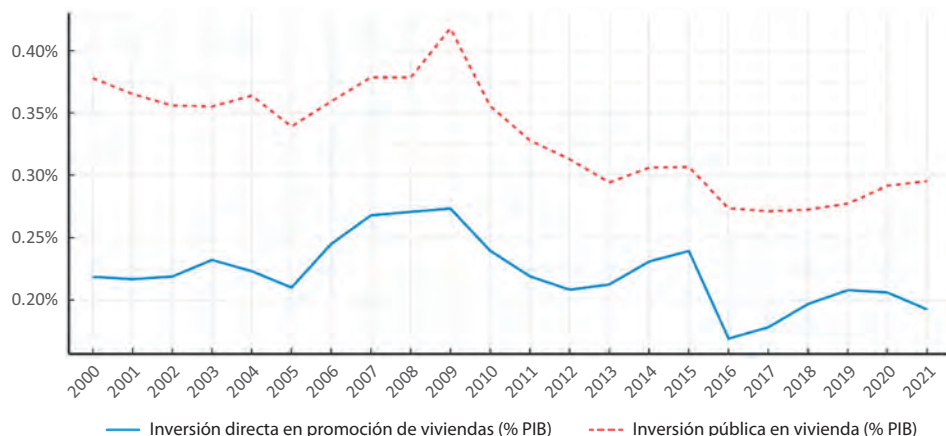
Fuente: Bétin y Ziemann, 2019.

Todos estos acontecimientos son importantes no solo desde un punto de vista social, sino también teniendo en cuenta el estrecho vínculo que existe entre los mercados de la vivienda y la macroeconomía en general. Dado que, de media, la construcción representa alrededor del 6% del PIB en los países de la OCDE, y que la inversión en viviendas representa por sí sola aproximadamente el 20% de la acumulación bruta de capital fijo (OCDE, 2021), las fluctuaciones de las actividades relacionadas con la vivienda y sus precios afectan considerablemente al ciclo económico. Además, los ciclos de los precios de la vivienda tienden a encabezar los ciclos económicos, por lo que son uno de los principales indicadores de las fluctuaciones en la actividad económica y la resiliencia macroeconómica general. Por consiguiente, con frecuencia se utilizan instrumentos, como la regulación macroprudencial sobre prestamistas y prestatarios, para mitigar la acumulación de vulnerabilidades asociadas a la deuda inmobiliaria, de manera que se reduzca la transmisión de los impactos de la vivienda y se fomente la capacidad de una economía para recuperarse cuando dichos impactos se materializan (Cournède, Denk y Hoeller, 2015).

2.2. El papel de la política

Una vivienda social bien diseñada puede contribuir en gran medida a mejorar la asequibilidad. La inversión en vivienda social, directa o indirectamente a través de asociaciones con poco o sin ánimo de lucro, ayuda a aumentar la oferta

Figura 4. Inversión gubernamental en vivienda.
Inversión pública total en vivienda y servicios comunitarios, y en promoción de viviendas, media de la OCDE, % PIB.



Nota: Media no ponderada de 30 países de la OCDE. La inversión incluye la inversión directa y las transferencias públicas de capital. La vivienda y los servicios comunitarios incluyen la promoción de viviendas, el suministro de agua, el alumbrado público, la I+D en vivienda y la provisión de servicios comunitarios. La promoción de viviendas incluye la adquisición de suelo para su construcción y la mejora o mantenimiento del *stock* de viviendas actual. Los datos excluyen Canadá, Colombia, Corea, México, Nueva Zelanda, Turquía y Estados Unidos.

Fuente: OCDE, 2023.

de viviendas³. Y, lo que es más importante, los requisitos para acceder a una vivienda social deben ser transferibles entre ciudades y regiones para garantizar la movilidad laboral, de modo que no se impida a los trabajadores mudarse a zonas con mejores perspectivas laborales por miedo a perder el acceso a una vivienda subvencionada (Causa y Pichelmann, 2020). Tal como se indicará más adelante, proporcionar viviendas sociales urbanizadas o reacondicionadas conforme a las normas de alta eficiencia energética tiene el beneficio añadido de contribuir tanto a la descarbonización del sector de la vivienda como a la reducción de la pobreza energética entre los grupos sociales desfavorecidos. Además, las inversiones en vivienda social y asequible deben formar parte de un mayor

³ La concesión de ayudas a la vivienda es un instrumento alternativo pero, cuando la oferta es rígida, un mayor número de ayudas, en lugar de una provisión directa, tiene a menudo la consecuencia no deseada de aumentar la presión sobre los precios de la vivienda y los alquileres.

esfuerzo por construir barrios inclusivos y socialmente mixtos y evitar la segregación social y económica que suele caracterizar a los complejos de vivienda social en las principales zonas urbanas (OCDE, 2016).

En numerosos países, hay mucho margen para reformar la fiscalidad de la vivienda. El cambio en esa fiscalidad, de las tasas basadas en transacciones (como el impuesto sobre actos jurídicos documentados) a los impuestos recurrentes sobre bienes inmuebles, reduce los costes de la compraventa de viviendas y elimina los desincentivos a la movilidad residencial. En cambio, los impuestos recurrentes sobre inmuebles distorsionan menos el crecimiento económico en comparación con otros impuestos y permiten a los gobiernos recaudar de una importante base impositiva que suele estar infraexplotada en la mayoría de los países, con importantes pérdidas de ingresos para las finanzas públicas en épocas de dificultades. Además, reequilibrar la base imponible recurrente del impuesto sobre bienes inmuebles hacia el suelo, en lugar de las estructuras, tendría la ventaja añadida de fomentar usos más eficientes del suelo y, por tanto, una mayor calidad medioambiental (OCDE, 2021, 2022).

Otro ámbito importante de reforma está relacionado con el tratamiento fiscal de los pagos de intereses hipotecarios. En muchos países, las exenciones del impuesto sobre la renta crean un incentivo para la propiedad de vivienda, lo que puede ser un inconveniente cuando la oferta es rígida. La eliminación progresiva de la desgravación de los intereses hipotecarios puede reducir los precios de las casas, ya que gran parte de su valor tiende a capitalizarse en el precio del suelo (Gruber, Jensen y Kleven, 2021). Las reformas fiscales que los Países Bajos aplicaron en la década de 2010 son un ejemplo de estrategia que combinaba un cambio en la carga de la fiscalidad inmobiliaria, de impuestos basados en las transacciones a impuestos recurrentes, con una reducción de las desgravaciones hipotecarias (OCDE, 2010). Australia también ha seguido una política similar en los últimos años. No obstante, a pesar de estos efectos adversos, varios países de la OCDE siguen apoyando el endeudamiento hipotecario a través de diversos instrumentos fiscales y no fiscales (OCDE, 2023). Más allá de la fiscalidad, otras medidas de apoyo a las hipotecas, como los seguros subvencionados o los avales públicos, también tienen el efecto adverso de presionar al alza los precios de la vivienda y exacerbar el riesgo de impago con grandes costes fiscales.

La reforma de la normativa sobre el uso del suelo puede contribuir a desbloquear la oferta. Permitir la transferibilidad de los derechos de promoción adquiridos puede reducir las limitaciones de la oferta cuando hay una gran demanda de

viviendas, aliviando así la presión sobre los precios. Una forma de hacerlo es revisar periódicamente los límites geográficos del desarrollo urbano para dar cabida al crecimiento de la ciudad. Además, la normativa de zonificación debe ser lo suficientemente flexible como para permitir que los barrios cambien con el tiempo según lo hagan los patrones demográficos y la demanda de vivienda, así como la readaptación de los edificios en función de cómo evolucionen las condiciones económicas.

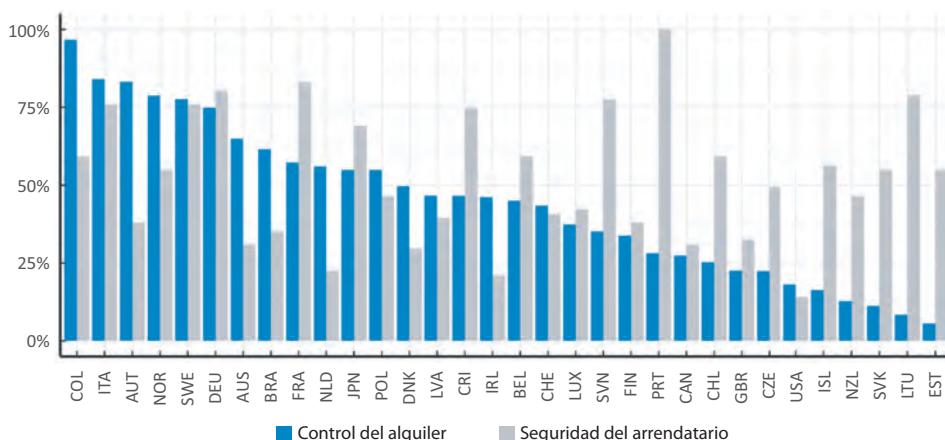
Otra consideración es la gobernanza de la normativa sobre el uso del suelo, que tiende a estar demasiado fragmentada en la mayoría de los países. Un alto grado de descentralización de las decisiones sobre el uso del suelo suele ir asociado a políticas de uso del suelo más restrictivas. La experiencia internacional sugiere que es especialmente importante evitar el solapamiento de las funciones de la política de vivienda entre los distintos niveles de la administración y favorecer la planificación a nivel metropolitano, en lugar de local, para facilitar la correspondencia entre la oferta y la demanda dentro de áreas de influencia más amplias⁴. Esto podría aumentar la capacidad de respuesta de la oferta a la evolución de la demanda, reduciendo la presión al alza sobre los precios y haciendo que la vivienda sea más asequible (Bétin y Ziemann, 2019; Cavalleri, Cournède y Özsöğüt, 2019).

La normativa del mercado del alquiler, como el control de los alquileres y la seguridad de la tenencia, también pueden ser más equilibradas en muchos países. Cuando esta normativa es demasiado restrictiva o se inclina hacia la protección de los derechos de los arrendatarios, a menudo se disuade a los propietarios de poner sus inmuebles en el mercado del alquiler, lo que limita la oferta. La excesiva protección de los arrendatarios también suele acarrear consecuencias negativas no deseadas para los más vulnerables, ya que a los arrendatarios con perspectivas laborales inciertas, como los trabajadores con salarios bajos o atípicos, les resulta difícil firmar un contrato de arrendamiento cuando los arrendadores prevén un desahucio difícil en caso de impago. No obstante, sigue siendo necesario ofrecer a los arrendatarios una garantía razonable en cuanto a la tenencia y el nivel de los alquileres (figura 5). En el caso de mercados del alquiler ajustados, la estabilización de los alquileres, en lugar de la congelación pura y simple, ofrece una mayor garantía para

⁴ Esto está relacionado con un conocido fenómeno de economía política, por el que los propietarios de viviendas recurren a los políticos locales para proteger el valor de estas impidiendo que la oferta se expanda con nuevas promociones (Gyourko y Molloy, 2015).

arrendadores y arrendatarios. Por lo tanto, el reto político es garantizar, por un lado, una inversión segura para arrendadores e inversores y, por otro, una vivienda segura y de buena calidad para los arrendatarios.

Figura 5. Normativa del mercado del alquiler.
Índice de 0 (menos restrictivo) a 1 (más restrictivo)



Nota: Los índices de control de alquileres y seguridad de la tenencia oscilan entre 0 (sin restricciones) y 1 (todo tipo de restricciones) según las respuestas al Cuestionario de la OCDE de 2021 sobre vivienda asequible y social.

Fuente: Actualización de la OCDE (2021).

La política también puede centrarse en frenar la demanda cuando escasea la vivienda. Las medidas macroprudenciales, como los límites a los préstamos en relación con el valor del inmueble (límites a la relación principal-valor) o a la deuda con respecto a los ingresos (límites a la relación deuda-ingresos), son instrumentos convencionales de elección, ya que sirven de contención para que el volumen de crédito y los precios de la vivienda no aumenten durante el auge del ciclo de apalancamiento. Estas medidas limitan la exposición de los prestatarios al endeudamiento en vivienda y refuerzan la resiliencia microeconómica, especialmente de los hogares más vulnerables, a los impactos en los precios y los ingresos. La normativa también puede centrarse en los prestamistas y limitar su exposición a la deuda inmobiliaria (Cournède, Sakha y Ziemann, 2019). Durante los años posteriores a la crisis financiera mundial los organismos reguladores han endurecido los requisitos para que los bancos mantengan más capital propio frente a las participaciones hipotecarias, constituyan reservas de

capital contracíclicas adicionales cuando sea necesario y consoliden mejor en sus balances sus compromisos hipotecarios frente a otros agentes del mercado.

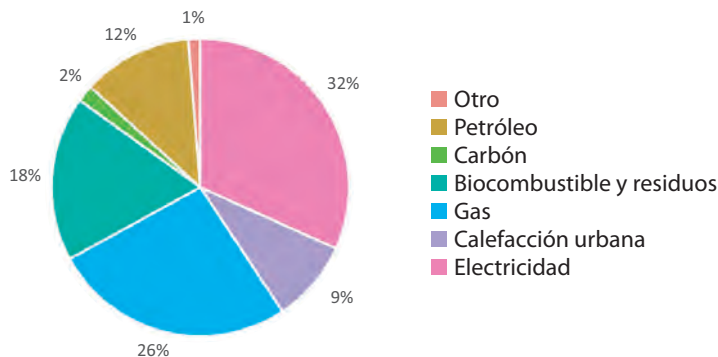
Como en otros casos, hay que prestar atención a las posibles compensaciones o consecuencias imprevistas asociadas a intervenciones políticas concretas. Al restringir directamente el endeudamiento o la disponibilidad de crédito para adquirir una vivienda, estas normas prudenciales dificultan el endeudamiento de determinados grupos sociales, entre ellos, los hogares jóvenes con ahorros limitados, que son los que tienen más probabilidades de que la vivienda les resulte algo inasequible. Por ello, estas medidas pueden complementarse con ayudas a los compradores de primera vivienda a través de planes de ahorro con ventajas fiscales que les ayuden a acumular fondos que puedan utilizar para la entrada. Otra opción es que la política macroprudencial se base más en los límites a la relación pago de la deuda-ingresos, que también reducen el riesgo sin exigir condiciones más estrictas para las entradas.

3. AFRONTAR EL RETO DE LA SOSTENIBILIDAD

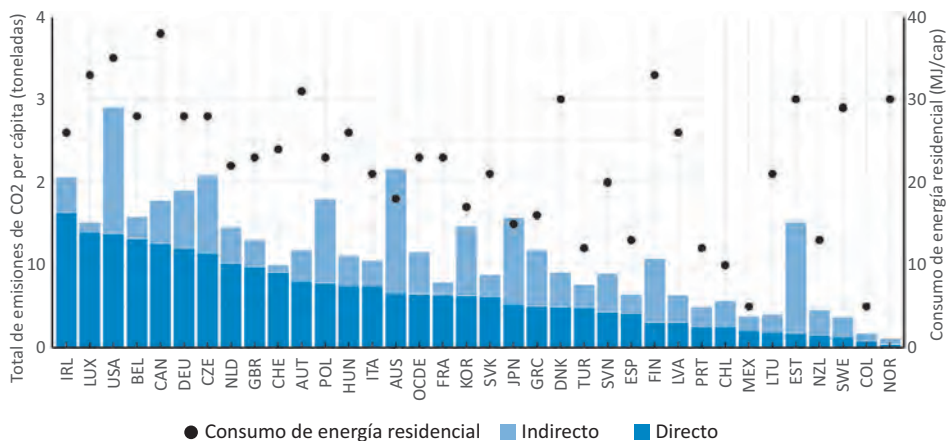
3.1. Consumo de energía y emisiones

El sector inmobiliario es un gran consumidor de energía, ya que los edificios representan aproximadamente un tercio del consumo total de energía en todo el mundo. Básicamente, se debe a la necesidad de energía para calefacción, refrigeración, iluminación y uso de electrodomésticos (figura 6). El consumo de energía también depende de las características térmicas de los edificios, los hábitos y el comportamiento. El consumo de energía per cápita suele ser mayor en los países situados en latitudes más altas, donde los inviernos son más duros (OCDE, 2023; de Mello, 2023).

Figura 6. Sector inmobiliario: consumo de energía final.
Panel A: Consumo de energía por fuentes en los países de la OCDE (2020)



Panel B: Emisiones per cápita y consumo de energía en el sector residencial (2020)



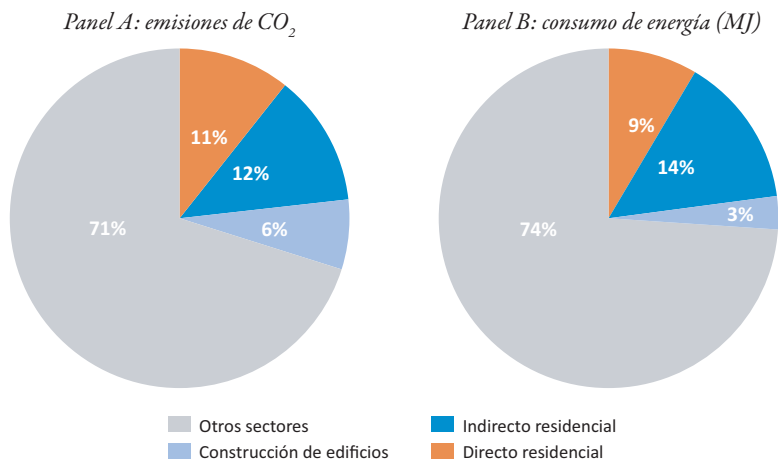
Nota: En el panel B el consumo de energía incluye calefacción y refrigeración, calentamiento de agua, cocina y electrodomésticos.

Fuente: OCDE, 2023.

A consecuencia de su consumo de energía, el sector inmobiliario representa una gran parte de las emisiones de gases de efecto invernadero, aunque existe una variación considerable entre países (figura 7). También deben tenerse en cuenta las emisiones indirectas derivadas de la generación de electricidad y calor en los edificios, así como las emisiones incorporadas en la construcción, el mantenimiento y la demolición de los mismos (PNUMA, 2021). Por lo tanto, las estrategias de descarbonización en el sector inmobiliario deben ir más allá del uso directo de energía en los edificios e incluir tanto las emisiones indirectas como las incorporadas.

A pesar de sus elevadas emisiones, el sector inmobiliario está sujeto a una baja tarificación del carbono. De media, las tasas efectivas sobre el carbono (TEC) aplicadas a la calefacción para uso residencial y comercial tienden a ser bajas, aunque varían considerablemente de un país a otro (OCDE, 2019; OCDE, 2021b) (figura 8)⁵. Los precios de las emisiones son más bajos para la electricidad, el gas natural y la biomasa (que son las principales fuentes de consumo de energía final en el sector inmobiliario) que, para otros combustibles, como la gasolina y el gasóleo. Estos combustibles se utilizan sobre todo en el transporte, que es otro gran emisor.

Figura 7. Emisiones de CO2 y consumo de energía final por sector.



Nota: (*) Incluye las emisiones de procesos industriales.

Fuente: OCDE, 2023.

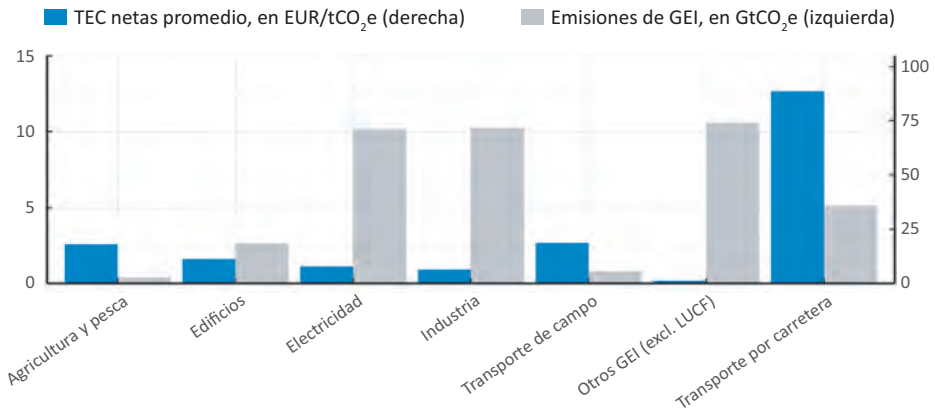
3.2. Retos políticos interrelacionados

Por todas estas razones, los esfuerzos nacionales para alcanzar los objetivos acordados en materia de cambio climático deben implicar al sector inmobiliario. No obstante, la descarbonización del sector es especialmente difícil, debido sobre todo a dos retos principales. Uno está relacionado con el establecimiento de normas estrictas de eficiencia energética en los edificios nuevos. Mientras que

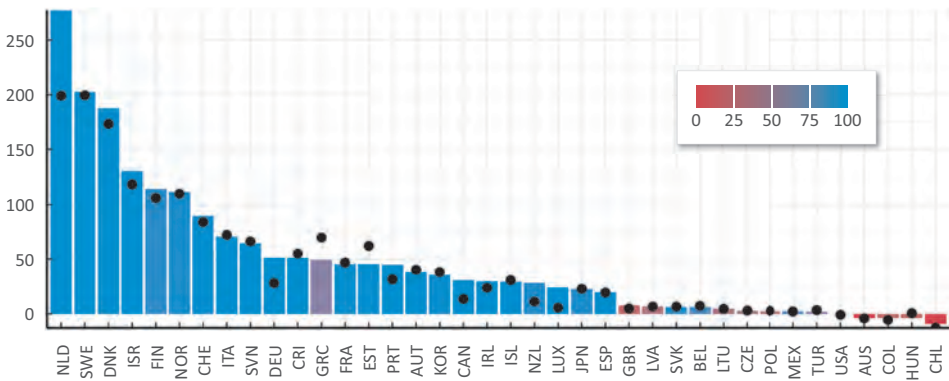
⁵ En las tasas efectivas sobre el carbono se tienen en cuenta los impuestos especiales sobre los combustibles, los impuestos sobre el carbono y los precios de los permisos de emisión negociables.

Figura 8. Emisiones y precios del carbono.

Panel A: Precios medios efectivos del carbono y emisiones de GEI (por sector)



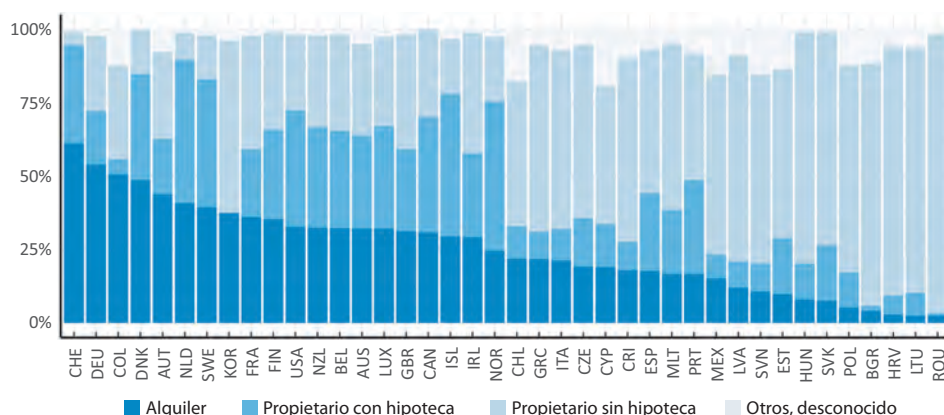
Panel B: Tasas efectivas netas sobre el carbono (EUR/tCO₂), sector de la construcción



Nota: Panel A: se ha hecho un promedio de las TEC netas y sus componentes (lado izquierdo) en todas las emisiones de GEI de una muestra de 71 países, incluidas las emisiones no tarifadas. La información sobre precios efectivos corresponde a 2021, con la excepción de las estimaciones sobre subvenciones a los combustibles fósiles, que se basan en datos de 2020. Las emisiones de GEI (lado derecho) son la suma del CO₂ relacionado con combustibles fósiles calculado a partir de los datos de consumo de energía de 2018. Panel B: la tasa efectiva neta sobre el carbono se compone de los precios del comercio de emisiones, los impuestos sobre el carbono y los impuestos especiales sobre los combustibles, menos las subvenciones a los combustibles fósiles. La altura de las barras se refiere a las tasas efectivas netas sobre el carbono en 2021, mientras que los puntos negros indican esas tasas en 2018. El color de las barras señala el porcentaje de emisiones contemplado en 2021. El sector eléctrico se refiere a la generación de electricidad y las tasas efectivas sobre el carbono no incluyen los impuestos especiales sobre la electricidad.

Fuente: OCDE, 2022 (panel A) y OCDE, 2023 (panel B).

Figura 9. Estructura de la tenencia en los países de la OCDE.



Fuente: Base de datos sobre vivienda asequible de la OCDE.

los códigos de edificación suelen reflejar normas vanguardistas en las economías avanzadas, a menudo no existen o se aplican mal en los países en desarrollo y las economías de mercados emergentes, donde se espera que tenga lugar la mayor parte de la actividad de construcción debido al rápido crecimiento demográfico y económico en los próximos años. Los códigos de edificación también tienden a centrarse en reducir el consumo de energía relacionado con el funcionamiento de los edificios, descuidando el contenido de carbono incorporado en los materiales que se utilizan en la construcción.

El otro reto está relacionado con la necesidad de renovar los edificios ya existentes para mejorar su eficiencia energética. Esto es especialmente importante, porque estos edificios seguirán representando una gran parte del *stock* de viviendas en 2050. La Agencia Internacional de la Energía calcula que, para alcanzar las cero emisiones netas en 2050, las tasas anuales de renovación energética tendrían, al menos, que duplicarse en las economías avanzadas para 2030, desde el nivel actual de menos del 2% anual. Del mismo modo, las inversiones de capital en edificios tendrán que casi duplicarse en todo el mundo con respecto a los niveles actuales y situarse en torno a los 730.000 millones de USD en 2050 para poder alcanzar las cero emisiones netas en 2050 (AIE, 2021a).

Para complicar las cosas, la inversión se ve desalentada por la división de incentivos a lo largo del espectro de tenencia (incluidos propietarios de la vivienda que habitan, arrendadores y arrendatarios en los segmentos de mercado y no de mercado) y la falta de financiación. La estructura de la tenencia varía considerablemente

de un país a otro (figura 9). Mientras que en muchos países predominan los propietarios sin préstamos para vivienda y los mercados del alquiler son relativamente escasos, en otros hay una gran proporción de arrendatarios y/o titulares de hipotecas. Por tanto, la política tiene que adaptarse a estas especificidades.

3.3. Abordar la cuestión de los edificios nuevos

Los códigos de edificación tienden a centrarse en aplicar mejoras con respecto a las características térmicas de los edificios que puedan reducir el consumo de energía durante su ciclo de vida, desde la fase previa a la construcción (diseño y planificación) hasta las fases de construcción y ocupación. Se pueden introducir mejoras en el diseño paisajístico, la selección del emplazamiento, el plano y la orientación del edificio, así como en la organización del espacio interior. Según el estudio bibliográfico de Erebor et al. (2021), la forma del edificio, los materiales de construcción y los sistemas de envolvente, además de la integración de fuentes de energía renovables, las estrategias de diseño de la iluminación natural y los sistemas de ventilación de modo mixto, son algunos de los aspectos más comunes en el caso de los edificios de oficinas. Estas medidas normativas pueden aumentar el sobreprecio de los edificios más eficientes desde un punto de vista energético, pero también pueden dar lugar a mayores costes de construcción y mantenimiento, como se reconoce en el estudio bibliográfico de Markandya et al. (2015).

Es necesario redoblar los esfuerzos en este ámbito. A escala mundial, en 2020, dos tercios de los países seguían careciendo de códigos energéticos obligatorios para los edificios (OCDE, 2021). Los edificios de alta eficiencia, como los de consumo de energía casi nulo, siguen representando menos del 5% de las nuevas construcciones (AIE, 2021b). La mejora y la aplicación efectiva de normas para los edificios nuevos serán especialmente importantes en los países en desarrollo y en las economías de mercados emergentes. El motivo es que el aumento previsto en la demanda inmobiliaria será mayor en esos países, como se ha mencionado anteriormente, con el consiguiente incremento estimado de la superficie en alrededor de un 75% en todo el mundo entre 2020 y 2050 (AIE, 2021a), y donde los estándares suelen ser bajos (Iwaro y Mwash, 2010). En los países en desarrollo, se están haciendo esfuerzos en este sentido. Por ejemplo, conforme al plan nacional de desarrollo de Kenia (*Vision 2030*), todos los proyectos de viviendas asequibles deben ajustarse a los requisitos de la Certificación Green Globes (Brookings, 2023).

La normativa y el establecimiento de normas también deben ir más allá del énfasis en el carbono operativo, que puede lograrse mediante normas estrictas de eficiencia energética, e incluir también el carbono incorporado. De hecho, en la revisión de casos prácticos de evaluación del ciclo de vida realizada por Roeck et al. (2020) se muestra que el carbono incorporado ya representa la mayor parte de las emisiones en los edificios de alta eficiencia energética. En los últimos años, se han adoptado en Europa varias iniciativas políticas dirigidas al carbono incorporado (Bionova, 2018). A nivel nacional, los Países Bajos y Francia exigen que los edificios nuevos tengan en cuenta sus impactos incorporados mediante límites al contenido de carbono, así como requisitos específicos de información y divulgación. También existen metodologías de evaluación en Bélgica, Finlandia, Alemania, Suecia y Suiza (PNUMA, 2021). No obstante, en la revisión de las evaluaciones del ciclo de vida llevada a cabo por Pomponi y Moncaster (2018) se indica que las metodologías de evaluación varían considerablemente unas de otras, lo que limita la comparabilidad.

3.4. Edificios ya existentes: el problema de los incentivos divididos

Cuando se trata de edificios ya existentes, el desajuste de los incentivos a la inversión en renovación energética se debe a que los costes de las mejoras en las viviendas corren a cargo de los propietarios (propietarios que habitan sus viviendas o arrendadores), mientras que los beneficios en cuanto a mayores niveles de confort y menores costes energéticos corresponden a los arrendatarios. Este es el caso, sobre todo, de los contratos de alquiler que no permiten repercutir esos costes (total o parcialmente) en forma de alquileres más elevados. Los desajustes de incentivos se ven agravados por el hecho de que los propietarios suelen tener un horizonte temporal más largo para las inversiones en mejoras del hogar, debido especialmente a los grandes costes fijos iniciales de dichas inversiones, mientras que los arrendatarios se centran en los beneficios a corto plazo de esas mejoras por su menor apego a los inmuebles de alquiler (Kholodilin et al., 2017; Gerarden et al., 2017). Estos desajustes de incentivos son aún más complejos en el sector de la vivienda social, ya que las limitaciones a las subidas del alquiler y los topes directos sobre ellos, así como sobre los precios de transacción, dificultan que los costes de mejora se trasladen a los arrendatarios o a los compradores de viviendas (Chegut et al., 2016).

Los estudios empíricos, ampliamente analizados por Solà et al. (2021), Gerarden et al. (2017) y de Mello (2023), entre otros, muestran efectivamente una menor disposición a pagar por mejoras en el hogar entre los arrendatarios

que entre los propietarios, así como la presencia de importantes primas de alquiler y de precio de transacción para los inmuebles energéticamente eficientes, lo que sugiere que los beneficios para los propietarios que habitan sus viviendas y para los arrendadores derivados de la inversión en tecnologías energéticamente eficientes son grandes. En dichos estudios también se muestra que los residentes suelen desconocer las características térmicas de sus viviendas. Los arrendatarios tienden a estar peor informados que los propietarios que habitan sus viviendas o los arrendadores, mientras que los propietarios suelen sobrestimar la eficiencia energética de sus casas, lo que desincentiva la inversión en mejoras domésticas (Hope y Booth, 2014). También pueden tener preferencia por el *statu quo*, dada su incertidumbre sobre que las mejoras tecnológicas puedan afectar a la rentabilidad de la inversión en eficiencia energética (Markandya et al., 2015).

Por tanto, la disponibilidad de un etiquetado/certificación de eficiencia energética que sea transparente y verificable es un paso importante para poder solventar esta asimetría de información y permitir unos precios que recompensen la inversión en renovación energética. Existen varios programas de etiquetado/certificación en todo el mundo, incluso en la Unión Europea con varios lanzamientos de las Directivas de eficiencia energética de los edificios (EPBD, por sus siglas en inglés) de 2003, 2010 y 2021, el Plan de Eficiencia Energética de 2011 y el paquete de estímulo a la eficiencia energética Horizonte 2020 (Visscher et al., 2016). Entre las iniciativas recientes, figuran normas mínimas para los edificios ya existentes, normas de cero emisiones para los nuevos edificios a partir de 2030 y nuevas normas de recogida y difusión de datos⁶. Igual de importante es la exigencia de una certificación obligatoria de eficiencia energética para todos los edificios, y no solo para los nuevos y los destinados a la venta o alquiler.

Como complemento al etiquetado/certificación de eficiencia energética, hay que tratar de fomentar la reducción de los costes de funcionamiento de los edificios. Por ejemplo, en Estados Unidos, varios programas patrocinados por empresas de servicios públicos a nivel regional y local ofrecen descuentos o incentivos a los propietarios que inviertan en sistemas y tecnologías más eficientes desde un punto de vista energético (*American Council for an Energy-Efficient Economy*,

⁶ En el programa de la Unión Europea, la certificación de eficiencia energética (EPC, por sus siglas en inglés) exige una calificación de letras por colores de la eficiencia energética (EE) de un edificio en una escala de la A a la G, en la que la A es muy eficiente y la G muy ineficiente.

2016; Im et al., 2017). El programa de etiquetado ENERGY-STAR es el principal sistema de certificación en Estados Unidos. En Singapur, el programa de certificación Green Mark también es muy conocido (Davis, 2011; AIE, 2010).

El estudio empírico realizado por Ramos et al. (2015) muestra efectivamente una relación entre el etiquetado/certificación energéticos y la disposición a pagar por mejoras en el hogar. El análisis de las directivas europeas muestra que el uso obligatorio de las EPC en las transacciones, así como la exhibición pública de la información, que se introdujo en la “refundición” de 2010, han reforzado la influencia de la certificación en los resultados basados en análisis empíricos⁷. Además, Bertoldi et al. (2021) debaten otros planes destinados a reducir las facturas de energía y las emisiones, como los descuentos patrocinados por empresas de servicios públicos y las inversiones reembolsables, así como los contratos de eficiencia energética con los proveedores de energía.

El diseño de muchos programas de etiquetado/certificación necesita mejoras. La reforma en este ámbito debería hacer obligatoria la certificación para todos los inmuebles, no solo los de venta o alquiler. Los Países Bajos se encuentran entre los pocos países en los que el etiquetado/certificación ya se aplica a todos los inmuebles. La certificación de eficiencia energética también es obligatoria en Francia para los inmuebles plurifamiliares y su aplicación varía entre 2024 y 2026, en función del tamaño de los edificios. Por ese motivo, se aplauden las recientes medidas adoptadas por la Unión Europea en este sentido. Además, no hay que subestimar la necesidad de difundir información sobre las normas y reglamentos. *Evidence from the European Directives*, basada en los trabajos precursores de Adjei et al. (2011), Broumen y Kok (2011) y Amecke (2012), destaca la importancia de difundir información sobre la eficiencia energética, así como de generar confianza en los sistemas de etiquetado/certificación y la información que proporcionan. A menudo existe una falta de concienciación sobre los beneficios económicos de la renovación energética a lo largo del espectro de tenencia⁸.

⁷ Para obtener más información, véanse, por ejemplo, los estudios de Alemania (Amecke, 2012), España (Ayala et al., 2016), Dinamarca (Jensen et al., 2016), Finlandia (Fuerst et al., 2016), Gales (Fuerst et al., 2016) e Irlanda (Hyland et al., 2013).

⁸ De hecho, Franke y Nadler (2019) muestran en su trabajo sobre Alemania que los arrendatarios a menudo no son conscientes de las ganancias asociadas a las mejoras en el hogar en cuanto a pagar menos en sus facturas de energía, incluso invirtiendo en electrodomésticos más eficientes energéticamente.

En algunos casos, para ajustar los incentivos a la inversión, puede ser necesario cambiar la normativa del mercado del alquiler para que el ahorro en facturas de energía se reparta entre arrendatarios y arrendadores. También es importante evitar incentivos perversos y efectos no deseados en el comportamiento. Este es el caso, por ejemplo, cuando se anima a los propietarios a mantener las inversiones al mínimo necesario para asegurarse el paso a una calificación superior de eficiencia energética. Comerford et al. (2018) consideran efectivamente que, una vez que se alcanza una calificación más alta, el programa inglés de certificado de eficiencia energética ofrece incentivos débiles para realizar mejoras adicionales en el hogar.

3.5. Edificios ya existentes y el reto de la financiación

Más allá de los incentivos desajustados, la motivación por la renovación energética se ve mermada por los elevados costes de inversión inicial para los presupuestos domésticos y los largos plazos de amortización. Ambos desincentivan la inversión privada, especialmente por parte de arrendatarios y arrendadores. Al mismo tiempo, las entidades financieras tienen incentivos limitados para ofrecer financiación externa, debido a la incertidumbre en torno al ahorro energético por intervenciones específicas y sus efectos en la eficiencia energética de los edificios. A menudo, las prácticas de suscripción de hipotecas se basan también en las necesidades energéticas promedio estándar, y no reales, de un edificio, por lo que subestiman los efectos que tendrían las mejoras de eficiencia energética en los costes operativos y la calidad del crédito (Mathew et al., 2021). Además, el reducido tamaño de las inversiones en renovación energética, especialmente en el sector residencial, aumenta los costes administrativos y de transacción y también el de los préstamos. Otro factor que complica la situación es la falta de metodologías y normas comunes para las inversiones en inmuebles energéticamente eficientes, incluido sobre información y divulgación. Esto impide que las entidades financieras puedan recoger todos los beneficios de las inversiones verdes en cuanto a menores costes al financiar proyectos de eficiencia energética.

Desde la perspectiva de los prestatarios, las mejoras de eficiencia energética pueden aumentar su solvencia, ya que el ahorro energético asociado reduce los costes operativos de los prestatarios. Eso, por tanto, mejora sus ingresos disponibles y, por ende, su capacidad de reembolso de los préstamos, con un menor riesgo de impago de los créditos (Karakosta et al., 2021). En la medida en que estos beneficios se reflejen en menores costes de endeudamiento, existe un

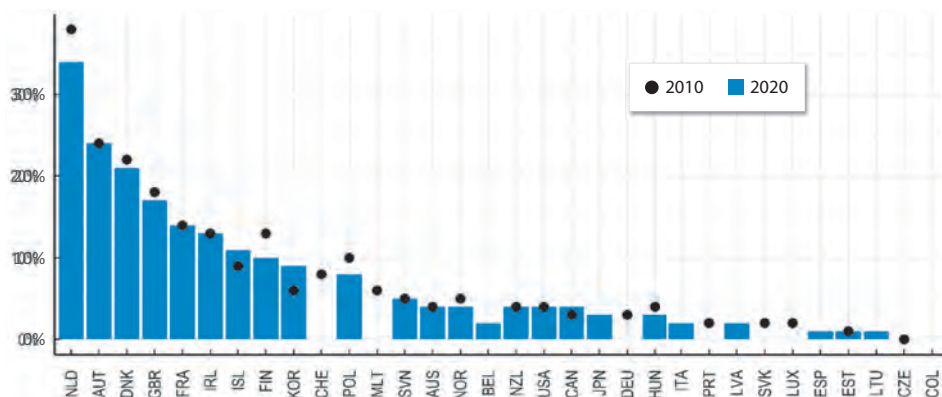
beneficio añadido asociado a la financiación de proyectos de mejora energética que, a su vez, aumentaría aún más la capacidad de reembolso de los préstamos por parte de los prestatarios y, posiblemente, los costes de financiación para los prestamistas con una cartera de crédito de mejor calidad. Este es, de hecho, el principio en el que se basan las hipotecas verdes y otros instrumentos que combinan la financiación para adquirir viviendas e inmuebles en general con mejoras asociadas en la eficiencia energética del inmueble.

Las medidas políticas podrían centrarse en reducir los elevados costes iniciales de la inversión. Para ello, existen varias opciones, entre las que se incluyen los programas de financiación en la factura, que prevén inversiones por parte de empresas de servicios energéticos con la posible colaboración de entidades financieras (Bianco y Sonvilla, 2021). La revisión de los planes alternativos de financiación de la eficiencia energética realizada por Bertoldi et al. (2021) incluye una variedad de financiaciones basadas en el objeto (vinculadas al inmueble) por las que las inversiones pueden amortizarse, por ejemplo, a través de las facturas de servicios públicos o el régimen fiscal.

Las opciones para reducir el riesgo de las inversiones podrían centrarse en cambios en los mecanismos de suscripción para la calificación de los préstamos. A menudo, los bancos verdes y las entidades financieras de desarrollo comunitario dependen de fondos públicos para apalancar la financiación privada, con el fin de reducir el coste del capital para los prestatarios y, como resultado, ampliar el acceso a las poblaciones con pocas opciones de financiación (Krupa y Harvey, 2017; Ning et al., 2022). En concreto, están en condiciones de cerrar la “brecha de cobertura” de la financiación destinada a renovación energética para aquellos residentes, propietarios o no, que no reúnen los requisitos para los programas de ayuda gubernamental, normalmente préstamos subvencionados, y aquellos que no cumplen las condiciones de crédito o de garantía inicial para los préstamos basados en el mercado.

Las necesidades de financiación de quienes no pueden acceder a la basada en el mercado, como los hogares con rentas bajas, pueden satisfacerse con ayudas públicas directas. Algunos ejemplos son las ayudas a hogares con bajos ingresos, como el Programa de Ayuda para la Climatización y Acondicionamiento (WAP, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, y la provisión de viviendas sociales energéticamente eficientes. Esto es importante porque el sector de la vivienda social es extenso en varios países de la OCDE (figura 10).

Figura 10. El sector de la vivienda social en los países de la OCDE.
Viviendas de alquiler social, en % del *stock* total de viviendas (2010 y 2020)



Fuente: Base de datos sobre vivienda social asequible de la OCDE.

La política puede hacer mucho para impulsar el desarrollo de la financiación de vivienda verde. Entre las áreas prioritarias de reforma figuran la consolidación y aclaración de las normas, así como la adopción de metodologías y criterios de calificación comunes. Son medidas necesarias para conseguir que los mercados de financiación inmobiliaria verde tengan más liquidez y reduzcan el coste de la financiación para bancos y entidades financieras (OCDE, 2023).

3.6. El caso de la tarificación del carbono

La tarificación explícita de las emisiones podría tener un papel importante al estrechar el vínculo entre el coste del consumo de energía en los edificios, por un lado, y la demanda real de energía, por el otro. Las emisiones tienen un precio moderado en el sector inmobiliario, debido al bajo precio del carbono de los combustibles más utilizados para refrigerar, calentar e iluminar los edificios. Por lo tanto, existen motivos para poner precio a la demanda de energía, en la medida en que los consumidores puedan reducir el consumo o elegir comprar energía de fuentes más limpias.

No obstante, las pruebas empíricas son dispares. Mientras que las pruebas comparativas entre países para la Unión Europea sugieren una elevada elasticidad de precios en el consumo de energía para edificios residenciales (Thonipara et al., 2019), los estudios basados en métodos microeconómicos suelen apuntar a resultados contradictorios. Por ejemplo, en el análisis llevado a cabo por

Ott y Weber (2022) para Suiza se muestran impactos poco significativos a corto plazo. El metaanálisis realizado por Labandeira et al. (2017) muestra que estas elasticidades de precios son bastante bajas, especialmente a corto plazo y antes de que las respuestas de comportamiento motiven cambios en el consumo. Así lo confirman pruebas más recientes de Pisu et al. (2022). Además, la sensibilidad del consumo de energía a las señales de precios/impuestos también varía a lo largo del espectro de la tenencia. Weber y Gill (2016) se centran en el consumo de calefacción en Alemania y encuentran elasticidades más altas para los arrendatarios que para los propietarios de viviendas.

Además de la tarificación del carbono, se pueden considerar otros instrumentos de precios para fomentar mejoras de eficiencia energética en los edificios, como impuestos, subvenciones y descuentos. No obstante, los datos empíricos sobre su eficacia son contradictorios. Por ejemplo, Villca-Pozo y Gonzales-Bustos (2019) sugieren que los impuestos sobre la renta o bienes inmuebles son instrumentos deficientes para promover la renovación energética en España, sobre todo en el caso de los edificios antiguos.

En cuanto a las subvenciones, Olsthoorn et al. (2017) muestran que también importan factores como la preferencia temporal de los beneficiarios de las prestaciones. El estudio llevado a cabo por Markandya et al. (2015) muestra que las subvenciones suelen provocar el uso de electrodomésticos más eficientes desde un punto de vista energético, pero normalmente son costosas para el erario público y están sujetas a otras limitaciones, como la posibilidad de que se haga un uso indebido de los fondos. Además, existe el llamado “efecto rebote”, asociado al incentivo perverso de que una reducción en el precio de un electrodoméstico hace que los consumidores compren versiones más grandes que consumen más energía. Además, las consideraciones de distribución son importantes para el diseño de incentivos fiscales/subvenciones en este ámbito, dadas las diferentes tasas de adopción entre los grupos sociales (Jacobsen, 2019; Markandya et al., 2015).

3.7. Un doble dividendo relacionado con la pobreza energética

Los esfuerzos por mejorar la eficiencia energética de los edificios tienen el beneficio añadido de contribuir a reducir la pobreza energética. Esto se debe a que los costes energéticos son más onerosos para los grupos sociales vulnerables que para sus contrapartes con rentas altas, lo que les hace más propensos a enfrentarse a la pobreza energética. Los grupos sociales vulnerables suelen estar mal equipados

para asumir las variaciones imprevistas en los costes de la energía por su limitado acceso a tecnologías de redes eléctricas inteligentes, como contadores inteligentes, indicadores de energía en el hogar y sistemas de gestión de la energía doméstica, así como a prácticas y comportamientos sociales sobre el uso de la energía, como la hora del día en que se utilizan los electrodomésticos⁹. Al mismo tiempo, los hogares con rentas bajas son más susceptibles a las condiciones meteorológicas extremas, que se espera que sean más frecuentes debido al cambio climático.

Por lo tanto, las opciones políticas para abordar la pobreza energética podrían centrarse en fomentar la mejora de la eficiencia energética entre los arrendatarios con ingresos más bajos. Entre otras cosas, comprende iniciativas para reducir la barrera del coste de los contadores inteligentes y las tecnologías adaptables para los hogares con rentas bajas. Asimismo, sería positivo que la política se centrara en el sector de la vivienda social, debido a la alta concentración de arrendatarios con bajos ingresos que no podrían optar a ayudas financieras para invertir en renovación energética. Podrían intensificarse las iniciativas para sustituir los electrodomésticos (cuando existan), equipos y tecnologías obsoletos por otros energéticamente eficientes. Desde el punto de vista de la demanda, las opciones políticas incluyen la disponibilidad de dispositivos de gestión de la demanda energética en las viviendas sociales, como termostatos ajustables o programables¹⁰. Estas intervenciones podrían complementarse con campañas de educación y concienciación para que los residentes puedan sacar el máximo partido de estas tecnologías y, al mismo tiempo, influir en el comportamiento para que se adopten más hábitos de ahorro energético.

4. CONCLUSIONES

En este capítulo se ha analizado la evolución del sector de la vivienda y se han destacado los retos políticos y las opciones de reforma para que las viviendas sean más asequibles y acordes con las iniciativas generales de descarbonización,

⁹ Faruqui y Sergici (2010) muestran para Estados Unidos que los hogares con bajos ingresos tienen una curva de consumo energético diario más plana que los hogares más acomodados, lo que sugiere que son menos capaces de modificar su demanda de energía en respuesta a los precios y los incentivos financieros.

¹⁰ Solà et al. (2021), en su estudio de los datos empíricos, tratan en detalle el potencial y las limitaciones de estos instrumentos basados en la información, aunque su atención no se centra en los hogares de bajos ingresos.

con el objetivo de que los países cumplan sus compromisos en materia de cambio climático. Centrarse en estos dos aspectos (asequibilidad y sostenibilidad) está justificado por la fuerte subida de los precios de la vivienda y los alquileres en la mayoría de las economías avanzadas durante las dos últimas décadas aproximadamente, así como por el hecho de que el sector inmobiliario es un gran emisor de gases de efecto invernadero y que los países distan mucho de cumplir sus objetivos de reducción de emisiones para mediados de siglo.

Para afrontar el reto de la asequibilidad, es necesario que la oferta responda mejor a los cambios de la demanda en la mayoría de los países. La demanda está cambiando debido a la evolución demográfica, el desarrollo económico y los cambios en las preferencias, incluidos los relacionados con la digitalización y el impacto que está teniendo en la adopción del teletrabajo (cuando es posible), un fenómeno que se vio exacerbado por la pandemia de Covid-19 en muchos países. La oferta debe seguir el ejemplo.

Fomentar una transición energética más rápida en el sector de la vivienda requiere una combinación de normas más estrictas para los edificios nuevos y una adecuación de los incentivos y la financiación de las inversiones en renovación energética de los edificios ya existentes, incluidos los antiguos que se construyeron con tecnologías menos eficientes energéticamente y cuyo funcionamiento consume más energía. Muchos países están tomando medidas e integrando el sector de la vivienda en sus estrategias nacionales de transición energética. Algunos ejemplos son el Objetivo de Neutralidad de Carbono 2050 de Japón, que se centra en un mejor aislamiento, la generación de electricidad con bajas emisiones de carbono y objetivos de reducción de energía para los sectores residencial y comercial. Alemania ha fijado objetivos sectoriales específicos en su Plan de Acción Climática. Los países de la Unión Europea han introducido medidas específicas relacionadas con la vivienda en sus Planes de Recuperación y Resiliencia. Al mismo tiempo, varias ciudades están actuando para mejorar la eficiencia energética de los edificios mediante una combinación de instrumentos de tarificación y normativas, entre ellas, Copenhague, París, Tokio y Viena.

Dada la complejidad de estos retos, las opciones políticas abarcan diversos ámbitos. La eliminación de los obstáculos normativos a las nuevas promociones (como unos requisitos de uso del suelo y zonificación excesivamente restrictivos), la reforma del sistema tributario para eliminar gradualmente la desgravación de los intereses hipotecarios y trasladar la carga fiscal de las transacciones a los impuestos recurrentes sobre bienes inmuebles, y el aumento de la oferta

pública de vivienda asequible (social) contribuirían a aliviar la presión sobre los precios de la vivienda y los alquileres. Varios países están tomando medidas en muchos de estos ámbitos. La reforma fiscal en los Países Bajos ha eliminado progresivamente la desgravación por el pago de hipotecas. Las tasas sobre las transacciones se han reducido en Australia y el Reino Unido. Los programas de vivienda social se están intensificando incluso en países como Austria, donde el segmento de las viviendas de renta limitada ya está consolidado.

En cuanto a la transición energética, la introducción de normas más estrictas, seguidas de una aplicación adecuada, en los códigos de edificación; la reforma de la normativa del mercado del alquiler, de modo que se recompense la inversión en la renovación energética de los inmuebles que no cumplen las normas; así como un diseño mejorado de los programas de certificación y etiquetado de la eficiencia energética para todos los inmuebles, junto con campañas eficaces de difusión de la información, son pasos en la dirección correcta. Unos marcos adecuados de certificación de la eficiencia energética también permiten a los prestamistas reconocer mejor la calidad crediticia de las viviendas energéticamente eficientes, reducir los costes de financiación y préstamo y crear mercados para los productos que financian los préstamos para renovación. Los avances en este ámbito son importantes, porque la financiación de la vivienda es uno de los mayores segmentos del mercado financiero en las economías avanzadas.

La tarificación del carbono, incluidos los impuestos debidamente calibrados sobre los combustibles fósiles utilizados en los hogares o el comercio de derechos de emisión, es una potente herramienta para la transición energética, aunque los datos empíricos son dispares en cuanto a la respuesta de los precios ante el consumo de energía en el sector residencial. Cuando persistan los fallos del mercado, y las necesidades específicas de los grupos sociales vulnerables desde un punto de vista energético no puedan abordarse adecuadamente con intervenciones basadas en el mercado, puede justificarse la subvención, al menos parcial, de los costes de las inversiones. Será especialmente importante garantizar que unas normas más estrictas en materia de eficiencia energética y medio ambiente no agraven los problemas de asequibilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Adjei, A., Hamilton, L. y Roys, M. (2011). “A Study of Homeowners’ Energy Efficiency Improvements and the Impact of the Energy Performance Certificate”, Building Research Establishment, Hertfordshire, UK.
- AIE (2010). “Energy performance certification of buildings – a policy tool to improve energy efficiency”, *IEA Policy Pathway*, IEA, Paris.
- AIE (2021a). *Net Zero by 2050, A Roadmap for the Global Energy Sector*, IEA, Paris.
- AIE (2021b). *Building Envelopes*, IEA, Paris.
- Amecke, H. (2012). “The impact of energy performance certificates: a survey of German homeowners”, *Energy Policy*, Vol. 46, pp. 4-14.
- American Council for an Energy-Efficient Economy (2016). *State energy efficiency policies: state and local policy database*, Washington, D.C.
- Ayala, A., de Galarraga, I. y Spadaro, J. V. (2016). “The price of energy efficiency in the Spanish housing market”, *Energy Policy*, Vol. 94, pp. 16-24.
- Bertoldi, P., Economidou, M., Palermo, V., Boza-Kiss, B. y Todeschi, V. (2021). “How to finance energy renovation of residential buildings: Review of current and emerging financing instruments in the EU”, *Wiley Interdisciplinary Review: Energy and the Environment*, Vol. 10, e384.
- Bétin, M. y Ziemann, V. (2019). “How responsive are housing markets in the OECD? Regional level estimates”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1590, OECD, Paris.
- Bianco, V. y Sonvilla, P. M. (2021). “Supporting energy efficiency measures in the residential sector. The case of on-bill schemes”, *Energy Reports*, Vol. 7, pp. 4298-4307.
- Bionova (2018). *The Embodied Carbon Review – Embodied Carbon Reduction In 100+ Regulations and Rating Systems Globally*.
- Brounen, D. y Kok, N. (2011). “On the economics of energy labels in the housing market”, *Journal of Environmental Economic Management*, Vol. 62, pp. 166-179.
- Brookings (2023). *Foresight Africa: Top Priorities for the Continent in 2023*, Africa Growth Initiative, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Cavalleri, M., Cournède, B. y Ziemann, V. (2019). “Housing markets and macroeconomic risks”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1555, OECD, Paris.

- Cavalleri, M., Cournède, B. y Özsögüt, E. (2019). “How responsive are housing markets in the OECD? National level estimates”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1589, OECD, Paris.
- Causa, O., Woloszko, N. y Leite, D. (2019). “Housing, Wealth Accumulation and Wealth Distribution: Evidence and Stylised Facts”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1588.
- Causa, O. y Pichelmann, J. (2020). “Should i Stay, or should i Go? Housing and residential mobility across OECD countries”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1626, OECD, Paris.
- Chegut, A., Eichholtz, P. y Holtermans, R. (2016). “Energy efficiency and economic value in affordable housing”, *Energy Policy*, Vol. 97, pp. 39-49.
- Comerford, D. A., Lange, I. y Moro, M. (2018). “Proof of concept that requiring energy labels for dwellings can induce retrofitting”, *Energy Economics*, Vol. 69, pp. 204-212.
- Cournède, B., Denk, O. y Hoeller, P. (2015). “Finance and Inclusive Growth”, *OECD Economic Policy Papers*, N°. 14, OECD, Paris.
- Cournède, B., Sakha, S. y Ziemann, V. (2019). “Empirical links between housing markets and economic resilience”, *OECD Economics Department Working Papers*, N°. 1562, OECD, Paris.
- Davis, L.W. (2011). “Evaluating the Slow Adoption of Energy Efficient Investments: Are Renters Less Likely to Have Energy-Efficient Appliances?”, *NBER Working Paper*, No. 16114, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- De Mello, L. (2023). “Real Estate in a Post-Pandemic World: How Can Policies Make Housing More Environmentally Sustainable and Affordable?”, *Review of Public Economics*, Vol. 244, pp. 111-139.
- Erebor, E. M., Ibem, E. O., Ezema, I. C. y Sholanke, A. B. (2021). “Energy Efficiency Design Strategies in Office Buildings: A Literature Review”, *International Conference on Energy and Sustainable Environment Series: Earth and Environmental Science*, Vol. 665, 012025.
- Faruqui, A. y Sergici, S. (2010). “Household response to dynamic pricing of electricity: a survey of 15 experiments”, *Journal of Regulatory Economics*, Vol. 38, pp. 193-225.
- Franke, M. y Nadler, C. (2019). “Energy efficiency in the German residential housing market: Its influence on tenants and owners”, *Energy Policy*, Vol. 128, pp. 879-890.

- Fuerst, F., McAllister, P., Nanda, A. y Wyatt, P. (2016). “Energy performance ratings and house prices in Wales: an empirical study”, *Energy Policy*, Vol. 92, pp. 20-33.
- Fuerst, F., Oikarinen, E. y Harjunen, O. (2016). “Green signaling effects in the market for energy-efficient residential buildings”, *Applied Energy*, Vol. 180, pp. 560-571.
- Gerarden, T. D., Newell, R. G. y Stavins, R. N. (2017). “Assessing the Energy-Efficiency Gap”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 55, pp. 1486-1525.
- Gruber, J., Jensen, A. y Kleven, H. (2021). “Do People Respond to the Mortgage Interest Deduction? Quasi-Experimental Evidence from Denmark”, *American Economic Journal: Economic Policy* 2021, Vol. 13/2, pp. 273-303.
- Gyourko, J. y Molloy, R. (2015). “Regulation and Housing Supply”, *Handbook of Regional and Urban Economics*, Vol. 5, pp. 1289-1337.
- Hope, A. J. y Booth, A. (2014). “Attitudes and behaviors of private sector landlords towards the energy efficiency of tenanted homes”, *Energy Policy*, Vol. 75, pp. 369-378.
- Hyland, M., Lyons, R. y Lyons, S. (2013). “The value of domestic building energy efficiency – evidence from Ireland”, *Energy Economics*, Vol. 40, pp. 943-952.
- Im, J., Seo, Y., Cetin, K. S. y Singh, J. (2017). “Energy efficiency in U.S. residential rental housing: Adoption rates and impact on rent”, *Applied Energy*, Vol. 205, pp. 1021-1033.
- Iwaro, J. y Mwashia, A. (2010). “A Review of Building Energy Regulation and Policy for Energy Conservation in Developing Countries”, *Energy Policy*, Vol. 38, pp. 7744-7755.
- Jacobsen, G.D. (2019). “An Examination of How Energy Efficiency Incentives are Distributed across Income Groups”, *Energy Journal*, Vol. 40.
- Jensen, O.M., Hansen, A. R. y J. Kragh, J. (2016). “Market response to the public display of energy performance rating at property sales”, *Energy Policy*, Vol. 93, pp. 229-235.
- Karakosta, C., Papapostolou, A., Vasileiou, G. y Psarras, J. (2021). “Financial schemes for energy efficiency projects: lessons learnt from in-country demonstrations”, in D. Borge-Diez y E. Rosales-Asensio (Eds.), *Energy Services Fundamentals and Financing*, Elsevier, pp. 55-80.

- Kholodilin, K.A., Mense, A. y Michelsen, C. (2017). “The market value of energy efficiency in buildings and the mode of tenure”, *Urban Studies*, Vol. 54, pp. 3218-3238.
- Krupa J. y Harvey, L. D. (2017). “Renewable electricity finance in the United States: a state-of-the-art review”, *Energy*, Vol. 135, pp. 913-929.
- Labandeira, X., Labeaga, J. M. y López-Otero, X. (2017). “A meta-analysis on the price elasticity of energy demand”, *Energy Policy*, Vol. 102, pp. 549-568.
- Markandya, A., Labardeira, X. y Ramos, A. (2015). “Policy Instruments to Foster Energy Efficiency”, in Green Energy and Efficiency, *Green Energy and Technology*, Springer, pp. 93-110.
- Mathew, P., Issler, P. y Wallace, N. (2021). “Should commercial mortgage lenders care about energy efficiency? Lessons from a pilot study”, *Energy Policy*, Vol. 150, 112-137.
- Ning, Y., Cherian, J., Sial, M. S., Álvarez Otero, S., Comite, U. y ZiaUdDin, M. (2022). “Green bond as a new determinant of sustainable green financing, energy efficiency investment, and economic growth: a global perspective”, *Environmental Science and Pollution Research*, 2022.
- OCDE (2010). *OECD Economic Surveys: Netherlands 2010*, OECD, Paris.
- OCDE (2016). *Making Cities Work for All: Data and Actions for Inclusive Growth*, OECD, Paris.
- OCDE (2021). *Brick by Brick: Building Better Housing Policies*, OECD, Paris.
- OCDE (2022). “Pricing Greenhouse Gas Emissions: Turning Climate Targets into Climate Action”, *OECD Series on Carbon Pricing and Energy Taxation*, OECD, Paris.
- OCDE (2022). *Housing Taxation in OECD Countries*, *OECD Tax Policy Studies*, N° 29, OECD, Paris.
- OCDE (2023). *Brick by Brick: Better Housing Policies in the Post-COVID-19 Era*, OECD, Paris
- Olsthoorn, M., Schleich, J., Grassmann, X. y Faure, C. (2017). “Free Riding and Rebates for Residential Energy Efficiency Upgrades: A Multi-Country Contingent Valuation Experiment”, *Energy Economics*, Vol. 68, pp. 33-44.
- Ott, L. y Weber, S. (2022). “How effective is carbon taxation on residential heating demand? A household-level analysis”, *Energy Policy*, Vol. 160, 112-698.

- Pisu, M. (2022). "Estimating the CO₂ emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset", *OECD Economics Department Working Paper*, N°. 1732, OECD, Paris.
- PNUMA (2021). *2021 Global Status Report for Buildings and Construction: Towards a Zeroemission, Efficient and Resilient Buildings and Construction Sector*, United Nations Environment Programme, Nairobi.
- Pomponi, F. y Moncaster, A. (2018). "Scrutinising embodied carbon in buildings: The next performance gap made manifest", *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Vol. 81, pp. 2431-2442.
- Ramos, A., Gago, A., Labardeira, X. y Linares, P. (2015). "The Role of Information for Energy Efficiency in the Residential Sector", *Energy Economics, Frontiers in the Economics of Energy Efficiency*, Vol. 52, p. S17-S29.
- Roeck, M., Ruschi, M., Saade, M., Balouktsi, M., Nygaard Rasmussen, F., Birgisdottir, H., Frischknecht, R., Habert, G., Lützkendorf, T. y Passer, A. (2020). "Embodied GHG emissions of buildings: The hidden challenge for effective climate change mitigation", *Applied Energy*, Vol. 258, 114-107.
- Solà, M. M., de Ayala, A., Galarraga, I. y Escapa, M. (2021). "Promoting Energy Efficiency at Household Level: A Literature Review", *Energy Efficiency*, Vol. 14.
- Thonipara, A., Runstb, P., Ochsnerb, C. y Bizer, K. (2019). "Energy efficiency of residential buildings in the European Union – An exploratory analysis of cross-country consumption patterns", *Energy Policy*, Vol. 129, pp. 1156-67.
- Visscher, H., Meijer, F., Majcen, D. e Itard, L. (2016). "Improved governance for energy efficiency in housing", *Building Research and Information*, Vol. 44, pp. 552-561.
- Villca-Pozo, M. y Gonzales-Bustos, J. P. (2019). "Tax Incentives to Modernise the Energy Efficiency of Housing in Spain", *Energy Policy*, Vol. 128, pp. 530-538.
- Weber, I. y Gill, B. (2016). "Heating demand in the residential sector: tackling the enigma of low-price elasticity of homeowners' expenses", *Socijalna ekologija*, Vol. 25, pp. 81-101.

Capítulo 9

VIVIENDA Y POLÍTICA PÚBLICA: CONTROLES DE ALQUILERES Y SUBSIDIOS EXPLÍCITOS PARA LOS HOGARES DE RENTA BAJA¹

Miguel-Ángel López García
Universidad Autónoma de Barcelona
<https://orcid.org/0000-0002-5012-1869>

El objetivo de este trabajo es pasar revista a los efectos, tanto asignativos como distributivos, de las regulaciones de control de alquileres y de los subsidios a la vivienda dirigidos a los hogares de renta baja. En cuanto a las primeras, se discuten los controles “de primera generación” (fijación de un precio de alquiler máximo), los “de segunda generación” (con excepciones asociadas a las viviendas nuevas), y los denominados “de tercera generación” (o de tenencia, en que el alquiler se mantiene durante el periodo de tenencia pero puede variarse entre tenencias). En lo referido a los segundos, se analizan los programas basados en la oferta (vivienda pública y vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas) y los orientados a la demanda (vales de alquiler y certificados de alquiler). Se reseñan también para ambas políticas las indicaciones proporcionadas por la evidencia empírica.

Resumen

Los efectos, tanto asignativos como distributivos, de los controles de alquileres que se han señalado en la literatura hacen que no resulte difícil entender que estos, se etiqueten como se etiqueten (de primera, segunda o tercera generación),

¹ Este trabajo tuvo su origen en un contrato de investigación suscrito con la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA), lo que se señala con agradecimiento. Ha gozado también del apoyo institucional del proyecto PID2021-124713OB-I00 del Ministerio de Ciencia e Innovación y de la Cátedra Barcelona de Estudios de Vivienda. Huelga decir que los análisis y opiniones vertidos pertenecen al autor y en modo alguno vinculan a las instituciones mencionadas.

no constituyen una de las políticas preferidas por los economistas. No es casualidad que el control de alquileres sea una de esas pocas políticas en la que los analistas están de acuerdo casi de forma unánime en su desaprobación.

Esa desaprobación en modo alguno significa que los objetivos redistributivos que subyacen a las propuestas de introducción de los mismos no sean importantes. Bien al contrario, lo que hacen es enfatizar que este tipo de regulación no constituye una política adecuada para redistribuir renta, toda vez que su focalización en el logro de ese objetivo es muy pobre. Un procedimiento más adecuado para favorecer a los hogares de renta baja consistiría probablemente en ofrecerles transferencias en efectivo de libre disposición. O, si se insiste en hacerlo mediante transferencias en especie relacionadas con la vivienda, arbitrar algún esquema de subsidios a la misma expresamente dirigidas a aquellos hogares.

Aquí también, los analistas coinciden en que la aproximación a estos subsidios basada en la oferta, en forma de vivienda pública o de vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas, no sale muy bien parada, ni en términos de eficiencia ni sobre bases de equidad. La alternativa que emerge de forma natural es aquella en que los subsidios están orientados a la demanda. Los beneficiarios reciben ahora un vale, cupón o certificado con el que pueden acudir al mercado y alquilar una vivienda de su elección.

Estos subsidios orientados a la demanda comportan mejoras tanto en eficiencia como en equidad respecto a su contrapartida basada en la oferta. Y existe un cuerpo importante de evidencia empírica que arroja luz de cara a su diseño concreto. La otra cara de la moneda es que resultan caros en términos de recursos fiscales requeridos, y tanto más cuanto más generosos deseen hacerse. Al contrario de otras políticas, como los controles de alquileres, que tan sólo comportan cambios en las disposiciones legales que regulan el mercado de alquiler y que parecen no tener costes (pero que, de haberlos, sin duda los hay), estos subsidios entrañan desembolsos presupuestarios, que pueden llegar a ser cuantiosos. Empero, en el diseño de la política pública, y también desde luego en el diseño de la política de vivienda, existen tres Bs, “Bueno, Bonito y Barato”. Y solamente se pueden elegir dos.

1. INTRODUCCIÓN

La aproximación estándar al diseño y la evaluación de la política pública pasa por considerar los efectos de esta sobre la asignación de los recursos y la distribución del bienestar consecuencia del comportamiento y la interacción

humanos en el mercado a través de los prismas asociados a la eficiencia económica, la equidad y la estabilización macroeconómica. Y si se amplía la perspectiva para incorporar otros objetivos sociales, considerando también el paternalismo y la libertad individual. Resulta una obviedad decir que existen diferentes grados de incompatibilidades entre estos diferentes objetivos, de manera que el diseño de la política no podrá sino comportar arbitrajes entre ellos, sacrificando algunos de ellos en aras de la consecución de los otros.

El propósito de este trabajo es discutir una variedad de cuestiones relacionadas con las dos políticas públicas que le dan título, los controles de alquileres, en sus diversas formas, y los subsidios dirigidos de forma específica a incrementar el consumo de vivienda de los hogares de renta baja, también en sus diferentes diseños². En ambos casos, las justificaciones para su introducción se basan en loables objetivos de equidad y de redistribución de la renta y el bienestar. Con todo, difícilmente puede negarse que los potenciales efectos asignativos son de importancia capital para el diseño último de aquellas políticas, intentando atemperar aquellos que puedan resultar más adversos.

La sección 2 pasa revista a las indicaciones que proporciona el análisis económico acerca de los efectos de las disposiciones de control de alquileres. La subsección 2.1 comienza con el análisis estándar de los controles “de primera generación”, que se contemplan como la fijación de un precio de alquiler máximo. La subsección 2.2 discute una categoría importante de controles “de segunda generación”, en que existen excepciones ligadas a las viviendas en alquiler puestas en el mercado tras la instauración de los controles, lo que da lugar a la aparición de un sector no controlado. La subsección 2.3 analiza una forma de aproximarse a los controles de alquileres que, si bien sobre bases plenamente ortodoxas, es muy diferente de la convencional, y que subraya que los controles pueden ser, o formar parte de, una política cuyo objetivo es conseguir ganancias en eficiencia no materializadas en la situación de partida sin aquellos. La subsección 2.4 está dedicada a las peculiaridades suscitadas por los controles de alquileres durante el periodo de tenencia o “de tercera generación”. La subsección 2.5 reseña la evidencia empírica acerca de los efectos de los controles, y se aproxima

² Restricciones obvias de espacio han comportado sacrificar algunos aspectos de las cuestiones analizadas. El lector interesado en profundizar en puntos concretos puede consultar dos trabajos panorámicos del autor sobre ambos temas (López García, 2023a, 2023b).

a los resultados de algunos cambios en la regulación que han tenido lugar en Estados Unidos y Alemania.

Por su parte, la sección 3 toma como punto de partida que el sector público debe intervenir para asegurar que los hogares menos afortunados tengan acceso a un nivel de vivienda considerado como “digno”. Desgraciadamente, esta invocación nada dice sobre cómo debe configurarse la política pública dirigida a tal propósito. La subsección 3.1 está dedicada a la aproximación “basada en la oferta”, es decir, la vivienda pública o la construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas. La subsección 3.2 realiza una primera discusión de los subsidios “orientados a la demanda” en una variedad de diseños institucionales, y se reseñan los resultados del Experimental Housing Allowance Program, llevado a cabo en los Estados Unidos a lo largo de la década de los 70. La subsección 3.3 discute los efectos de dos diseños ligeramente diferentes, los “certificados de alquiler” y los “vales de alquiler”. Y la subsección 3.4 pasa revista a la evidencia empírica referida a los efectos de los subsidios considerados, tanto en Estados Unidos como en algunos países europeos. La sección 4 concluye con algunos comentarios finales.

2. CONTROLES DE ALQUILERES

Las disposiciones que pueden incluirse bajo el epígrafe general de “controles de alquileres” pueden contemplarse como un conjunto de regulaciones de las relaciones entre los propietarios de una unidad de vivienda y los inquilinos que la habitan. Estos controles pueden manifestarse en normas que limitan el precio de alquiler aplicable (o su tasa de variación), que fijan las condiciones bajo las cuales el propietario puede dar por terminado el periodo de tenencia por parte del inquilino, y que determinan los derechos y obligaciones de ambos en cuanto al mantenimiento de la unidad de vivienda. Esto se traduce en que no existe un patrón estándar de regulaciones, sino una variedad de legislaciones concretas (Arnott, 1995; Malpezzi, 2008; Cruz, 2009; McDonald y McMillen, 2011). La consecuencia para el diseño y la evaluación de la política es, por tanto, que diferentes regulaciones pueden acabar dando lugar a resultados bien diferentes.

Así, en primer lugar, deben mencionarse aquellas regulaciones que fijan unos alquileres máximos a pagar tanto para los inquilinos preexistentes como para los potenciales. Por así decirlo, el alquiler está “congelado”, y no se permiten incrementos. O, si lo están, son esporádicos y no están asociados a periodos de

tiempo concretos, de forma que en presencia de inflación el alquiler bajará en términos reales. La literatura ha acabado etiquetando a estos como controles de alquileres *de primera generación*. En segundo lugar, se hallan los controles de alquileres *de segunda generación*. En estos, el alquiler inicial se fija libremente entre el inquilino y el propietario, y los aumentos pueden estar permitidos o no durante la duración del contrato. Si lo están, pueden ser un porcentaje fijo ligado a la evolución de un índice, bien de precios o de costes de la construcción, o bien a los gastos verificables del propietario. De forma habitual, las unidades de nueva construcción o las más caras, quedan exentas de la regulación. Si no se contemplan los aumentos, se habla de control de alquileres *de tercera generación (o de tenencia)*, en el sentido de que el pago de alquiler se mantiene constante durante el periodo de tenencia, pero puede ajustarse cuando finaliza el contrato.

2.1. Controles de alquileres de primera generación

El análisis estándar de los efectos de los controles de alquileres de primera generación los considera como la fijación de un precio máximo y los discute en un marco de equilibrio parcial (Lindbeck, 1967; Frankena, 1975; MacLennan, 1982; Fallis, 1985; Arnott, 1995, 1998; McDonald y McMillen, 2011)³. Además, los mercados se consideran perfectamente competitivos con empresas (i.e., propietarios) representativos o en relación con mercados de buen comportamiento con unas curvas de oferta y demanda teóricamente deducibles. Por la característica de equilibrio parcial de la discusión, implícitamente se supone que el mercado de la vivienda en alquiler es independiente del mercado en propiedad. La cantidad está constituida por los “servicios de vivienda” y el precio es el alquiler que debe satisfacerse para obtenerlos. Esos servicios se consideran simplemente como un agregado (inobservable) de las características o atributos de una unidad de vivienda valorados (positiva o negativamente) por los hogares, y que son emitidos por las unidades de (*stock* de) vivienda durante el periodo de tiempo considerado.

³ No abundan los análisis del control de alquileres en equilibrio general. Dos excepciones son Weiss (1995) y Micheli y Schmidt (2015), que analizan sendos modelos de equilibrio general dinámico computable en que los agentes, inquilinos y propietarios, toman decisiones de consumo y vivienda por razones de ciclo vital.

En un diagrama estándar con esos ejes, la curva de demanda agregada de servicios de vivienda y su contrapartida de oferta permiten caracterizar el precio y la cantidad que “vacían” el mercado. Si en estas condiciones se fija un alquiler máximo por debajo del nivel de equilibrio, el resultado será una reducción de la cantidad y la aparición de un exceso de demanda, que dependerá tanto de las elasticidades de las curvas de demanda y oferta como de la diferencia entre el alquiler en ausencia de controles y el alquiler controlado.

La discusión del párrafo anterior, si bien ilustrativa, pasa por alto tanto la motivación del control como el horizonte, siquiera nocional, del análisis. Así, en el “corto plazo”, en el que los servicios de vivienda sólo pueden producirse a partir del *stock* existente (y este, por definición, es fijo) la curva de oferta será sumamente inelástica. Sin embargo, esta situación debe distinguirse del “largo plazo”, en que los oferentes disponen de diversas posibilidades de ajuste. Si varía cierta variable exógena al mercado de vivienda pero que afecta a la demanda de esta (como puede ser la demografía o una medida de la renta de los consumidores), y esto hace que la curva de demanda agregada se desplace hacia la derecha, su interacción con una curva de oferta a corto plazo muy inelástica, comportará una presión para un aumento importante de los alquileres y un reducido incremento en la cantidad de viviendas alquiladas. En ausencia de intervención pública, la aparición de beneficios extraordinarios para los propietarios de la vivienda pre-existente, así como la perspectiva para las nuevas adiciones, hará que la curva de oferta relevante se vaya convirtiendo en la de largo plazo, mucho más elástica. En el nuevo equilibrio a largo plazo, tanto los alquileres como la cantidad de servicios de vivienda serán superiores a los de la situación de partida.

Los efectos de la regulación dependerán de si el alquiler controlado se fija entre el alquiler de equilibrio a corto plazo tras la variación de la variable exógena y su contrapartida a largo plazo, o entre el segundo de ellos y el nivel de partida, o, finalmente, por debajo de este último. En el primer caso, el efecto a corto plazo será un exceso de demanda, que, sin embargo, si irá diluyendo, y a largo plazo el control de alquileres será, de hecho, no vinculante. En el segundo, seguirá existiendo un exceso de demanda, pero este será menor que antes, y a largo plazo habría un incremento en la cantidad de vivienda de alquiler respecto a la situación antes del desplazamiento de la demanda. Finalmente, el tercero generará a corto plazo un importante exceso de demanda, y a largo plazo una reducción sustancial de la oferta de vivienda en alquiler, con el consiguiente exceso de demanda.

Sea como fuere, y si bien resulta instructivo, el análisis anterior no considera el proceso de ajuste entre las situaciones de equilibrio a corto y a largo plazo. Para obtener una caracterización completa de la dinámica se requiere un modelo *stock-flujo* (Fallis, 1984; Barr, 1998; Brueckner, 2011). Ello comporta considerar, por un lado, el mercado de los servicios de vivienda pre-existentes y, por el otro, los servicios de nueva producción. Si, como anteriormente, tiene lugar un *shock* de demanda, deben compararse las trayectorias sin y con regulación. La principal indicación que surge del análisis es que durante una serie de periodos de tiempo la regulación *reduce la cantidad de servicios de vivienda de nueva creación* respecto a la que se produciría en su ausencia. La razón es que el control mantiene artificialmente bajos los alquileres a pesar de la pujante demanda, y ello se manifiesta en niveles más bajos de la construcción de nuevos servicios de vivienda. De ello se sigue que, aunque el equilibrio a largo plazo tras el *shock* de demanda pueda ser el mismo, la cantidad de tiempo requerida para alcanzarlo es mayor en presencia de control de alquileres.

Debe señalarse que la discusión realizada hasta ahora se ha basado en el supuesto de que la legislación fijaba un precio máximo, entendido como alquiler por *unidad de servicio* de vivienda. Sin embargo, en realidad lo que se regula es el alquiler total asociado a una *unidad de vivienda*, es decir, el producto del precio por unidad y la cantidad de servicios (Frankena, 1975). Cuando se introduce el control de alquileres la cantidad de servicios de vivienda es fija en el nivel de partida, y una legislación restrictiva se traducirá en una reducción del precio por unidad de servicio. Sin embargo, si con el transcurso del tiempo los propietarios consiguen disminuir, a través de una reducción en el mantenimiento, la cantidad de servicios de vivienda, el precio unitario de estos habrá aumentado. De esta manera, si los propietarios reducen el mantenimiento, y así la calidad, de sus unidades de vivienda lo suficientemente rápido como para que aumente el precio unitario de los servicios generados, incluso los inquilinos existentes cuando se introduce el control pueden acabar peor como consecuencia de las disposiciones de control de alquileres.

Sea como fuere, el análisis estándar de los controles de alquileres de primera generación sugiere que este tipo de regulación puede comportar una multitud de efectos sobre el mercado de vivienda en alquiler, y que incluso pueden trascender a este.⁴ En primer lugar, tal y como sugiere la discusión anterior, los controles de

⁴ Diversos efectos del control de alquileres se discuten en Lindbeck (1967), MacLennan (1980), Olsen (1983, 1998a, 1988b), Fallis (1985), Klappholz (1989), Arnott (1995, 1998),

alquileres se manifestarán en una *reducción de los incentivos a invertir en nuevas viviendas destinadas al alquiler*. Así, con frecuencia se afirma que resulta difícil idear una política más eficaz para reducir, e incluso eliminar, la cantidad de vivienda privada de alquiler que el control de alquileres. A corto plazo, transfiere renta de los propietarios a los inquilinos, y proporciona incentivos para reconvertir las viviendas en alquiler y así dirigir las al mercado en propiedad o a otros usos. A largo plazo, elimina los incentivos a construir nueva vivienda de alquiler al mantener los alquileres, y así los beneficios, por debajo de los niveles de mercado.

En segundo lugar, es de esperar una *reducción en el mantenimiento* de las unidades de vivienda sujetas a control. Esta reducción emerge como un resultado natural de la limitación en los alquileres, y con ellos de los beneficios, apuntando a un deterioro progresivo de la calidad de las viviendas ya construidas. Sin embargo, los inquilinos pueden también tener incentivos para mantener las viviendas que ocupan, especialmente cuando las ordenanzas de control de alquileres contienen límites severos a los derechos de los propietarios a desahuciarlos. En conjunto, puede muy bien suceder que las partes “colectivas” de un edificio estén descuidadas, mientras que los efectos sobre las más “privadas” sean ambiguos por las actividades de mantenimiento realizadas por el inquilino.

Un tercer efecto está asociado a una *asignación inadecuada entre las personas a alojar y los propios alojamientos*, lo que dará lugar a costes en eficiencia. En efecto, una de las condiciones para la consecución de la eficiencia en la asignación de recursos es la eficiencia en el consumo, es decir, (en el caso de un bien tecnológicamente “privado” como la vivienda) la igualdad de las valoraciones marginales de los diversos consumidores. Esta condición se satisface cuando el sistema de precios actúa como mecanismo de racionamiento. El análisis estándar de los controles de precios supone implícitamente que, incluso cuando hay escasez, los bienes se distribuyen de forma eficiente. Sin embargo, si los excesos de demanda significan que los bienes se asignan de forma aleatoria (o quizás mediante colas o loterías), los costes en bienestar de esta asignación inadecuada pueden llegar a ser superiores a los costes en términos de eficiencia asignativa

Barr (1998), Whitehead (1999), Glaeser y Gyourko (2008), Malpezzi (2008), Jenkins (2009), Brueckner (2011), McDonald y McMillen (2011) y Bourne (2015).

(medidos mediante el triángulo estándar à la Harberger) derivados de una oferta inferior a la deseable (Glaeser y Luttmer, 2003)⁵.

En cuarto lugar, es de esperar que los controles de alquileres, y su coexistencia con excesos de demanda, den lugar a una *variedad de efectos adicionales*, que pueden trascender con mucho a las consideraciones de vivienda. Estos efectos están relacionados con la *movilidad de la fuerza de trabajo*, la *posibilidad de discriminación*, los *costes de búsqueda* y la existencia de *pagos laterales*. Así, la regulación puede reducir la movilidad de los hogares y la propensión a aceptar buenos trabajos en localizaciones no sujetas a control. Por otro lado, en presencia de largas colas para acceder a viviendas controladas, los propietarios pueden realizar prácticas abiertamente discriminatorias y seleccionar a sus inquilinos por razones ajenas al precio a pagar, incluyendo el nivel de renta, la raza, la religión, los hábitos de vida e incluso la orientación sexual. El control de alquileres dará también lugar a que los inquilinos potenciales deban incurrir en importantes costes de búsqueda. Y, una vez más, cuando el precio no raciona la demanda, es de esperar que resulte necesario efectuar pagos adicionales al alquiler en forma del “dinero de la llave”.

En quinto lugar, los controles de alquileres comportarán *efectos sobre la distribución de la renta y el bienestar*. De entre los motivos que se han aducido para introducir los controles (o, una vez en vigor, no suprimirlos (Lindbeck, 1967)), el principal consiste probablemente en impedir una considerable redistribución de renta y riqueza de los inquilinos a los propietarios de viviendas. El argumento se basa en la presunción de que las estructuras monopolistas hacen que los propietarios obtengan unos beneficios excesivos y subraya que estos propietarios son más ricos que sus inquilinos. Sin embargo, la creencia de que los propietarios de viviendas de alquiler obtienen unos beneficios excesivos no parece verse apoyada por la evidencia, y los analistas en general no parecen compartirla. Además de constatar que las economías de escala no resultan importantes, estos tienden a creer que este mercado es, si no competitivo, sí impugnabile o disputado (*contestable*), y la facilidad de entrada en la actividad imposibilita una tasa de rendimiento mayor que la competitiva sobre la inversión típica de forma permanente

⁵ Así, los inquilinos pueden permanecer en viviendas que no se adecúan con los cambios en sus gustos o sus necesidades a lo largo de su ciclo vital por su bajo precio y por la dificultad de encontrar otro alojamiento en condiciones de alquiler similares. Un ejemplo pueden ser parejas jubiladas o personas que viven solas ocupando pisos sobredimensionados mientras que familias con hijos encuentran serias dificultades habitacionales.

(MacLennan, 1982; Olsen, 1983). Por otro lado, y con independencia de la evidencia informal, dista de estar claro que los inquilinos estén de forma sistemática en peor situación socioeconómica que los propietarios.

Las transferencias de renta y riqueza implicadas por la regulación pueden contemplarse que van en contra de los propietarios y a favor de los inquilinos cuando se consideran los controles como un impuesto implícito sobre el valor del capital residencial en forma de vivienda en alquiler (Malpezzi, 2008). Pero también en contra de aquellos inquilinos que no pueden acceder a una vivienda controlada y a favor de los afortunados que sí que lo consiguen. En ambos casos, los controles constituirán un *mecanismo de redistribución errático y sumamente inequitativo*. Dicho de otra manera, tratar de influenciar la distribución de la renta mediante el control de alquileres constituye un procedimiento bastante tosco, ya que las ganancias de renta se distribuirán de forma aleatoria entre personas pertenecientes a distintos grupos de renta (Lindbeck, 1967; Olsen, 1972; Maynard, 1983; Klappholz, 1989; Arnott, 1995, 2003; Turner y Malpezzi, 2003; Malpezzi, 2008; Brueckner, 2011; Glaeser, 2013). En efecto, existe una gran variabilidad en el coste soportado por familias igualmente ricas. Además, el control de alquileres no se limita a las familias de renta baja y no cubre a todas esas familias. Y, finalmente, entre las familias que ocupan viviendas controladas que son similares en muchos aspectos existe una enorme diferencia en los beneficios obtenidos. En pocas palabras, el tratamiento igual de los iguales brillará por su ausencia, por no hablar de los efectos adversos generados a largo plazo sobre los inquilinos potenciales que no llegarán a serlo si los controles afectan la oferta privada de vivienda de alquiler.

2.2. Controles de alquileres de segunda generación: exclusiones y excepciones para las viviendas nuevas

Más arriba ya se señaló que la evaluación de los controles de alquileres de segunda generación requiere conocer los detalles concretos de la regulación. Con todo, parece difícil sustraerse a la afirmación de que una buena parte de los efectos, tanto asignativos como distributivos, de los controles de alquileres de primera generación descritos en la subsección anterior serán de aplicación también a los de segunda generación, con independencia de las características concretas de estos⁶.

⁶ A este respecto vale la pena señalar que Whitehead (1999), Glaeser y Gyourko (2008) y Brueckner (2011) no diferencian entre las diversas “generaciones”. Y en esta misma

Dentro de estas últimas, una que emerge como especialmente relevante es la asociada a los *controles con exclusiones y excepciones*. Así, la regulación abarca la mayoría de las unidades de vivienda en alquiler, pero exime un subconjunto de aquéllas, bien sea las de nueva construcción, las más caras, o las que se alquilan a partir de cierto momento. La justificación a estas excepciones estaría constituida por el deseo de no afectar de forma adversa a la construcción residencial.

Una cuestión especialmente relevante de cara a determinar quién gana y quién pierde como consecuencia de los controles con exclusiones, así como su efecto sobre la oferta de viviendas de alquiler, viene dada por la relación existente entre el alquiler en el sector *no sujeto* a control cuando los controles están vigentes y el alquiler de equilibrio que prevalecería *en ausencia* de estos. O, dicho de otra manera, la relación entre el alquiler libre en el sector no regulado y el alquiler que resultaría si ningún sector estuviera regulado. Cuando existen dos mercados de alquiler, el controlado y el no controlado, deben caracterizarse de forma separada tres situaciones: el equilibrio antes de la instauración de los controles, el equilibrio en los mercados controlado y no controlado, y finalmente el equilibrio contrafactual que habría existido si no hubiera habido controles (Fallis y Smith, 1984, 1985; McDonald y McMillen, 2011; Andersson y Söderberg, 2012; Mense et al., 2019).

Como anteriormente, puede pensarse en un aumento de la demanda que, en ausencia de regulación, haría aumentar los alquileres. Para evitar este aumento, el sector público decide introducir un control de alquileres de segunda generación, manteniendo los alquileres al nivel anterior a la variación de la demanda, pero a la vez eximiendo de la regulación a los nuevos contratos que puedan celebrarse, incluyendo la construcción nueva. En el momento en que se introduce la legislación existirá un exceso de demanda en el mercado controlado. Los precios ya no racionan el *stock* existente, y el mecanismo de racionamiento es simplemente que los inquilinos que ocupaban las unidades de vivienda antes de la introducción de los controles lo siguen haciendo después. La demanda nueva deberá entonces dirigirse al sector no controlado. En estas condiciones, el alquiler en el sector controlado es menor que en el no controlado y menor que el que surgiría en ausencia de controles. Y, en el marco más sencillo, el alquiler en el

línea, McDonald y McMillen (2011) afirman que los controles de segunda generación comparten algunos de los problemas de los de primera generación.

sector no controlado es superior al alquiler cuando no existen los controles. Adicionalmente, la cantidad total de servicios de vivienda cuando existen controles con exenciones acaba siendo *superior* a la situación sin controles.

Este último resultado, sin embargo, merece un comentario adicional. En efecto, una vez introducidos los controles, el comportamiento de los oferentes del sector no controlado incluirá la expectativa de que los reguladores extiendan en el futuro el control a sus propias unidades de vivienda. Dada la inexistencia de un mercado de seguros en el que protegerse contra este tipo de contingencias, los propietarios pueden añadir una *prima al riesgo* a la tasa de rendimiento a obtener por medio de los alquileres. Esto dará lugar a un desplazamiento (hacia arriba) de la curva de oferta de servicios de vivienda en el sector no controlado. El equilibrio en el sector no controlado comporta ahora un aumento aún mayor en los alquileres, y a una disminución de la cantidad de servicios de vivienda.

En resumen, los resultados de los controles de alquileres con excepciones dependerán tanto de los motivos de estas últimas como del mecanismo de formación de expectativas acerca de los alquileres futuros por parte de los propietarios, además del mecanismo de racionamiento de las viviendas del sector controlado entre los hogares. Este último es, en general, que las unidades del sector controlado se asignan a los hogares que ya las ocupan cuando se introducen los controles. Empero, además, los resultados dependerán de las razones que originan las variaciones en la demanda subyacentes a la imposición de los controles, pues la naturaleza de esos desplazamientos en la demanda determina cómo se canalizan los excesos de demanda hacia el sector no controlado. Si bien, en general, es posible cualquier relación entre los alquileres *no sujetos* a control y los alquileres *en ausencia* del control, es probable que los primeros sean *mayores* que los segundos. Como se señala en la subsección 3.5, la evidencia empírica apunta en esta dirección.

2.3. Una visión diferente: control de alquileres y ganancias en eficiencia

Una fuente de ineficiencia de potencial importancia en los mercados de vivienda, y con unas características diferentes de los fracasos del mercado “clásicos” (i.e., ausencia de competencia, bienes públicos, externalidades...), es la asociada a la información asimétrica y a la ausencia de un conjunto completo de mercados. En efecto, bajo esas condiciones los equilibrios competitivos no son, en general, Pareto-eficientes *en un sentido restringido* (*constrained*

Pareto-efficient), es decir, bajo las limitaciones derivadas de las condiciones de información disponibles (Greenwald y Stiglitz, 1986; Arnott, Greenwald y Stiglitz, 1994). En consecuencia, un agente externo al mercado, en particular el sector público, haciendo frente a *las mismas restricciones* referidas a la información que los individuos privados podría, no obstante, encontrar intervenciones que den lugar a mejoras Paretianas.

Centrando la discusión en el mercado de vivienda, una aproximación a los controles de alquileres bien diferente de la que se sigue de la subsecciones anteriores es la de Arnott (1995,1998), que el propio autor etiqueta con el calificativo de “revisionista”. Su punto de partida es que, si bien en el mercado de vivienda en alquiler están ausentes algunas de las fuentes usuales de ineficiencia, ese mercado no es perfectamente competitivo. Como consecuencia, los teoremas de eficiencia estándar no son aplicables, y es de esperar que existan ganancias potenciales en bienestar no explotadas en el equilibrio resultante de la interacción entre oferta y demanda. En particular, para el estudio del control de alquileres dos tipos de literatura son especialmente relevantes, los modelos de competencia monopolística y los modelos de contratos. La mejor forma de ilustrar estas consideraciones es discutir algunos ejemplos (Arnott, 1995, 1998, 2003; Hubert, 1995, 2003, 2006).

Para empezar, en los modelos de competencia monopolística la imperfección del mercado es consecuencia de la heterogeneidad de la vivienda, combinada con la información asimétrica y los costes de búsqueda. De entre las viviendas disponibles, un hogar buscará aquella que mejor se adapte a sus gustos. Si en efecto encuentra una a su satisfacción, intentará conseguirla, aunque el alquiler sea mayor que otras comparables, pues la alternativa es continuar en un costoso proceso de búsqueda. Puesto que los propietarios son conscientes de que su producto diferenciado les proporciona poder de mercado, tratarán de explotarlo fijando un precio por encima del coste marginal, dando así lugar a pérdidas en eficiencia. Por otro lado, la oferta de vivienda, y con ella la tasa de viviendas vacantes, se ajustará hasta que en el equilibrio a largo plazo con libre entrada y salida del mercado los beneficios de los propietarios sean nulos. En este marco, Arnott e Igarashi (2000), tomando como base Igarashi (1991), muestran que los costes en bienestar pueden reducirse mediante unos controles pasivos de alquileres “moderados”. Empero, si estos son “rigurosos”, los controles pasan a ser perjudiciales. La intuición es que una política de control de alquileres restringe la capacidad de los propietarios para explotar su poder de mercado.

Un segundo argumento en favor de los controles de alquileres como instrumento para conseguir ganancias en eficiencia está relacionado con la información asimétrica. La imperfección del mercado que se sigue de los modelos de contratos es la información asimétrica, y esta se halla bien presente en el mercado de la vivienda (Hubert, 1995). Los costes de mantenimiento de una unidad de vivienda para su propietario serán función del comportamiento del inquilino, algo de lo que no posee información en el momento de la formalización del contrato. Con dos grupos de inquilinos, los buenos y los malos, y en ausencia de controles, un mal inquilino se mudará cada periodo porque puede obtener un alquiler bajo de un nuevo propietario que no conoce su identidad y sus características. Un propietario individual percibe que desahuciendo a sus malos inquilinos por razones económicas (i.e., a través de aumentos prohibitivos de sus pretensiones), otros propietarios se los acabarán quedando. Pero al no pagar el coste asociado, lo ignorará. Un control de alquileres, con la prohibición del desahucio, elimina el incentivo de los malos inquilinos a mudarse, y con este la externalidad por rotación del mal inquilino.

Un tercer tipo de argumento, diferente de los anteriores pero conducente a la misma indicación sobre los controles de alquileres, está asociado a un aumento brusco e inesperado de los alquileres (Arnott, 1998, 2003). Una de las condiciones que subyacen a los teoremas de eficiencia es la existencia de un conjunto completo de mercados, y, en particular, de mercados de seguros en los que cubrirse contra acontecimientos futuros inciertos. La distorsión es ahora la inexistencia de mercados de seguros en los que los individuos pueden suscribir protección contra los acontecimientos derivados de un aumento repentino e inesperado de los alquileres. Ante esta situación, con mercados incompletos, el control de alquileres puede ser deseable en tanto que mecanismo efectivo para reducir los efectos causados por una situación de incremento temporal y rápido de los alquileres⁷.

⁷ Favilukis, Mabilie y Van Nieuwerburgh (2023) presentan un modelo de equilibrio espacial estocástico dinámico con dos áreas metropolitanas en que las variables relevantes del mercado de vivienda (en alquiler y en propiedad) son endógenas. El modelo incorpora riesgo idiosincrático en la productividad del trabajo, aversión al riesgo por parte de los agentes (que se comportan por razones de ciclo vital) y mercados incompletos (los agentes no pueden protegerse contra esos riesgos). El modelo se especifica, parametriza y calibra para analizar el caso en que una de las áreas es la ciudad de Nueva York y la otra el resto de Estados Unidos. En este marco, el control de alquileres (modelizado en forma de un aumento en la cantidad de superficie reservada para

De la discusión de los tres casos anteriores se sigue que el control de alquileres se dirige a la distorsión correspondiente. Y los tres muestran que un control de alquileres *bien diseñado* puede mejorar, en términos de eficiencia, el resultado del equilibrio en un mercado imperfecto. Sin embargo, no implican que el control de alquileres sea la mejor política disponible o que sea un componente de la mejor política. Dicho de otra manera, lo que se sigue de la discusión anterior es que hay *algunas* disposiciones de control de alquileres que pueden comportar ganancias en bienestar, pero en modo alguno afirman que los controles de alquileres (digamos de segunda generación) sean en general deseables. Sea como fuere, es muy importante subrayar que este argumento en favor de los controles de alquileres está basado en consideraciones de *eficiencia*, en claro contraste con la argumentación tradicional, que lo hace por razones de equidad distributiva.

2.4. Controles de alquileres de tercera generación: control durante la tenencia pero no entre tenencias

Un tipo de control de alquileres que ha recibido considerable atención es aquel en que los alquileres se mantienen controlados *durante* la tenencia, pero pueden variar sin restricciones *entre* tenencias. La regulación es general y no contempla excepciones. Tampoco se permite el desahucio de un inquilino por parte del propietario, a lo que pueden añadirse restricciones a la modificación de las unidades de vivienda vía rehabilitación o derribo. Cuando la vivienda queda vacía, el propietario puede negociar libremente un nuevo contrato con un nuevo inquilino. El alquiler inicial no está sujeto a control, pero ese nivel determina los pagos nominales en el futuro durante todo el periodo de tenencia. De forma típica, los alquileres crecen más despacio durante ese periodo que lo que harían en ausencia de controles, incluso por debajo de los aumentos del nivel general de precios. Si los incrementos del alquiler nominal están excluidos, la presencia de inflación se manifestará en la erosión de su valor real. Este tipo de regulación se conoce como control de alquileres durante la tenencia (o control de alquileres de tenencia) y ha llegado a caracterizarse como un control “de tercera generación” (Arnott, 2003;

las unidades controladas) actúa como un mecanismo de seguro, y a pesar de las distorsiones que comporta en los mercados de vivienda y trabajo, tiene efectos positivos sobre (una medida *ad hoc* d) el bienestar social.

Ellingsen y Englund, 2003)⁸. Se han presentado como un compromiso razonable entre quienes rechazan las regulaciones y quienes las preconizan y emergen como un método parcial de desregulación políticamente aceptable, toda vez que siguen proporcionando protección a los inquilinos existentes⁹.

La deseabilidad de los controles de alquileres durante la tenencia puede abordarse comparando sus costes en eficiencia con sus posibles beneficios. En cuanto a los costes, en primer lugar, el incentivo por parte de los propietarios a un menor mantenimiento durante la vigencia del contrato y a posponerlo para realizarlo entre tenencias (Arnott y Shevyakhova, 2014). En segundo lugar, el incentivo de los inquilinos a permanecer en la vivienda y sus consecuencias en términos de movilidad de la fuerza de trabajo. En tercer lugar, una asignación inadecuada inquilinos-viviendas. Finalmente, puede hacer más difícil, caso de considerarse deseable, la liberalización del mercado de alquiler, ya que, una vez vigentes, resulta más fácil establecer regulaciones más duras.

Los beneficios, por su parte, están asociados, primero, a la mayor seguridad de la tenencia proporcionada a los inquilinos y las restricciones impuestas a un desahucio por razones económicas. Segundo, comparados con regulaciones más estrictas, no darán lugar a excesos de demanda y sus efectos menos deseables en términos de racionamiento. Tercero, es de esperar que tendrán también menores consecuencias derivadas de la asignación inadecuada inquilinos-viviendas. Y cuarto, la ausencia de mercados de seguros en que suscribir protección contra la incertidumbre asociada a la evolución futura de los pagos de alquiler, hace que los controles de tenencia puedan considerarse, desde una perspectiva de segunda preferencia, una forma de proporcionar este tipo de cobertura.

⁸ Esta sería la forma “estilizada” de los controles de tenencia. La distinción entre los controles de segunda y tercera generación es difusa, hasta el punto que estos últimos se han llegado a caracterizar como un caso especial de los primeros. No es difícil encontrar en el mundo real legislaciones que se hallan entre los controles de tenencia, tal y como se han definido más arriba, y otras formas de control más tradicionales.

⁹ Basu y Emerson (2000, 2003) proporcionan una caracterización del equilibrio en presencia de controles de alquileres de tenencia, y obtienen algunos resultados de sus efectos en términos de bienestar.

2.5. Evidencia empírica sobre los efectos de los controles de alquileres

Las indicaciones proporcionadas por la evidencia empírica sobre los efectos de los controles de alquileres apuntan en las direcciones señaladas más arriba, en el sentido de que estas regulaciones introducen diversas fuentes de ineficiencia que no parecen verse compensadas por la consecución de elevados objetivos redistributivos¹⁰. Los efectos sobre el mantenimiento han sido discutidos por Moon y Stotsky (1993), Gyourko y Linneman (1990) y Sims (2007) para diferentes tipos de regulaciones y periodos de tiempo. Sus resultados apuntan a una relación negativa entre su existencia y los niveles de mantenimiento. En cuanto al desajuste entre unidades de vivienda e inquilinos, Glaeser y Luttmer (2003) proporcionan evidencia de esa asignación inadecuada causada por los controles de alquileres de primera generación. Los efectos sobre la movilidad son discutidos en Gyourko y Linneman (1989), Nagy (1995,1997), Linneman (1987), Ault, Jackson y Saba (1994), Munch y Svarer (2002) y Krol y Svorny (2005), que encuentran que los controles fomentan una inmovilidad excesiva entre los inquilinos del sector controlado. Los trabajos de Fallis y Smith (1984), mediante una variante de Rosen y Smith (1983), Caudill (1993) y Early (2000) apuntan a que los controles hacen aumentar los alquileres en el sector no controlado. Por su parte, al evaluar la repentina eliminación del control de alquileres en Massachusetts en 1995, Sims (2007) proporciona evidencia de un “efecto vecindad” negativo de la regulación sobre los alquileres de las unidades de vivienda *no* sujetas a control. En cuanto a la incidencia distributiva de los controles, Olsen (1972), Ault y Saba (1990), Linneman (1987), Gyourko y Linneman (1989) y Sims (2007) obtienen que los beneficios de la regulación se distribuyen de forma errática y poco sistemática, en el sentido de que muchas familias pobres los obtuvieron, pero también muchas de renta media y alta.

Comentario específico merecen algunas experiencias de cambios en la regulación del mercado de alquiler, tanto en Estados Unidos como en Europa. En el primer caso, como consecuencia de dos episodios que tuvieron lugar en los años 90, uno de supresión y otro de expansión de los controles. Y en el segundo, por la legislación aprobada en 2015 en Alemania, que se ha venido en presentar como un ejemplo paradigmático de control de alquileres de

¹⁰ Los trabajos de Turner y Malpezzi (2003) y Jenkins (2009) proporcionan reseñas de esta literatura.

segunda generación. Las contribuciones de Autor, Palmer y Pathak (2014) y Diamond, McQuade y Qian (2019) proporcionan evidencia basada en experimentos naturales. En el primero de ellos, Autor et al. (2014) analizan la capitalización de las externalidades del mercado inmobiliario en los valores de la vivienda como activo resultante de la eliminación en 1995 (no anticipada, en tanto que consecuencia de un referéndum), de los estrictos controles de alquileres existentes en Cambridge, Massachusetts¹¹. Con datos referidos al periodo 1988-2005, encontraron que la eliminación de los controles dio lugar a una apreciación sustancial y robusta de las unidades de vivienda previamente sujetas a la regulación. Pero, también, de las que *nunca* habían sido sometidas a control. Y, adicionalmente, la apreciación fue especialmente acusada en estas últimas. En otras palabras, la eliminación de la regulación incrementó los valores de mercado de las viviendas, tanto las liberadas del control como las que nunca estuvieron sometidas a este.

Por su parte, Diamond et al. (2019) examinan las consecuencias de una iniciativa de votación local en San Francisco, California, en 1994. Esta consistió en una expansión de las ordenaciones de control de alquileres (unos controles de segunda generación) para cubrir algunas modalidades de vivienda que anteriormente estaban exentas, en concreto los edificios multifamiliares con cuatro o menos apartamentos, que en la legislación de 1979 se hallaban exentos. Los resultados mostraron que los inquilinos cubiertos por el control de alquileres otorgan un valor sustancial a los beneficios de la regulación, evidenciados por su elección de permanecer en las viviendas por más tiempo que sus contrapartidas sin control. En cuanto a los efectos sobre los propietarios de las viviendas que fueron objeto de la expansión del control, estos reaccionaron disminuyendo la oferta. Con una reducción en la oferta de viviendas y aumentos de alquiler a largo plazo (referido a periodos posteriores a los 10 años tras el cambio legislativo), el control de alquileres emerge como un mecanismo de transferencia de los inquilinos futuros a los inquilinos residentes presentes. La conversión de las viviendas de alquiler existentes en condominios de alto nivel habitados por sus propietarios, así como la remodelación de aquéllas para eximir las de la regulación, condujo a un *stock* de viviendas cada vez más

¹¹ Sims (2007) también analiza los efectos de esa eliminación sobre la cantidad, el precio y la calidad de la vivienda en alquiler. En sus propias palabras, los resultados confirman la intuición sencilla derivada de los modelos microeconómicos básicos.

dirigido a los hogares de mayores ingresos. Esta vivienda de alto nivel atrajo nuevos residentes con una renta más elevada. De esta manera, el control de alquileres contribuyó a la gentrificación de San Francisco, lo contrario que el objetivo declarado de la política.

En Alemania en 2015 se introdujo el que se ha caracterizado como un ejemplo paradigmático de control de alquileres de segunda generación. Como respuesta a los fuertes aumentos en los precios de alquiler, el parlamento federal aprobó una ley que permitía a los gobiernos subcentrales introducir controles de alquileres locales en los municipios con “mercados de vivienda tensionados”. Diversos autores han analizado los efectos de esta regulación (Deschermeier, Haas, Hude y Voigtländer, 2016; Mense, Michelsen y Kholodilin, 2019; Breidenbach, Eilers y Fries, 2022). En cuanto a la dinámica temporal de los efectos obtenidos, la legislación de control de alquileres tuvo un éxito significativo, amortiguando los alquileres. Este efecto, sin embargo, entraña sólo una bajada no persistente que se alcanza después de medio año. Hay una rápida convergencia en el tiempo, de suerte que el efecto desaparece entre un año y un año y medio después de la introducción de la regulación, sin causar apenas efectos sobre los precios del alquiler con posterioridad. Como explicación, Breidenbach et al. (2022) apuntan a que los propietarios “han aprendido” que las transgresiones de la regulación acaban no teniendo consecuencias legales. Y en cuanto a la efectividad en términos del grupo considerado como objetivo de la política, i.e., los hogares de baja renta, existe evidencia de que la regulación beneficia principalmente a las áreas habitadas por hogares de altos ingresos, perdiendo su objetivo original.

3. SUBSIDIOS EXPLÍCITOS A LA VIVIENDA PARA LOS HOGARES DE RENTA BAJA

Con frecuencia se afirma que el mercado no consigue dar una respuesta adecuada a las necesidades de vivienda de los hogares en los tramos más bajos en la escala de rentas y que, en consecuencia, el sector público debe intervenir para asegurar que los hogares menos afortunados tengan acceso a un nivel de vivienda considerado como “digno”. Esta loable afirmación, sin embargo, nada dice sobre el *cómo* debe configurarse la política pública dirigida a tal efecto. En contraste con la opaca, y en ocasiones perversa, redistribución asociada a las políticas de control de alquileres, los subsidios a la vivienda para los hogares de renta baja son claramente explícitos en tanto en cuanto están focalizados

en ese grupo. En esta sección se discuten las cuestiones ligadas al diseño de estos subsidios a la vivienda¹².

En diversos países estos subsidios asumen la forma de vivienda pública proporcionada a los beneficiarios a precios por debajo de mercado. Sin embargo, desde el punto de vista del diseño de la política, debe abrirse la perspectiva para distinguir entre, por una parte, los programas que entrañan la construcción por el sector público de unidades nuevas o la construcción o rehabilitación por el sector privado (con subsidios públicos) de unidades pre-existentes, y, por la otra, los programas que implican la asistencia a unos hogares que son libres de elegir cualquier unidad de vivienda en el mercado que les resulte satisfactoria y cumpla, además, ciertos estándares mínimos. Los primeros están *basados en la oferta*, mientras los segundos se hallan *orientados a la demanda*¹³.

3.1. Subsidios basados en la oferta: vivienda pública y vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas

En la discusión que sigue, los subsidios basados en la oferta incluyen tanto la “vivienda pública” como la vivienda construida o rehabilitada por agentes del sector privado con subsidios públicos. Ejemplos de estos últimos están constituidos por tipos de interés por debajo de mercado o diversas formas de cesión o aportación de suelo. En el caso de la primera, el sector público, generalmente una instancia de nivel superior, se involucra, subvencionándola, en la construcción de

¹² Es importante observar que, como cuestión previa al diseño de la política, se suscita la pregunta de si la vivienda debe ser considerada como “un bien más”, o si, por el contrario, es “especial”. La respuesta a esta pregunta condiciona de forma directa cuál es la *forma* que deberían asumir los programas de redistribución. Así, si la vivienda es tan sólo un bien más sobre el que los hogares toman decisiones, un bajo de consumo sería un *problema de renta*. Por el contrario, si la vivienda es un bien diferente en el que imperan objetivos sociales, las preferencias individuales pasan a segundo plano y un bajo consumo de vivienda se convierte en un *problema de vivienda*. Weicher (1979), Schreiber y Clemmer (1982), Rosen (1985), Fallis (1985), Whitehead (1999), Edwards (2007) y McDonald y McMillen (2011) analizan algunas cuestiones conexas.

¹³ Los subsidios basados en la oferta se denominan también *unit-based* o *project-based*, en el sentido de que están asociados a una unidad o proyecto constructivo concreto. Por su parte, los orientados a la demanda también se describen como *recipient-based* o *tenant-based*, al estar ligados al receptor de la ayuda, que incluso puede cambiar de unidad de vivienda “llevándose” la ayuda para utilizarla en una nueva unidad de su elección. En lo que sigue, y en aras de la claridad, se usarán tan sólo las dos expresiones del texto principal, i.e., subsidios a la vivienda *basados en la oferta* y *orientados a la demanda*.

vivienda para hogares de renta baja, vivienda que es posteriormente gestionada por las autoridades locales. En el caso de la segunda, los agentes privados (incluyendo también a entidades sin ánimo de lucro) se comprometen a proporcionar vivienda en alquiler que cumple ciertos estándares, con alquileres moderados a hogares con características concretas por un determinado número de años.

Bajo esta aproximación, se ofrece a los hogares inscritos en el programa (y que con toda probabilidad llevaban un tiempo en lista de espera) una (o, en el mejor caso, algunas) unidad(es) de vivienda pública, de localización y características estructurales determinadas. En caso de aceptación, los inquilinos pagan un alquiler que está por debajo de mercado y depende de las características del hogar, especialmente de su renta y el número de miembros. Ha sido en Estados Unidos donde los analistas se han mostrado más activos en su estudio¹⁴.

Una primera cuestión es si las decisiones de producción de la vivienda pública son o no consistentes con la eficiencia productiva, es decir, si dadas las características de la unidad de vivienda, se produce con el menor coste posible. Así, se ha sugerido que el sector público produce una vivienda igualmente deseable de forma más cara que el sector privado. Como ejemplo de esta ineficiencia productiva, durante una serie de años en Estados Unidos el pago de los costes de capital por el gobierno federal, pero no de los costes de funcionamiento, habría creado un incentivo para que las autoridades locales produjeran vivienda con demasiado capital y pocos *inputs* corrientes de mantenimiento en relación con el caso en que hicieran frente a precios de mercado por ambos (Muth, 1973; Rosen, 1985a; Mayo, 1986). A esta ineficiencia asignativa debería añadirse la ineficiencia técnica derivada de la falta de incentivos resultante del comportamiento burocrático (Olsen, 2003, 2008; Olsen y Zobel, 2015).

Bajo un programa típico basado en la oferta el hogar beneficiario ve cómo se reduce el precio que debe satisfacer por una unidad de vivienda específica. Empero, esto es muy diferente de una reducción del precio de cualquier cantidad de servicios de vivienda que pudiera desear. En otras palabras, el hogar hace frente

¹⁴ Los trabajos de Muth (1973), Weicher (1979), Schreiber y Clemmer (1982), Friedman y Weinberg (1982), Olsen (1982, 1983, 1987, 2003), Olsen y Barton (1983), Rosen (1985.a, 1985.b), Mayo (1986), Brueckner (2011), McDonald y McMillen (2011) y Olsen y Zabel (2015) discuten diversas cuestiones asociadas al análisis económico de la vivienda pública.

a una decisión binaria, de “todo o nada”: debe elegir entre aceptar la unidad que le ha sido asignada, por la cual satisfará un alquiler menor que el de mercado, o no aceptarla, y en consecuencia renunciar a la participación en el programa. Diversas son las cuestiones a dilucidar. En primer lugar, si los hogares elegibles aceptarán o no la vivienda que se les ofrece, y en el caso más favorable en que se acepta, si consumirán más vivienda. Con esa información resultará posible acometer una valoración en términos de los criterios de eficiencia y equidad.

El hogar decidirá aceptar si la combinación que se le ofrece le permite alcanzar un nivel de bienestar mayor que el inicial. No resulta difícil mostrar ejemplos en que, a pesar de poder acceder a una vivienda con un alquiler reducido, el hogar decide *rechazarla* y no participar en el programa. Más aún, es perfectamente posible que un hogar *acepte* la unidad de vivienda que se le ofrece pero que ahora consuma *menos* vivienda que con anterioridad. Puesto que consumir una mayor cantidad de vivienda comporta renunciar a la unidad subvencionada y tener que pagar el precio de mercado, resulta racional para el hogar aceptar ese consumo menor de vivienda a cambio de poder disfrutar de una mayor cantidad de otros bienes. Y no pueden desatenderse situaciones en que el hogar rehusará participar en el programa de vivienda pública, aunque el consumo de vivienda podría haber sido mayor o menor que en la situación inicial. Sea como fuere, la razón de esta variedad de casos es siempre la misma: aceptar o no aceptar comporta una decisión binaria, en la que se ofrece una vivienda concreta, sin permitir hacer ajustes en el margen.

Una cuestión de crucial importancia para evaluar la eficiencia de estos subsidios reside en saber en qué medida ha aumentado la renta real de los beneficiarios. Esto es lo mismo que preguntar qué cantidad de renta en efectivo sería contemplada como equivalente, en el sentido de que permitiría al hogar alcanzar el mismo nivel de bienestar. De nuevo no resulta difícil mostrar que (en el caso en que se acepta participar y se consume más vivienda) la transferencia en efectivo equivalente es inferior al coste para de los contribuyentes de proveerla, de manera que el resultado es ineficiencia en el consumo. La cuestión entonces deviene empírica, es decir, si es significativa en términos cuantitativos. Aunque existen diferencias entre las estimaciones, y los problemas econométricos implicados no son menores, existe consenso respecto a que la vivienda pública distorsiona las pautas de consumo de sus beneficiarios (Aaron y Von Furstenberg, 1971; Murray, 1975, 1980; Kraft y Olsen, 1977; Olsen, 1983; Olsen y Barton, 1983; Rosen, 1985a).

En cuanto a los efectos distributivos, existe acuerdo en que este tipo de programas viola los criterios usuales de equidad (Weicher, 1979; Kraft y Kraft, 1979; Schreiber y Clemmer, 1982; Olsen, 1982, 1983; Olsen y Barton, 1983; Rosen, 1985a; Smith, Rosen y Fallis, 1988). En lo referido a la equidad horizontal, es decir, el igual tratamiento a los iguales, puesto que el número de hogares con los requisitos de acceso excede con mucho al número de viviendas públicas disponibles, estos programas proporcionan un beneficio sustancial al (en ocasiones pequeño) porcentaje de afortunados, pero nada en absoluto al otro gran número de potenciales beneficiarios con parecidas o iguales circunstancias. Por su parte, la equidad vertical, es decir, el tratamiento diferente a los diferentes, arrastra la indefinición inherente de dejar sin respuesta la crucial pregunta de cuán diferente debe ser ese tratamiento que deben recibir hogares diferentes. Pero, en cualquier caso, incluso en el caso más favorable en que los beneficiarios se acaban concentrando entre los hogares de renta baja, resulta de todo punto imposible impedir que resulten beneficiados algunos que se hallan en una situación mejor que otros que no recibirán subsidio alguno¹⁵.

3.2. Subsidios orientados a la demanda: “subvenciones a la vivienda” y el Experimental Housing Allowance Program

La valoración anterior explica por qué la aproximación basada en la oferta no constituye un programa del agrado de la mayoría de los analistas. Así, se ha argumentado que debería romperse el vínculo entre el subsidio y la provisión pública, de manera que el subsidio pudiera aplicarse a cualquier vivienda existente en el mercado. En este sentido, los subsidios orientados a la demanda, recibidos directamente por los hogares y a utilizar según su voluntad, o recibidos indirectamente a través del propietario de la unidad de vivienda, permitirían superar los inconvenientes de la vivienda pública referidos con anterioridad.

En primer lugar, ya no sería necesario que el sector público se dedicara a la construcción y gestión de las viviendas públicas, con la consiguiente ganancia

¹⁵ Como cuestiones conexas, pero importantes, los subsidios basados en la oferta pueden hacer muy difícil o imposible preservar la anonimidad de sus receptores, y estigmatizarlos al concentrar a los hogares de rentas bajas en localizaciones y barrios concretos. Y pueden también disuadir a los receptores de aceptar trabajos en otros lugares por el hecho de tener que abandonar la vivienda subsidiada que ocupan.

potencial en términos de eficiencia productiva. En segundo lugar, desde una perspectiva de eficiencia en el consumo, existiría una menor violación de la soberanía del consumidor con este tipo de subsidio, pues los subsidios a la demanda podrían ser aplicados directamente al alquiler (o pagados a la institución prestamista si la familia ocupara su propia vivienda) de cualquier vivienda del mercado que cumpliera los requisitos exigidos por el programa. Y, en tercer lugar, se evitarían las inequidades horizontales referidas más arriba, puesto que todos los hogares en similares circunstancias podrían recibir el mismo subsidio.

Los programas orientados a la demanda pueden adoptar diversos diseños. Así, el subsidio puede depender tanto del coste de alquilar una unidad de vivienda considerada “estándar” (quizás diferente según el tamaño de la familia y la localización) como del propio nivel de renta del hogar. De forma alternativa, puede proporcionarse a los hogares con bajos ingresos un subsidio consistente en un porcentaje del alquiler pagado. En cualquier caso, debe resaltarse que se trata de transferencias *en especie*. Puesto que la cuantía de los subsidios depende en última instancia de las decisiones de vivienda, se trata simplemente de “vivienda envuelta en efectivo”.

Adicionalmente, los receptores de los subsidios pueden ser libres para elegir cualquier unidad de vivienda o verse sometidos a diversos tipos de *requisitos*. Estos pueden consistir en requisitos *físicos*, referidos al estado de salubridad y conservación del inmueble. O, como alternativa, a que el *gasto en alquiler* exceda cierta cuantía. Como en cualquier otra forma de redistribución en especie, los costes administrativos y de gestión serían superiores que bajo un programa que redistribuyera en efectivo. Habría que verificar los pagos de alquiler como parte de la administración del programa, y, en su caso, habría que inspeccionar las viviendas para asegurar que proporcionan el nivel mínimo requerido.

Para Estados Unidos existe una considerable cantidad de información sobre el funcionamiento de este sistema de subsidios denominado “subvenciones a la vivienda” (*housing allowances*), como resultado del Experimental Housing Allowance Program (EHAP en adelante). En este experimento social participaron durante los años 70 más de 30.000 hogares en doce localizaciones (Frieden, 1980; Hausman y Wise, 1980; Schreiber y Clemmer, 1982; Olsen, 1982, 1983, 1987, 2003; Friedman y Weinberg, 1982; Lowry, 1982; Venti y Wise, 1984). En el diseño del experimento, dos cuestiones específicas eran de interés. En primer lugar, qué uso harían los hogares de los subsidios y cuál sería su reacción a distintos tipos y niveles, así como a diferentes requisitos. En segundo lugar,

cómo responderían los mercados locales de vivienda al aumento en la demanda generado por el programa, en particular los efectos inducidos sobre los alquileres. En consecuencia, el programa se dividió en el Experimento de Demanda y el Experimento de Oferta¹⁶.

El Experimento de Demanda tuvo lugar simultáneamente en dos áreas metropolitanas, Phoenix y Pittsburgh, e implicó aproximadamente a 1.200 hogares experimentales y 500 de control en cada área durante un periodo de 3 años iniciados en 1974. Se usaron tres tipos básicos de subsidios, que eran recibidos directamente por los hogares beneficiarios (Urban Law Journal, 1981; Friedman y Weinberg, 1982; Rosen, 1985b). En los *planes de desajuste de vivienda (housing gap)*, los hogares recibían unos pagos diseñados para cubrir la brecha existente entre el coste de una vivienda modesta estándar y la fracción de su renta que un hogar de renta baja podría razonablemente gastar en vivienda. Estos planes eran restringidos, en el sentido de que los participantes debían ocupar unidades de vivienda que cumplieran los requisitos básicos mencionados anteriormente. Por su parte, los *planes de porcentaje de alquiler* ofrecían pagos en efectivo iguales a una fracción fija del alquiler mensual satisfecho (incluyendo los gastos en servicios). El pago estaba ligado directamente con la cantidad gastada en vivienda, sin tener que satisfacer ningún requisito de vivienda. Por último, los hogares de *control* no obtenían ningún pago de subvención a la vivienda, pero recibían una compensación en efectivo por su cooperación al proporcionar la misma información que los hogares experimentales. De esta manera, sirvieron de grupo de comparación respecto al cual estimar los efectos de los diferentes planes de subvención.

Puesto que con un plan de desajuste de vivienda con requisitos de estándares físicos no se modifican los precios relativos de la vivienda y los otros bienes, la subvención genera un desplazamiento paralelo de la restricción presupuestaria en tanto en cuanto se verifiquen los requisitos físicos. La respuesta a este tipo de subvención dependerá, en general, de la relación existente entre el nivel de requisito mínimo, la cantidad de vivienda consumida antes del programa y la cantidad que se elegiría si la transferencia fuera en efectivo. En los planes de desajuste de vivienda con un requisito de alquiler mínimo, el hogar puede percibir el pago siempre y cuando gaste en vivienda al menos la cantidad mínima.

¹⁶ Un tercer experimento, el Experimento de Administración, se centró en el comportamiento de las agencias administrativas locales que operaron el programa de subvenciones.

En este caso tampoco hay cambios en los precios relativos, de suerte que los resultados son similares. Sea como fuere, en ambos los efectos operan a través de la *elasticidad-renta* de la demanda de servicios de vivienda. Por su parte, el plan de porcentaje de alquiler resulta equivalente a una reducción del precio efectivo (nocional) de los servicios de vivienda, y sus efectos se canalizan a través de la *elasticidad-precio* de la demanda de servicios de vivienda. Especificando una función de demanda con elasticidades constantes, Friedman y Weinberg (1982) estimaron bajos valores de las elasticidades, tanto precio como renta.

La evidencia obtenida del Experimento de Demanda sugiere que es posible utilizar las subvenciones a la vivienda para inducir a los participantes en un programa de vivienda pública a ocupar viviendas igualmente satisfactorias o claramente más deseables desde el punto de vista de sus beneficiarios con un coste mucho menor para el contribuyente (Schreiber y Clemmer, 1982; Friedman y Weinberg, 1982; Olsen, 1982, 1983, 2003; Green y Malpezzi, 2003). En cuanto al efecto sobre el consumo de vivienda, este parece ser moderado, y no son ajenos a ello los costes de transacción asociados a la mudanza, especialmente los de naturaleza no monetaria (Venti y Wise, 1984; Olsen, 1987).

El Experimento de Oferta fue dirigido por la Rand Corporation en dos mercados de vivienda metropolitanos, Green Bay, Wisconsin, y South Bend, Indiana, entre 1974 y 1980 (Lowry, 1982; Rosen, 1985b). La inscripción en el programa era abierta, y las subvenciones resultaban accesibles a cualquier hogar elegible sobre la base de su renta y su tamaño familiar. Todos los pagos se realizaron de acuerdo con la fórmula de desajuste de vivienda y las viviendas debían cumplir ciertos estándares de calidad. Alrededor de 20.000 hogares recibieron el subsidio a la vivienda.

Las conclusiones obtenidas por el Experimento de Oferta permiten discutir las principales objeciones a este tipo de programas. Estas son, en primer lugar, que el incremento originado en la demanda resultaría en unos alquileres significativamente más altos sin entrañar una vivienda mucho mejor. Y, en segundo lugar, que serían demasiado costosos para las arcas públicas. En lo referido a la primera objeción, los resultados mostraron que los alquileres en las dos localizaciones experimentales aumentaron aproximadamente en la misma cantidad que en todo el país, y en línea con los costes de los propietarios. Así, la evidencia experimental ha llevado a los analistas a afirmar que la instauración de un programa dirigido a la demanda no tendría efectos significativos sobre los alquileres incluso a corto plazo (Schreiber y Clemmer, 1982; Lowry, 1982; Friedman

y Weinberg, 1982; Olsen, 1982, 1983, 2003; Olsen y Zabel, 2015). Las razones de este pequeño efecto sobre los alquileres podrían encontrarse en que los hogares que cumplen los requisitos de acceso representan una pequeña fracción de la demanda de vivienda, lo que se traduciría en un pequeño efecto sobre la demanda agregada, efecto que además ocurriría gradualmente en el tiempo porque no todos los hogares responden de forma instantánea a la oferta de un subsidio. Adicionalmente, el programa indujo un aumento sustancial en la oferta de unidades de vivienda que cumplieran los estándares mínimos establecidos. De forma importante, este aumento resultó de una mejora del *stock* de existente (en vez de la producción de nueva vivienda de alquiler) en respuesta al requisito de que las viviendas debían cumplir los estándares del programa para que los inquilinos recibieran el subsidio.

En cuanto a la segunda objeción, referida a las consecuencias presupuestarias, el coste por beneficiario de las subvenciones orientadas a la demanda es sustancialmente menor que el de las basadas en la nueva construcción de viviendas públicas. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta la flexibilidad que comportan estos programas por la facilidad con que pueden modificarse sus resultados. Mediante el ajuste de la cuantía del subsidio, de los estándares, o de ambos, este tipo de programas podría diseñarse de manera que tuviera cualquier coste deseado (Olsen, 1982, 1983, 2003; Cutts y Olsen, 2002). Si el coste total del programa resultara excesivamente grande respecto a lo esperado, podría reducirse el tamaño de la subvención de forma proporcional para todos los hogares implicados. Si la mejora de las condiciones de vivienda no fuera satisfactoria, podrían utilizarse unos estándares más exigentes y ofrecerse unas subvenciones mayores para evitar marginaciones.

3.3. Subsidios orientados a la demanda: “certificados de alquiler” y “vales de alquiler”

Incluso antes de acabar el EHAP, los Estados Unidos introdujeron algunas reformas en el sistema de transferencias a la vivienda a los hogares de renta baja, reforzando el papel de los subsidios orientados a la demanda. Estos fueron, en particular, los “certificados de alquiler” y los “vales de alquiler”, con un diseño diferente de los programas experimentales reseñados más arriba. Si bien en ambos los beneficiarios pueden elegir libremente entre las posibilidades ofrecidas en el mercado, son los propietarios quienes reciben los subsidios. En todos los casos las unidades de vivienda elegidas deben satisfacer unos estándares físicos

mínimos. Bajo el programa de “certificados”, los participantes podían elegir unidades cuyo alquiler fuera *menor o igual* que un alquiler “razonable” o “normal” (*fair market rent*), con una fórmula similar a la del plan de desajuste de vivienda. Algunos diseños de certificados y de vales en vigor con anterioridad se fueron eliminando progresivamente para dejar paso en 1999 a otro programa de “vales” con características de cada uno de sus predecesores. En cuanto a los efectos, en general no puede asegurarse que el hogar beneficiario acabará consumiendo más vivienda y más de los otros bienes, de manera que no pueden excluirse situaciones en que el hogar acabe consumiendo una cantidad *menor* de vivienda.

3.4. Evidencia empírica sobre los efectos de los subsidios a la vivienda para los hogares de renta baja

En esta subsección se pasa revista a la evidencia empírica referida a los efectos sobre las decisiones de vivienda y los patrones de consumo, la relación coste-efectividad de los diversos esquemas de transferencia, sus efectos eficiencia frente a las transferencias en efectivo, la relación entre el tamaño de los subsidios y el valor de los beneficios para los receptores, la distribución de estos beneficios y, por último, pero no por ello menos importante, los posibles efectos inducidos por los subsidios sobre los alquileres. El punto de partida es la exhaustiva discusión para Estados Unidos recogida en Olsen (2003), (la primera parte de) Olsen y Zabel (2015) y Ellen (2020).

Como ya se avanzó en la discusión de los resultados del EHAP, la indicación más importante desde el punto de vista del diseño de la política que se deriva de la literatura empírica es que las transferencias orientadas a la demanda, en forma de alguna variedad de vales o certificados de vivienda, proporcionan una vivienda igualmente buena a los hogares beneficiarios de la asistencia *a un coste mucho menor* que las basadas en la oferta.

Una de las preguntas más importantes a la hora de evaluar los resultados de las transferencias en consideración es la referida a sus efectos sobre las decisiones de consumo de los hogares, tanto de vivienda como de otros bienes. La discusión anterior argumentó que, con independencia de su diseño concreto, los subsidios pueden generar efectos en buena medida indeterminados (y, en ocasiones, efectos que se podrían caracterizar como “tiros por la culata”). De esta manera, si el propósito es modificar los patrones de consumo de los beneficiarios, una medida de su éxito radicaría en verificar que, efectivamente, los hogares receptores

consumen más y mejor vivienda (y, por ende, menos de los otros bienes) que con pagos de una cuantía similar en forma de efectivo.

Por ello es importante destacar los resultados referidos al consumo de vivienda en presencia de los programas de asistencia en relación con, en primer lugar, su ausencia, y, en segundo lugar, a la situación que prevalecería con unas transferencias en efectivo del mismo importe. La evidencia empírica apunta a que todos los programas resultan en un consumo de vivienda por parte de los hogares participantes sustancialmente *mayor* que *en ausencia* de tales subsidios. Y que también incrementan su consumo de los *otros* bienes. Adicionalmente, los hogares que habitan viviendas públicas consumen *más* servicios de vivienda que si hubieran recibido transferencias *en efectivo* por la misma cantidad. Y puesto que esta afirmación se extiende también a los subsidios basados en la demanda, puede decirse que *el conjunto* del sistema de subsidios en Estados Unidos ha incrementado el consumo agregado de esta por encima de lo que conseguirían unas transferencias en efectivo de igual cuantía.

Con respecto a la relación coste-efectividad de los diversos diseños considerados, más arriba se señalaron algunas fuentes de ineficiencia productiva de los programas basados en la oferta. La evidencia da soporte de forma unánime a que los programas que promueven la construcción de unidades nuevas, como la vivienda pública, son ineficientes. Así, el coste de una vivienda de nueva producción es mayor que el de viviendas similares construidas por el sector privado. De ello se sigue que la aproximación menos cara comporta una mayor dependencia en el *stock* de viviendas existente ofrecido en el mercado. Con unos programas orientados a la demanda en forma de vales, los beneficiarios obtendrían una vivienda igualmente buena a un coste inferior para los contribuyentes.

Los efectos de las transferencias en especie pueden resultar bien diferentes de los de unas transferencias en efectivo. Si bien el efecto neto de los cambios en los patrones de consumo, tanto de vivienda como de otros bienes, se manifiesta en unos importantes beneficios para los receptores, resulta importante conocer la magnitud del beneficio obtenido en relación con el subsidio recibido (y pagado por los contribuyentes). Para empezar, los subsidios a la vivienda modifican las restricciones presupuestarias de los hogares de forma bien diferente a lo que harían unas transferencias de suma fija no distorsionantes. Como consecuencia, el valor medio del beneficio para los receptores, tanto con los programas basados en la oferta como con los orientados a la demanda, será menor que el valor

medio del subsidio (medido por la diferencia entre el alquiler de mercado y la contribución del inquilino si es vivienda pública o simplemente por el subsidio si es un vale). En Estados Unidos, las cifras concretas para las proporciones del beneficio medio de los receptores respecto al subsidio medio apuntan a algo menos del 75% para la vivienda pública y algo más del 80% para los vales.

Una cuestión conexa es cómo se distribuyen los beneficios entre los receptores. Y, en particular, cuál es la distribución de los beneficios de las transferencias en función de las características de los hogares beneficiarios y la variación de estos beneficios entre hogares con las mismas características. La evidencia sugiere que, entre los hogares que son iguales en otros aspectos, el beneficio medio de los programas de subsidio es mayor para los hogares más pobres y de mayor tamaño. Sin embargo, la variación en los beneficios obtenidos entre hogares similares parece ser grande bajo la mayoría de programas.

Por último, un aspecto crucial de cara a evaluar los subsidios a la vivienda orientados a la demanda es el asociado a los efectos que puedan inducir sobre los alquileres. A este respecto es importante recordar el resultado del Experimento de Oferta del EHAP, en el sentido de que los mercados de vivienda locales pudieron asimilar los subsidios orientados a la demanda sin efectos significativos sobre los alquileres incluso a corto plazo. En contraste con lo anterior, Susin (2002) encuentra que los hogares de renta baja en las áreas metropolitanas con más vales de vivienda experimentaron aumentos más rápidos de los alquileres que aquéllas en que los vales eran menos abundantes. Su análisis, sin embargo, no ha estado exento de crítica, y se ha sugerido que sus resultados son inconsistentes con la teoría económica estándar (Olsen, 2003; Olsen y Zabel, 2015). Más recientemente, Eriksen y Ross (2015) estiman los efectos a corto plazo derivados de un importante incremento en la oferta de vales de vivienda (en concreto, del 18,2%) que tuvo lugar entre 2000 y 2002, y no encuentran que ello diera lugar a incrementos en el precio global de la vivienda en alquiler.

La evidencia disponible para Europa es mucho más escasa, y se centra particularmente en Francia y, a buena distancia, el Reino Unido¹⁷. Comenzando por los efectos de la vivienda social pública con alquileres por debajo de mercado en

¹⁷ Laferrère y Le Blanc (2006) proporcionan una comparación de las políticas públicas dirigidas a la vivienda en Francia y en Estados Unidos a nivel de vivienda pública, de subvenciones al alquiler y de subsidios a la vivienda en propiedad.

Francia, Le Blanc y Laferrère (2001) obtienen que esta beneficia más en términos relativos a los inquilinos de renta más baja, pero, sin embargo, su focalización es muy pobre. De esta manera, sus conclusiones apuntan en la misma línea que los obtenidos en Estados Unidos.

Por el contrario, resulta especialmente remarcable la diferencia entre los resultados reseñados más arriba respecto a los efectos inducidos sobre los alquileres en Estados Unidos cuando estos se comparan con sus contrapartidas en Europa. Laferrère y Le Blanc (2004) utilizan un experimento natural, en particular la reforma de los subsidios a la vivienda (diseñados como un porcentaje del alquiler hasta un alquiler máximo) que tuvo lugar en Francia entre 1992 y 1994. Sus resultados indican que, a corto plazo, el resultado de la reforma fue un aumento en los alquileres de las viviendas ocupadas por los inquilinos subsidiados en relación a los no subsidiados. La aproximación de Fack (2006) también usa la reforma de los subsidios a la vivienda de comienzos de los 90 en Francia, que extendió la cobertura a grupos que no podían acceder a aquellos con anterioridad, como un experimento quasi natural. Sus resultados apuntan a un aumento de los alquileres de los hogares receptores. La reforma indujo una demanda adicional, y no sólo de hogares de renta baja, sino también de estudiantes que utilizaron el subsidio para independizarse. Ambos trabajos coinciden en que el gran impacto inducido sobre los alquileres es debido a una elasticidad de la oferta de vivienda muy baja. Por su parte, Gibbons y Manning (2006) analizan el caso no de expansión, sino de recorte (para las nuevas concesiones, sin afectar a los beneficiarios pre-existentes), del subsidio al alquiler (*housing benefit*) que tuvo lugar en el Reino Unido en 1996 y 1997. Sus resultados señalan que los alquileres bajaron, y que la incidencia de la reducción del subsidio se trasladó hacia atrás, recayendo sobre los propietarios.

4. A MODO DE COMENTARIO FINAL

A la vista de los efectos asignativos y distributivos de los controles de alquileres discutidos en la Sección 2, no resulta difícil entender que estas disposiciones, se etiqueten como se etiqueten, no constituyen una de las políticas preferidas por los economistas. Así, es bien conocida la afirmación de que, si exceptuamos bombardearlas, el control de alquileres es la técnica más eficiente con la que destruir las ciudades (Lindbeck, 1971). Menos conocida, pero no por ello menos ilustrativa, es la comparación de los controles de alquileres con el hábito de fumar: si no se empieza, se puede pasar sin ello, pero una vez se ha empezado es difícil dejarlo (Barr, 1998). En este sentido, no es casualidad que el control de

alquileres sea una de esas pocas políticas en la que los analistas están de acuerdo en su desaprobación (Alston, Kearn y Vaughan, 1992; IGM Forum, 2012).

Si hemos de usar un argumento de autoridad, el propio Arnott (2003), que en un trabajo anterior de gran repercusión (Arnott, 1995) otorgó carta de naturaleza a la expresión “revisionismo” respecto a los efectos de los controles de alquileres, ha insistido en que lo realmente importante es que un programa de control de alquileres bien diseñado (por cierto, algo que se señala de forma explícita en su trabajo) puede ser beneficioso, en el sentido de generar ganancias en eficiencia. Por ello, una oposición ciega a la regulación estaría errada. Empero, de la misma manera, no vacila en conceder que muchos, de hecho, la mayoría de los controles de alquileres de segunda generación, y probablemente todos los de primera generación, han sido en su conjunto perjudiciales.

Llegados a este punto debe subrayarse, o más aún, enfatizarse, que la desaprobación respecto a los controles de alquileres en modo alguno significa que los objetivos redistributivos que subyacen a las propuestas de introducción de los mismos no sean considerados importantes. Bien al contrario, lo que hacen es remarcar que este tipo de regulación no constituye una política adecuada para redistribuir renta, toda vez que su focalización en el logro de ese objetivo es muy pobre. Un procedimiento más adecuado para favorecer a los hogares de renta baja consistiría probablemente en ofrecerles transferencias en efectivo explícitas independientes de su gasto de vivienda. O, si se insiste en hacerlo mediante transferencias en especie relacionadas con la vivienda, arbitrar algún esquema de subvenciones a la misma expresamente dirigidas a aquellos hogares.

Y aquí es donde hacen su aparición los subsidios a la vivienda discutidos en la sección 3. La aproximación basada en la oferta, en forma de vivienda pública o vivienda construida o rehabilitada por el sector privado con ayudas públicas, no sale muy bien parada, ni en términos de eficiencia ni de equidad. La alternativa que emerge de forma natural es aquella en que los subsidios están orientados a la demanda, en forma de subvenciones a la vivienda de los hogares de renta baja. Los beneficiarios reciben ahora un vale, cupón o certificado con el que pueden acudir al mercado y alquilar una vivienda de su elección.

Este tipo de subsidios puede comportar mejoras tanto en eficiencia como en equidad respecto a su contrapartida basada en la oferta. Y existe un cuerpo importante de evidencia empírica que, si bien no resulta concluyente en todos sus aspectos, arroja luz sobre cuestiones tan importantes como los efectos sobre

los patrones de consumo, la relación coste-efectividad de los diversos esquemas, los efectos diferenciales respecto a unas transferencias en efectivo, la relación entre el tamaño de los subsidios y el valor de los beneficios para los receptores, la distribución de estos beneficios y, por último, la crucial cuestión de los posibles efectos inducidos por los subsidios sobre los alquileres.

Claro que la otra cara de la moneda es que unos subsidios a la vivienda para los hogares de renta baja orientados a la demanda resultan caros en términos de recursos fiscales requeridos, y tanto más cuanto más generosos deseen hacerse. Al contrario de otras políticas, como los controles de alquileres, que tan sólo comportan cambios en las disposiciones legales que regulan el mercado de alquiler y que parecen no tener costes (pero que, de haberlos, haylos), estos subsidios entrañan desembolsos presupuestarios, que pueden llegar a ser cuantiosos. Pero ya se sabe que en el diseño de la política pública, y también desde luego en el diseño de la política de vivienda, existen tres Bes, “Bueno, Bonito y Barato”. Y solamente se pueden elegir dos.

BIBLIOGRAFÍA

- Aaron, H.J. y Von Furstenberg, G.M. (1971). “The Inefficiency of Transfers in Kind: The Case of Housing Assistance”, *Western Economic Journal*, Vol. 9, pp. 184-191.
- Alston, R.M., Kearl, J.R. y Vaughan, M.B. (1992). “Is There a Consensus Among Economists in the 1990’s?”, *American Economic Review*, Vol. 82, pp. 203-209.
- Andersson, R. y Söderberg, B. (2012). “Elimination of Rent Control in the Swedish Rental Housing Market: Why and How?”, *Journal of Housing Research*, Vol. 21, pp. 159-181.
- Arnott, R. (1995). “Time for Revisionism on Rent Control?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, pp. 99-120.
- (1998). “Rent Control”, en P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Palgrave Macmillan, London, pp. 305-310.
- (2003). “Tenancy Rent Control”, *Swedish Review of Economic Policy*, Vol. 10, pp. 89-121.
- Arnott, R., Greenwald, B. y Stiglitz, J.E. (1994). “Information and Economic Efficiency”, *Information Economics and Policy*, Vol. 6, pp. 77-88.

- Arnott, R. y Igarashi, M. (2000). "Rent Control, Mismatch Costs and Search Efficiency", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 30, pp. 249-288.
- Arnott, R. y Shevyakhova, E. (2014). "Tenancy Rent Control and Credible Commitment in Maintenance", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 47, pp. 72-85.
- Ault, R.W. y Saba, R.P. (1990). "The Economic Effects of Long-Term Rent Control: The Case of New York City", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 3, pp. 25-41.
- Ault, R.W., Jackson, J.D. y Saba, R.P. (1994). "The Effect of Long-Term Rent Control on Tenant Mobility", *Journal of Urban Economics*, Vol. 35, pp. 140-158.
- Autor, D.H., Palmer, C.J. y Pathak, P.A. (2014). "Housing Market Spillovers: Evidence from the End of Rent Control in Cambridge, Massachusetts", *Journal of Political Economy*, Vol. 122, pp. 661-717.
- Barr, N. (1998). *The Economics of the Welfare State*, 3ª ed., Stanford University Press, Stanford, California.
- Basu, K. y Emerson, P.M. (2000). "The Economics of Tenancy Rent Control", *Economic Journal*, Vol. 110, pp. 939-962.
- (2003). "Efficiency Pricing, Tenancy Rent Control and Monopolistic Landlords", *Economica*, Vol. 70, pp. 223-232.
- Bourne, R. (2015). "The Flaws in Rent Ceilings", en Coyne, C. y R. Coyne (eds.), *Flaws and Ceilings. Price Controls and the Damage They Cause*, Institute of Economic Affairs, London, pp. 72-95.
- Breidenbach, P., Eilers, L. y Fries, J. (2022). "Temporal Dynamics of Rent Regulations – The Case of the German Rent Control", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 92, 103-737.
- Brueckner, J.K. (2011). *Lectures on Urban Economics*, M.I.T. Press, Cambridge, MA.
- Caudill, S.B. (1993). "Estimating the Costs of Partial-Coverage Rent Controls: A Stochastic Frontier Approach", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 75, pp. 727-731.
- Cruz, P.S. (2009). "The Pros and Cons of Rent Control", Global Property Guide website.

- Cutts, A.C. y Olsen, E.O. (2002). "Are Section 8 Housing Subsidies Too High?" *Journal of Housing Economics*, Vol. 11, pp. 214-243.
- Deschermeier, P., Haas, H., Hude, M. y Voigtländer, M. (2016). "A First Analysis of the New German Rent Regulation", *International Journal of Housing Policy*, Vol. 16, pp. 293-315.
- Diamond, R., McQuade, T. y Quian, F. (2019). "The Effects of Rent Control Expansion on Tenants, Landlords, and Inequality: Evidence from San Francisco", *American Economic Review*, Vol. 109, pp. 3365-3394.
- Early, D.W. (2000). "Rent Control, Rental Housing Supply, and the Distribution of Tenant Benefits", *Journal of Urban Economics*, Vol. 48, pp. 185-204.
- Edwards, E.M. (2007). *Regional and Urban Economics and Economic Development. Theory and Methods*, Auerbach Publications, New York.
- Ellen, I.G. (2020). "What Do We Know About Housing Choice Vouchers?", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 80, 103-380.
- Ellingsen, T. y Englund, P. (2003). "Rent regulation: An introduction", *Swedish Review of Economic Policy*, Vol. 10, pp. 3-9.
- Eriksen, M.A. y Ross, A. (2015). "Housing Vouchers and the Price of Rental Housing", *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol. 7, pp. 154-176.
- Fack, G. (2006). "Are Housing Benefits an Effective Way to Redistribute Income? Evidence from a Natural Experiment in France", *Labour Economics*, Vol. 13, pp. 747-771.
- Fallis, G. (1985). *Housing Economics*, Butterworths, Toronto.
- Fallis, G. y Smith, L.B. (1984). "Uncontrolled Prices in a Controlled Market: The Case of Rent Controls", *American Economic Review*, Vol. 74, pp. 193-200.
- (1985). "Price Effects of Rent Control on Controlled and Uncontrolled Rental Housing in Toronto: A Hedonic Index Approach", *Canadian Journal of Economics*, Vol. 18, pp. 652-659.
- Favilukis, J., Mabilie, P. y Van Nieuwerburgh, S. (2023). "Affordable Housing and City Welfare". *Review of Economic Studies*, Vol. 90, pp. 293-330.
- Frankena, M. (1975). "Alternative Models of Rent Control", *Urban Studies*, Vol. 12, p. 303-308.

- Frieden, B.J. (1980). "Housing Allowances: An Experiment that Worked", *The Public Interest*, N° 59, Spring, pp. 15-35.
- Friedman, J. y Weinberg, D.H. (1982). *The Economics of Housing Vouchers*, Academic Press, New York.
- Gibbons, S. y Manning, A. (2006). "The Incidence of UK Housing Benefit: Evidence from the 1990s Reforms", *Journal of Public Economics*, Vol. 90, pp. 799-822.
- Glaeser, E.L. (2013). "Urban Public Finance", en Auerbach, A.J., Chetty, R., Feldstein, M. y E. Saez (eds.), *Handbook of Public Economics*, Vol. 5, North Holland, Amsterdam, pp. 195-256.
- Glaeser, E.L. y Gyourko, J. (2008). *Rethinking Federal Housing Policy*, American Enterprise Institute, Washington.
- Glaeser, E.L. y Luttmer, F.P. (2003). "The Misallocation of Housing under Rent Control", *American Economic Review*, Vol. 93, pp. 1027-1046.
- Green, R.K. y Malpezzi, S. (2003). *A Primer on U.S. Housing Markets and Housing Policy*, The Urban Institute, Washington.
- Greenwald, B. y Stiglitz, J.E. (1986). "Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, pp. 229-264.
- Gyourko, J. y Linneman, P. (1989). "Equity and Efficiency Aspects of Rent Control: An Empirical Study of New York City", *Journal of Urban Economics*, Vol. 26, pp. 54-74.
- (1990). "Rent Controls and Rental Housing Quality: A Note on the Effects of New York City's Old Controls", *Journal of Urban Economics*, Vol. 27, pp. 398-409.
- Hausman, J.A. y Wise, D.A. (1980). "Discontinuous Budget Constraints and Estimation: The Demand for Housing", *Review of Economic Studies*, Vol. 47, pp. 75-96.
- Igarashi, M. (1991). "The Rent-Vacancy Relationship in the Rental Housing Market", *Journal of Housing Economics*, Vol. 1, pp. 251-270.
- IGM Forum (2012). "Rent Control", Chicago Booth, Initiative on Global Markets Forum website.

- Hubert, F. (1993). "The Impact of Rent Control on Rents in the Free Sector", *Urban Studies*, Vol. 30, pp. 51-61.
- (1995). "Contracting with Costly Tenants", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 25, pp. 631-654.
- (2003). "Rent Control: Academic Analysis and Public Sentiment", *Swedish Economic Policy Review* Vol. 10, pp. 61-81.
- (2006). "The Economic Theory of Housing Tenure Choice", en Arnott, R. y D.P. McMillen (eds.), *A Companion to Urban Economics*, Blackwell Publishing, pp. 145-158.
- Jenkins, B. (2009). "Rent Control: Do Economists Agree?", *Econ Journal Watch*, Vol. 6, pp. 73-112.
- Klappholz, K. (1989). "Rent Control", en Eatwell, J., Milgate, M. y P. Newman (eds.), *The New Palgrave. Social Economics*, Macmillan, Londres, pp. 219-224.
- Kraft, J. y Kraft, A. (1979). "Benefits and Costs of Low Rent Public Housing", *Journal of Regional Science*, Vol. 12, pp. 309-317.
- Kraft, J. y Olsen, E.O. (1977). "The Distribution of Benefits from Public Housing", en Juster, F.T. (ed.) *The Distribution of Economic Well-Being*, N.B.E.R., Studies in Income and Wealth, Vol. 41, Cambridge, Mass., pp. 51-65.
- Krol, R. y Svorny, S. (2005). "The Effect of Rent Control on Commute Times", *Journal of Urban Economics*, Vol. 58, pp. 421-436.
- Laferrière, A. y Le Blanc, D. (2004). "How Do Housing Allowances Affect Rents? An Empirical Analysis of the French Case", *Journal of Housing Economics*, Vol. 13, pp. 36-67.
- Le Blanc, D. y Laferrière, A. (2001). "The Effect of Public Social Housing on Households' Consumption in France", *Journal of Housing Economics*, Vol. 10, pp. 429-455.
- (2006). "Housing Policy: Low-Income Households in France", en Arnott, R.J. y D.P. McMillen (eds.), *A Companion to Urban Economics*, Blackwell Publishing, pp. 159-178.
- Lindbeck, A. (1967). "Rent Control as an Instrument of Housing Policy" en Nevitt, A.A. (ed.), *The Economic Problems of Housing*, Macmillan, Londres, pp. 53-72.

- (1971). *The Political Economy of the New Left: An Outsider's View*, Harper and Row, New York.
- Linneman, P. (1987). "The Effect of Rent Control on the Distribution of Income among New York City Renters", *Journal of Urban Economics*, Vol. 22, pp. 14-34.
- López García, M.A. (2023a). "Controles de alquileres", *Hacienda Pública Española-Review of Public Economics*, núm. 246, pp. 165-206.
- (2023b). "Subsidios a la vivienda para los hogares de renta baja: un panorama", *Investigaciones Regionales-Journal of Regional Research*, de próxima aparición.
- Lowry, I.S. (1982). *Experimenting with Housing Allowances. The Final Comprehensive Report of the Housing Assistance Supply Experiment*, Rand Corporation, Santa Monica, California.
- MacLennan, D. (1982). *Housing Economics*, Longman, Londres.
- Malpezzi, S. (2008). "Rent Control", en Durlauf, S.N. y L.E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, London.
- Maynard, A. (1983). "The Economics of Housing", en Gowland, D.H. (ed.), *Modern Economic Analysis*, 2, Butterworths, Londres, pp. 223-236.
- Mayo, S.K. (1986). "Sources of Inefficiency in Subsidized Housing Programs: A Comparison of U.S. and German Experience", *Journal of Urban Economics*, Vol. 20, pp. 229-249.
- McDonald, J.F. y McMillen, D.P. (2011). *Urban Economics and Real Estate*, Wiley, Hoboken, New Jersey, 2ª ed.
- Mense, A., Michelsen, C. y Kholodilin, K. (2019). "The Effects of Second-Generation Rent Control on Land Values", *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 109, pp. 385-388.
- Micheli, M. y Schmidt, T. (2015). "Welfare effects of rent control - A comparison of redistributive policies", *Economic Modelling*, Vol. 48, pp. 237-247.
- Moon, C.G. y Stotsky, J.G. (1993). "The Effect of Rent Control on Housing Quality Change: A Longitudinal Analysis", *Journal of Political Economy*, Vol. 101, pp. 1114-1148.

- Munch, J.R. y Svarer, M. (2002). "Rent Control and Tenancy Duration", *Journal of Urban Economics*, Vol. 52, pp. 542-560.
- Murray, M.P. (1975). "The Distribution of Tenant Benefits in Public Housing", *Econometrica*, Vol. 43, pp. 771-788.
- (1980). "Tenant Benefits in Alternative Federal Housing Programmes", *Urban Studies*, Vol. 17, pp. 25-34.
- Muth, R.F. (1973). *Public Housing: An Economic Evaluation*, American Enterprise Institute, Washington.
- Nagy, J. (1995). "Increased Duration and Sample Attrition in New York City's Rent Controlled Sector", *Journal of Urban Economics*, Vol. 38, pp. 127-137.
- (1997). "Do Vacancy Decontrol Provisions Undo Rent Control?", *Journal of Urban Economics*, Vol. 42, pp. 64-78.
- Olsen, E.O. (1972). "An Econometric Analysis of Rent Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 80, pp. 1081-1100.
- (1982). "Housing Programs and the Forgotten Taxpayer", *The Public Interest*, núm. 66, Winter, pp. 97-109.
- (1983). "The Role of Government in the Housing Sector", en Giersch, H. (ed.), *Reassessing the Role of Government in the Mixed Economy*, J.C.B. Mohr, Tübingen, pp. 199-224.
- (1987). "The Demand and Supply of Housing Service: A Critical Survey of the Empirical Literature", en Mills, E.S. (ed.), *Handbook of Regional and Urban Economics*, Vol. 2, North Holland, Amsterdam, pp. 989-1022.
- (1988a). "Economics of Rent Control", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 28, pp. 673-678.
- (1988b). "What Do Economists Know about the Effect of Rent Control on Housing Maintenance?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 1, pp. 295-307.
- (2003). "Housing Programs for Low-Income Households", en Moffit, R. (ed.), *Means-Tested Transfer Programs in the United States*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press.
- (2008). "Low-Income Housing Policy", en Durlauf, S.N. y Blume, L.E. (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2ª ed., Palgrave Macmillan, Londres.

- Olsen, E.O. y Barton, D.M. (1983). "The Benefits and Costs of Public Housing in New York City", *Journal of Public Economics*, Vol. 20, pp. 299-332.
- Olsen, E.O. y Zabel, J.E. (2015). "US Housing Policy", en Duranton, G., Vernon Henderson, J. y W. Strange (eds.) *Handbook of Regional and Urban Economics*, Vol. 5B, North Holland, Amsterdam, pp. 887-986.
- Rosen, H.S. (1985a). "Housing Subsidies: Effects on Housing Decisions, Efficiency and Equity", en Auerbach, A.J. y M. Feldstein (eds.), *Handbook of Public Economics*, Vol. 1, North Holland, Amsterdam, pp. 375-420.
- (1985b). "Housing Behavior and the Experimental Housing-Allowance Program: What Have We Learned", en Hausman J.A. y Wise, D.A. (eds.), *Social Experimentation*, National Bureau of Economic Research Conference Report. University of Chicago Press, Chicago, pp. 55-75.
- Rosen, K.T. y Smith, L.B. (1983). "The Price-Adjustment Process for Rental Housing and the Natural Vacancy Rate", *American Economic Review*, Vol. 73, pp. 779-786.
- Schreiber, A.F. y Clemmer, R.B. (1982). *Economics of Urban Problems. An Introduction*, 3ª ed., Houghton, Boston.
- Sims, D.P. (2007). "Out of Control: What Can We Learn from the End of Massachusetts Rent Control?", *Journal of Urban Economics*, Vol. 6, pp. 129-151.
- Smith, L.B., Rosen, K.T. y Fallis, G. (1988). "Recent Developments in Economic Models of Housing Markets", *Journal of Economic Literature*, Vol. 26, pp. 29-64.
- Susin, S. (2002). "Rent Vouchers and the Price of Low-Income Housing", *Journal of Public Economics*, Vol. 83, pp. 109-52.
- Turner, B. y Malpezzi, S. (2003). "A Review of Empirical Evidence on the Costs and Benefits of Rent Control", *Swedish Economic Policy Review*, Vol. 10, pp. 11-56.
- Urban Law Journal (1981). "Public Housing: The Experimental Housing Allowance Program", Vol. 21, pp. 350-363.
- Venti, S.F. y Wise, D.A. (1984). "Moving and Housing Expenditure: Transaction Costs and Disequilibrium", *Journal of Public Economics*, Vol. 23, pp. 207-234.

- Weicher, J.C. (1979). "Urban Housing Policy", en Mieszkowsky, P. y M. Straszheim (eds.), *Current Issues in Urban Economics*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, pp. 469-508.
- Weiss, E. (1995). "Rent Control and General Equilibrium", *Journal of Urban Economics*, Vol. 4, pp. 264-290.
- Whitehead, C.M.E. (1999). "Urban Housing Markets: Theory and Policy", en Cheshire, P. y E.S. Mills (eds.), *Handbook of Regional and Urban Economics*, Vol. 3, North Holland, Amsterdam, pp. 1559-1594.

Capítulo 10

EL CONTROL DE ALQUILERES: CONTEXTO INTERNACIONAL

Konstantin A. Kholodilin

DIW Berlin

<https://orcid.org/0000-0001-7165-0228>

El control de alquileres es un instrumento de la política social cuyo objetivo es la protección de los inquilinos de las subidas de los precios de alquiler que disminuyen la asequibilidad de la vivienda. Este es un ejemplo de la política restrictiva que cuesta poco dinero al gobierno, pero impone prohibiciones a los propietarios de las viviendas. El control de alquileres tiene una historia muy larga que comienza hace más de dos mil años. Además, es una política que ha sido aplicada casi por todos los países. Según los estudios empíricos el control de alquileres es como norma general bastante efectivo para alcanzar su objetivo declarado, o sea el enfrenamiento de la subida de los precios de alquiler. Sin embargo, tiene también varios efectos colaterales (por ejemplo, la reducción de la construcción nueva, la bajada de la movilidad y la disminución de la calidad de las viviendas controladas) que no son socialmente deseables.

Resumen

El control de alquileres es uno de los numerosos instrumentos de la política social. El objetivo del control de alquileres consiste en la protección de los inquilinos de las subidas de los precios de alquiler que disminuyen la asequibilidad de la vivienda. Este es un ejemplo de la política restrictiva que cuesta poco dinero al gobierno, pero impone prohibiciones a los propietarios de las viviendas. El control de alquileres tiene una historia muy larga y movida que comienza hace más de dos mil años en la Roma antigua. La primera aplicación documentada de esta política en España data de 1254 cuando fue fundada la Universidad de Salamanca, cuyo estatuto protegía a los escolares de las subidas de los alquileres. Luego hubo varios episodios del control de alquileres más, de los cuales el

más importante es la restricción de los precios de alquiler en Madrid que duró casi tres siglos, desde 1564 hasta 1842. A partir de la Primera Guerra Mundial esta política llegó a ser muy usada: casi todos los países experimentaron con el control de alquileres, algunos durante casi todo el siglo XX. Al principio se afirmaba que iba a ser una solución temporal pero luego se convertiría en algo permanente. No obstante, pasó por varias transformaciones. La mayor parte de los economistas distinguen entre dos generaciones del control de alquileres. La primera generación fue la más dura e inflexible. Ella significaba la congelación de los precios de alquiler a un nivel constante: por ejemplo, el precio que se pagaba antes de un acontecimiento importante (la guerra, revolución o una catástrofe natural). Los propietarios no podían aumentar el precio. Solo el estado podía ordenarles de vez en cuando un ajuste de los alquileres, incluso una bajada. A finales de los años 1960 se introdujo la segunda generación del control de alquileres. Esta permitía establecer el precio al nivel de mercado a la hora de concluir el contrato de alquiler, pero prohibía el aumento del alquiler por encima de la tasa de crecimiento del coste de vida general. Durante los años 1970 y 1990 muchos países europeos pasaron de la primera a la segunda generación o desmantelaron el control de alquileres. Sin embargo, todavía hay varios países, sobre todo en África, Asia y América Latina que conservan la primera generación del control de alquileres. Aunque en muchos casos se trata de una medida que pocos conocen y muchos no respetan. Después de la Gran Recesión de 2008 empezó la subida del coste de vivienda que tocó a muchas grandes ciudades en todo el mundo. Los gobiernos reaccionan reintroduciendo y fortaleciendo el control de alquileres. Según los estudios empíricos el control de alquileres es como norma general bastante efectivo para alcanzar su objetivo declarado, o sea el enfrenamiento de la subida de los precios de alquiler. Sin embargo, tiene también varios efectos colaterales (por ejemplo, la reducción de la construcción nueva, la bajada de la movilidad y la disminución de la calidad de las viviendas controladas) que no son socialmente deseables.

1. INTRODUCCIÓN

El control de alquileres es una política muy antigua, cuya historia comienza hace más de dos mil años. Además, es una política que ha sido aplicada en la mayor parte de los países. Casi no hubo ningún país en el mundo que no ha experimentado con el control de alquileres por lo menos durante un periodo corto. Por regla general, las zonas urbanas casi desde su aparición se caracterizan

por una escasez crónica de viviendas asequibles. Bastan choques relativamente pequeños de demanda (por ejemplo, el aumento de la inmigración), de oferta (destrucción de las viviendas por un terremoto o guerra o aun una cesión de construcción por un par de años), de condiciones generales de la economía (una subida de inflación o reducción de ingresos reales) o de un cambio de las políticas (una subida de los impuestos) para que la situación se vuelva insoportable, especialmente para los hogares con ingresos bajos o modestos. Dado que la oferta de viviendas está fija por arriba en el corto plazo, ella no puede enseguida ajustarse al incremento de la demanda, lo que significa que los precios de vivienda suben para restaurar el equilibrio entre la demanda y oferta, incrementando la carga de alquiler (la proporción del coste de alquiler en los ingresos totales del hogar). Junto con el hecho de que el número de hogares que alquilan está especialmente elevado en las ciudades esto crea problemas socioeconómicos bastante graves y un riesgo no despreciable de las tensiones sociales.

A menudo, esto ha llevado a los gobiernos a intervenir y restringir la libertad de mercado. Cuando los precios de alquiler suben, se elevan las voces que acusan a los propietarios de explotar el supuesto fallo del mercado y de fijar alquileres especulativos. En estos casos el gobierno por lo menos teóricamente asume el papel de árbitro imparcial, pues fija los llamados alquileres justos, reduce los alquileres e incluso exime a los inquilinos del pago de los alquileres. Esta política como cualquiera otra tiene sus méritos y desventajas.

En este artículo vamos a definir primero la política del control de alquileres en la sección 2, donde además presentaremos varias tipologías del control de alquileres que se usan en la literatura. Luego en la sección 3 se tratará de la larga historia del control de alquileres desde la Antigüedad hasta la época contemporánea. En la sección 4 se discutirán los efectos de esta política. La sección 5 concluirá este artículo.

2. DEFINICIÓN Y TIPOLOGÍA DEL CONTROL DE ALQUILERES

El control de alquileres es una política que impone restricciones al nivel y tasa de crecimiento de los precios de alquiler. Así, por un lado, se puede establecer el valor máximo del precio de alquiler a la hora de concluir el contrato de arrendamiento. Por otro lado, el gobierno puede prohibir completamente las subidas de alquileres por los propietarios o imponer una tasa máxima de crecimiento. Estas dos condiciones pueden ser aplicadas separadamente o pueden ser combinadas.

Tabla 1. Tipologías alternativas del control de alquileres.

Blumberg et al. (1974); Arnott (1995)	Arnott (2003)	Hubert (2003)	Lind (2001)
Primera generación: los alquileres se congelan en un determinado nivel	Primera generación: congelación de los alquileres, con ajustes al alza quizá intermitentes que sólo compensan parcialmente la inflación	Modelo de transferencia: el alquiler que se puede cobrar legalmente por una vivienda se fija por debajo del alquiler de mercado, normalmente a su nivel histórico. El inquilino no puede ser desahuciado salvo por una serie limitada de motivos. La cobertura de la normativa es sólo parcial, por ejemplo, el parque existente, determinadas regiones, ciertos tipos de viviendas o contratos de arrendamiento antiguos	Tipo A: regulación débil de los alquileres en función de los costes de transacción — Protección de un inquilino titular contra alquileres superiores a los del mercado
Segunda generación: el alquiler inicial se fija al nivel del mercado, pero los aumentos de alquiler están limitados y relacionados con la tasa de inflación	Segunda generación: los alquileres pueden aumentarse anualmente en un determinado porcentaje de forma automática, y contienen disposiciones suplementarias que permiten aumentar aún más los alquileres de forma discrecional	Tenencia regulada: las leyes ofrecen al inquilino una seguridad de tenencia considerable (obligatoria). La actualización del alquiler durante el plazo está regulada, pero hay pocas o ninguna restricción sobre el alquiler inicial. La legislación pretende ser permanente y casi exhaustiva en su cobertura	Tipo B: fuerte regulación de los alquileres en función de los costes de transacción — Protección de los inquilinos titulares frente a determinados tipos de aumentos de los alquileres de mercado
	Tercera generación: los aumentos de los alquileres se controlan dentro de un arrendamiento, pero no se restringen entre arrendamientos		Tipo C: regulación de los alquileres relacionada con el monopolio — Protección de todos los inquilinos frente a alquileres superiores a los del mercado
			Tipo D: suavización de los cambios en los alquileres de mercado — Regulación de alquileres relacionada con grandes subidas repentinas
			Tipo E: protección de todos los inquilinos contra determinados tipos de aumentos de los alquileres de mercado — Regulación de los alquileres relacionada con la segregación

Durante sus largos años de existencia el control de alquileres ha sufrido varias transformaciones respondiendo a los cambios socioeconómicos e institucionales al nivel mundial y nacional. Por lo tanto, hace falta adoptar una tipología para poder mejor comprender la evolución a largo plazo y las diferencias internacionales. Hasta ahora han sido desarrolladas por lo menos cuatro tipologías que se puede encontrar en la tabla 1. La tipología más antigua distingue entre la primera y la segunda generación de control de alquileres (Blumberg et al., 1974; Arnott, 1995).

La primera generación implica una dura congelación de los alquileres, cuando estos se fijan en un nivel determinado, mientras que en la segunda generación, más suave, el alquiler inicial se fija generalmente en el nivel de mercado, pero su tasa de crecimiento está vinculada a una medida de los costes de vida o de construcción. A veces, se distingue una tercera generación de control de alquileres en la que los aumentos de alquiler se controlan dentro de un arrendamiento, pero no se restringen entre arrendamientos (Arnott, 2003).

Además, existen otras tipologías de regímenes de control de alquileres. Hubert (2003) de forma similar a Arnott (2003) distingue entre dos tipos de control de alquileres. Pero su clasificación tiene en cuenta no sólo la fijación y el ajuste de los alquileres, sino también la protección contra el desahucio y la aplicabilidad temporal/espacial del control de los alquileres. Lind (2001) ofrece una clasificación muy compleja que distingue entre cinco tipos del control. Estas clases difieren en el alcance de la protección (inquilinos que ya ocupan las viviendas o todos los inquilinos) y en los tipos de los precios alquiler contra los que protegen (alquileres superiores a los de mercado o formas específicas de aumento de los alquileres). La primera clasificación no siempre refleja la realidad y la segunda puede resultar demasiado intrincada para su aplicación práctica. Tal vez por estas razones las dos clasificaciones del control de alquileres no se usan mucho en la práctica. La mayor parte de los investigadores prefiere la tipología más sencilla de las generaciones del control de alquileres.

3. LA HISTORIA DEL CONTROL DE ALQUILERES

3.1. El control de alquileres antes del siglo XX

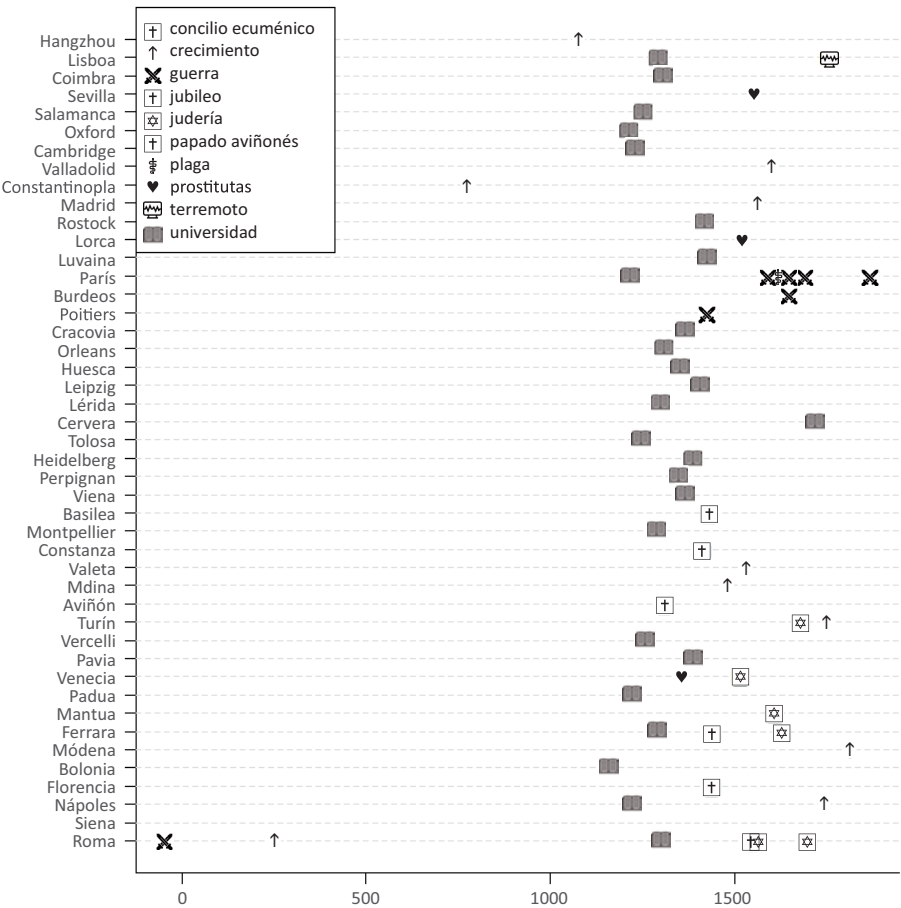
La historia del control de alquileres se remonta hasta hace más de 2000 mil años como nos muestra la figura 1. Las primeras regulaciones documentadas

del mercado de alquiler de viviendas se conocen a partir de los años 40 a.C. (Rosillo-López, 2022). Primero, en el año 49 a.C., se implantó la cancelación de alquileres en la pequeña ciudad de Ostia, cerca de Roma (Rosillo-López, 2022, p. 182). Más tarde, Julio César redujo durante un año todos los precios de alquiler hasta 2000 sestercios en Roma y hasta 500 sestercios en otros lugares de Italia (Rosillo-López, 2022, p. 38). Fue una medida bastante radical, ya que era muy difícil encontrar las viviendas tan baratas por aquel entonces.

Luego el control de alquileres ha sido aplicado en la China meridional entre los siglos X y XIII bajo la dinastía Song; durante la existencia del gueto judío en los Estados Pontificios; en la Francia medieval; en Malta y en España desde el siglo XVI hasta el siglo XIX; inmediatamente después del terremoto de 1755 en Portugal; en el Reino de Cerdeña y Ducado de Módena a principios del siglo XIX; así como en París durante la guerra franco-prusiana de 1870-1871 (Willis, 1950; Kholodilin, 2024b). En todos los casos fue una crisis grave del mercado de vivienda que forzó al gobierno a introducir el control de alquileres. Pero las razones de estas crisis fueron distintas. En los casos de Hangzhou, Roma, Poitiers, Malta y Madrid fue el crecimiento de la población muy rápido causado por la inmigración fuerte. Por ejemplo, Madrid en el siglo XVI pasó de ser una ciudad pequeña e insignificante a una capital de un imperio enorme, lo que resultó en el crecimiento de su población de forma explosiva. La construcción no ha podido seguir el ritmo de la población lo que provocó un aumento significativo de los precios de alquiler. La fundación de las universidades entre el siglo XII y el siglo XVIII también ha sido acompañada por el influjo en las localidades correspondientes de centenas o miles de personas desde el exterior. Las universidades junto con las municipalidades tuvieron que fijar los “alquileres justos” para que los escolares no fueran perjudicados por la subida de los precios. Otra razón fue la destrucción masiva de las viviendas por las fuerzas naturales (el terremoto de Lisboa) o las guerras (la comuna de París).

Hay ciertas características comunes al control de alquileres aplicado antes de la Primera Guerra Mundial. Primero, en todos los casos la política ha sido el control de alquileres de la primera generación: los gobiernos congelaban o bajaban los precios. Segundo, estas políticas tenían una esfera geográfica de aplicación muy restringida: se aplicaban como regla general en una sola ciudad o incluso en un solo barrio.

Figura 1. Cronología de los episodios tempranos del control de alquileres.



Nota: El eje horizontal representa el tiempo, mientras que el eje vertical representa las ciudades que introdujeron el control de alquileres.

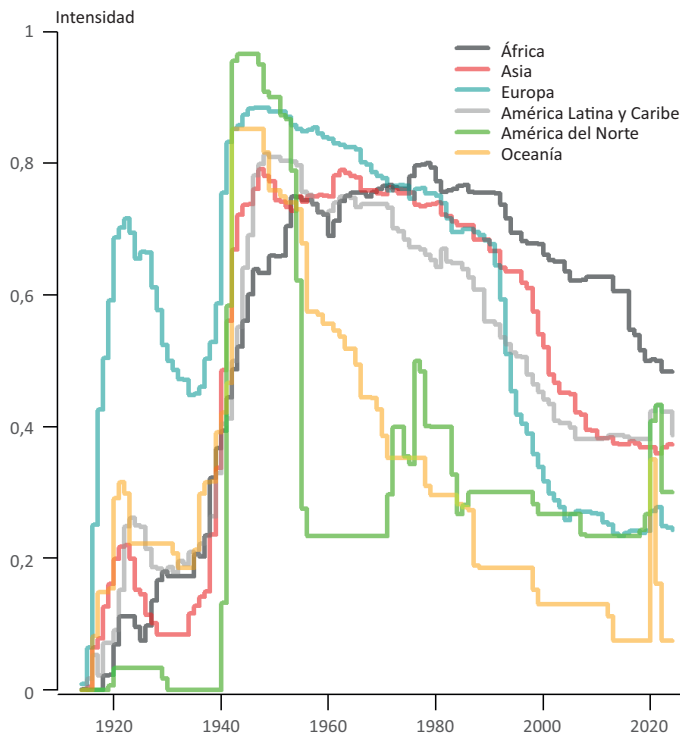
3.2. El control de alquileres desde la Primera Guerra Mundial hasta ahora

La política del control de alquileres se generalizó mucho y a gran escala durante la Primera Guerra Mundial (Kholodilin, 2020). Desde 1914, prácticamente todos los países, en algún momento, se han acogido al control de alquileres, a veces abarcando todo un país, a menudo combinándolo con la protección contra el desahucio y el racionamiento de viviendas¹. Así el control de alquileres se convirtió en una medida universal a una escala nunca vista antes. Los cambios de la política del control de alquileres pueden representarse de forma clara y compacta con la ayuda de un índice de su intensidad. Este índice tiene en cuenta varios aspectos de la política: si los precios del alquiler están congelados nominal (cuando el valor nominal del precio está fijo) o realmente (cuando el valor real del alquiler está fijo, pero el valor nominal puede ser ajustado a la inflación), si el precio de alquiler está fijado por alguna entidad (gobierno, tribunal o un consejo de arbitraje compuesto de representantes de los inquilinos y de los propietarios) o libremente por las partes del contrato, si hay algunas excepciones del control (por ejemplo, viviendas nuevas o de lujo). Este aspecto se mide con un índice binario, donde 1 significa que hay una medida correspondiente en favor de los inquilinos, y 0 que esta medida no rige. El valor promedio de estos índices binarios en un cierto país y año nos da una medida aproximada del grado de protección de los inquilinos respecto a las subidas de los precios de alquiler. La figura 2 muestra la intensidad del control de alquileres por continentes entre 1910 y 2022.

Se ve que hubo varias oleadas de la intensidad del control de alquileres, sobre todo asociadas con las dos guerras mundiales. Durante estos dos periodos muchos países se encontraron delante los problemas graves. Los que participaron en estas guerras han sufrido pérdidas humanas y económicas, así como han visto las destrucciones masivas de sus parques de viviendas, por un lado, y migraciones, por otro lado. Por ejemplo, Alemania perdió una gran parte de sus viviendas a causa de los bombardeos de aliados, mientras que millones de alemanes étnicos tuvieron que refugiarse en lo que quedo de Alemania. Sin embargo, aún en los países que no participaron directamente en la guerra hubo problemas en el

¹ El racionamiento de viviendas es un conjunto de medidas cuyo objetivo es de utilizar de una forma más eficaz posible el escaso parque de viviendas. Los ejemplos de estas medidas incluyen las prohibiciones de derribar las viviendas, juntar varias viviendas pequeñas para transformarlas en una más grande, convertir las viviendas en alquiler de largo plazo en las viviendas propias o alquiladas por día.

Figura 2. Intensidad del control de alquileres por continente.



mercado de vivienda. A causa de las acciones militares hubo interrupciones en las cadenas de producción y transporte resultando en el déficit y subida de los precios de los materiales de construcción.

También hubo factores específicos para países y continentes distintos que produjeron diferencias en las dinámicas del control de alquileres. Los picos de la intensidad del control de alquileres tienen lugar en momentos diferentes: en Europa, América del Norte y Oceanía, la mayor intensidad del control de alquileres se alcanza en la década de 1940, en América Latina y el Caribe (ALC) se logra en la década de 1950, mientras que en África y Asia se observa en la década de 1970.

Otra cosa importante que podemos observar en el gráfico es la asimetría entre la introducción de la regulación y su revocación. Normalmente el control de alquileres se introduce de manera rápida, sobre todo si ya ha sido aplicado en el pasado. Sin embargo, la desregulación es un proceso muy lento y complicado, ya que ciertos grupos de la población se acostumbran a este control y lo consideran como un

atributo integral e indispensable de su vida. Los gobiernos tienen que superar una resistencia feroz de los inquilinos para revocar al control de alquileres.

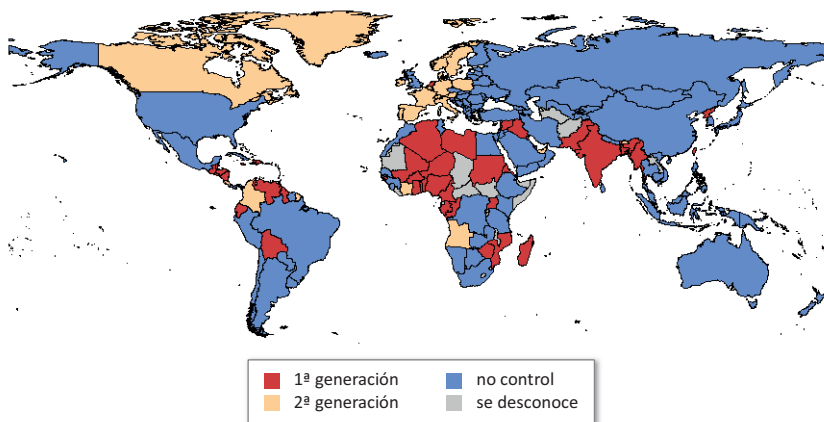
Además, Europa y Oceanía experimentaron una intensidad superior a la media mundial en la primera mitad del siglo XX, ALC entre 1950 y 1980 y de nuevo a partir de finales de la década de 1990, África entre la década de 1960 y la actualidad, mientras que Asia entre 1980 y la década de 2000. Así pues, Europa fue la primera en introducir el control de los alquileres y en relajarlo, mientras que África y ALC van a la zaga de otros continentes. Esto es especialmente cierto en el caso de África, donde el control de los alquileres sigue teniendo una intensidad muy elevada. Esto está relacionado con la transición del control de alquileres de primera generación al control de alquileres de segunda generación o a su completa eliminación.

Sería oportuno mencionar aquí el hecho de que, como cada medida aproximada, el índice de la intensidad del control de alquileres no está exento de ciertos problemas. El mide la intensidad del control indicada en la ley, pero no el grado de su implementación real. Sabemos muy bien que la letra de la ley puede ser una letra muerta. En muchos casos las regulaciones no se cumplen, o bien porque los participantes del mercado encuentran maneras de eludir las leyes, o bien porque la gente no está informada de las leyes. Este último es sobre todo el caso de América Latina y de África, donde la regulación de los precios de alquiler es muy estricta, pero en realidad no se cumple.

La figura 3 muestra la aplicación del control de alquileres inmediatamente antes de la pandemia del Covid-19, como una especie de foto instantánea de la situación en un periodo de “normalidad”. El color azul corresponde a los países que dejaron de aplicar el control de alquileres. Los países dibujados en color rojo son los que todavía utilizan el control de alquileres de la primera generación, mientras que los dibujados en amarillo son los que pasaron al control de la segunda generación.

Europa fue la primera en introducir la segunda generación de control de alquileres, más flexible, a principios de los años setenta. A principios de los 1990, el número de países europeos con control de alquileres de segunda generación superaba al de los países con control de alquileres de primera generación. A ello contribuyó, en cierta medida, la transición de los antiguos países socialistas a economías de mercado. A finales de la década de 1970 se introdujo el control de alquileres de segunda generación en ALC, a finales de la década de 1990 en

Figura 3. Existencia del control de alquileres.



Asia, y sólo en la década de 2010 en África. Oceanía no tuvo control de alquileres de segunda generación y pasó directamente a un mercado libre, mientras que en África y ALC sigue habiendo más países con control de alquileres de primera generación que con la segunda.

A mediados de la década de 2010 se inició una nueva oleada del aumento de la regulación. Así, Alemania introdujo en 2015 la llamada *Mietpreisbremse* (freno al alquiler), mientras que Francia implantó en 2018 una regulación semejante conocida como el *encadrement des loyers*. En ambos casos, hubo que determinar zonas especiales con mercados inmobiliarios restringidos (una especie de zonas de presión del alquiler), en las que los alquileres iniciales se anclaron a alguna medida de los alquileres comparables subidos en el mismo barrio por viviendas similares, mientras que los aumentos de alquiler consiguientes están sujetos a restricciones. Por ejemplo, en Alemania, en los mercados de vivienda ajustados, el precio de alquiler inicial no puede superar el 110% del precio típico para este tipo de vivienda y este barrio, mientras que los aumentos anuales de los alquileres no pueden superar el 4,8%. En 2016 en Irlanda se introdujo la noción de zonas de presión del alquiler (*rent pressure zones*) como áreas con alquileres de vivienda elevados y en rápido crecimiento. En concreto para identificar un municipio con zona de presión de alquiler se aplican dos criterios: 1) la tasa anual de aumento del alquiler medio supera el 7% en cada uno de al menos 4 de los últimos 6 trimestres, y 2) el alquiler medio del último trimestre es superior al alquiler medio nacional.

En aquellas zonas los alquileres iniciales deben fijarse de forma que fueran iguales a los valores de alquiler de viviendas de tamaño, tipo y carácter similares a la vivienda y situadas en una zona comparable a aquella en la que se encuentra. Se prohíben los alquileres que superen dicho nivel.

En el mismo año Escocia introdujo una normativa inspirada en la adoptada en Irlanda. En concreto, introdujo dos salvaguardias principales. En primer lugar, se concedió a los inquilinos preocupados por el crecimiento excesivo de los precios la opción de solicitar una revisión formal a un responsable de alquileres. En segundo lugar, se establecieron zonas de presión de los alquileres como medio de aplicar limitaciones a los aumentos de los alquileres en toda la zona, vinculadas a las tasas de inflación. Una vez aprobadas, las subidas anuales del alquiler (excluida la fijación inicial del alquiler) se limitarían a un aumento de referencia indexado basado en el IPC, que puede describirse mediante la siguiente fórmula $IPC + 1 + x \%$, donde IPC significa la tasa de crecimiento del IPC y x es algún valor discrecional fijado por el ministro escocés. El estatus de zona de presión del alquiler se mantendría vigente durante un periodo de cinco años.

En 2019 algunos estados de los EE. UU. se han unido a la tendencia casi general. Ellos han introducido medidas nuevas o reforzadas para limitar los aumentos del precio del alquiler. Por ejemplo, en febrero de 2019, las autoridades del estado de Oregón (EE. UU.) impusieron límites máximos a los aumentos de los alquileres de la tasa de crecimiento del índice de precios al consumo (IPC) más el 7%. En junio de 2019, en Nueva York, se introdujeron varias medidas para mejorar la regulación de los alquileres, incluida la eliminación del descontrol de vacantes, que antes era posible, si los precios de alquiler de una vivienda o los ingresos del inquilino que alquilaba superaban determinados umbrales.

En febrero de 2020, se introdujo en Berlín (Alemania) el llamado *Mietendeckel* (literalmente “tapa de alquiler”), que supone la congelación de los alquileres durante los próximos cinco años y prevé incluso la posibilidad de reducirlos en caso de que se consideren demasiado elevados. Sin embargo, el 25 de marzo de 2021, el Tribunal Constitucional alemán abolió la congelación de los alquileres alegando que viola la división de competencias entre el gobierno nacional y los estados federales y dado que ya se han tomado medidas suficientes (por ejemplo, la reforma de las ayudas a la vivienda) para proteger a los inquilinos frente a los aumentos de los alquileres. Durante las elecciones al Bundestag de septiembre de 2021 se debatió la posibilidad de ampliar la congelación de los alquileres a toda Alemania. Sin embargo, estos debates no condujeron a ninguna aplicación.

El caso de España también es sumamente interesante. Así, en Cataluña (España), en septiembre de 2020, se promulgó una ley que limitaba los alquileres iniciales de las viviendas cuya superficie no superase los 150 m² situadas en zonas con un mercado inmobiliario tenso al alquiler de referencia pagado por viviendas similares en el vecindario. Simultáneamente, los incrementos de los alquileres se vincularon al ya mencionado índice de garantía de competitividad que mide el diferencial entre la inflación de los precios al consumo en España con respecto a la Unión Monetaria Europea. Al parecer, esta normativa se vio influida en gran medida por el denominado freno al alquiler (*Mietpreisbremse*) introducido en Alemania en 2015. Sin embargo, en marzo de 2022, la ley catalana de control de alquileres fue revocada por el Tribunal Constitucional español por inconstitucional, dado que es competencia del gobierno nacional y no de la comunidad autónoma adoptar normas que regulen las obligaciones contractuales. No obstante, en mayo de 2023 se adoptó en España una normativa similar a nivel nacional. La ley prevé la identificación de las zonas de mercado residencial tensionado como áreas en las que existe un riesgo especial de insuficiencia de oferta de vivienda para la población residente. Se utilizan dos criterios para determinar la elegibilidad de una zona para el estatus de mercado residencial tensionado: 1) la carga media del coste de la hipoteca o alquiler en el presupuesto familiar más los gastos básicos, supera el 30% de la renta media o de los ingresos medios de los hogares; 2) el precio de compra o alquiler de la vivienda ha experimentado en los 5 años anteriores a la declaración como zonas de mercado residencial tensionado, un crecimiento acumulado de al menos 3 puntos porcentuales superior al crecimiento acumulado del índice de precios al consumo de la comunidad autónoma correspondiente. En estas zonas se aplica tanto un control de alquileres más estricto como protecciones contra el desahucio.

El principio de la década de 2020 estuvo marcado por una serie de las crisis que se sucedieron casi ininterrumpidamente: la pandemia de Covid-19, la crisis energética y la guerra de Ucrania. Todas las tres contribuyeron al empeoramiento de la situación ya precaria de muchos inquilinos. La pandemia de Covid-19 que estalló en diciembre de 2019 en China y luego se extendió rápidamente al resto del mundo representó un *shock* de demanda negativo para el mercado de la vivienda (Kholodilin, 2021). El poder adquisitivo de inquilinos y propietarios disminuyó, lo que redujo drásticamente su capacidad para pagar sus alquileres y hacer frente a sus deudas hipotecarias.

Para frenar la propagación del virus, los gobiernos de muchos países han impuesto cuarentenas y aislamiento social. Estas medidas afectaron a muchas industrias, especialmente las que sirven directamente a los consumidores, como el comercio minorista, el transporte aéreo y los servicios. Los empleados y propietarios de pequeñas empresas son especialmente sensibles a las drásticas reducciones de la demanda. A diferencia de las personas con rentas bajas, que suelen estar cubiertas por la seguridad social (como las prestaciones por desempleo y los subsidios de vivienda) o los empleados del sector público, cuyos salarios no son cíclicos, las personas con rentas medias-bajas empleadas en el sector privado son las más sujetas a las fluctuaciones de la demanda. Por lo tanto, sus ingresos disminuyeron, lo que hizo que estas personas no pudieran pagar el alquiler de la vivienda en el caso de los inquilinos y servir sus préstamos hipotecarios en el caso de los propietarios con hipoteca. Los retrasos en los pagos forman parte de las pocas razones justificadas que permiten a los propietarios desahuciar a sus inquilinos. Así pues, dado que las medidas de aislamiento duraron varios meses, el riesgo de que un gran número de inquilinos y propietarios de viviendas sean desahuciados era muy alto.

Ante estas amenazas, los gobiernos de varios países empezaron a buscar formas de amortiguar su impacto. Se recurrió a cuatro medidas de protección: protección de los inquilinos frente al desahucio, desgravación hipotecaria, congelación de los alquileres y subvenciones al alquiler. Sólo en 24 países se introdujeron o planearon topes al alquiler. Algunos gobiernos han prohibido el aumento de los alquileres durante el estado de emergencia. A veces incluso se preveía una reducción de los alquileres (Grecia en un 40%, mientras que Costa Rica y España en un 50 %). En casos extremos, se suspendió por completo el pago de los alquileres (Gabón, Nepal y Venezuela). Entre los países que han aplicado este tipo de políticas se encuentran Albania, Argelia, Argentina, Australia, Bolivia, Canadá, Colombia, Costa Rica, Chequia, Ecuador, España, Estados Unidos, Etiopía, Gabón, Grecia, Guinea, Irlanda, Costa de Marfil, Luxemburgo, Nepal, Nueva Zelanda, Omán, Panamá y Venezuela. La congelación de los alquileres a veces se diferenciaba según el tamaño del propietario. En España, por ejemplo, los alquileres se redujeron o suspendieron sólo con los grandes arrendadores (con más de diez apartamentos o superficies construidas de más de 1500 m²). Los pequeños propietarios quedaron exentos del control de alquileres. La congelación también podía aplicarse a grupos específicos de inquilinos. Por ejemplo, en Nepal estaba previsto eximir del pago de alquileres sólo a las personas “que trabajan en diversos sectores no organizados”.

El conflicto entre Rusia y Ucrania, que ha llevado ocho años de fase latente, se convirtió en una guerra abierta en febrero de 2022. Ha tenido un impacto notable en las economías de varios países, cortando las cadenas comerciales e intensificando las subidas de precios que comenzaron en 2021. El impacto en el mercado inmobiliario de los países en guerra y más allá ha sido especialmente grave debido a las oleadas migratorias masivas. Desde Ucrania, millones de refugiados han acudido principalmente a Europa. Cientos de miles de rusos disconformes con las políticas estatales también han abandonado el país y se han precipitado al extranjero. Como consecuencia, la demanda de vivienda se ha disparado en las ciudades donde se han encontrado refugiados y retornados. Por ejemplo, los alquileres se han multiplicado varias veces en la capital serbia Belgrado (Antonijevic, 2023). Trojanek and Gluszak (2022) demostraron que la afluencia de inmigrantes ucranianos en las primeras semanas provocó un aumento estadísticamente significativo de los alquileres en las principales ciudades de Polonia, sin afectar, no obstante, a los precios de compra de las viviendas.

Ante estos choques varios países están reforzando su control de alquileres, como en España que en mayo de 2023 ha adoptado una regulación similar a la ley catalana de 2020-2022 a nivel nacional. Otros países están planeando hacerlo. Por ejemplo, en los Países Bajos, en 2024 se promulgó la ampliación de la normativa de control de alquileres.

4. EFECTOS DEL CONTROL DE ALQUILERES

El control de los alquileres, como cualquier otra política gubernamental, tiene efectos intencionados y no intencionados. Su efecto previsto es garantizar una vivienda asequible, es decir, que los inquilinos se enfrenten a una carga de alquiler razonable. Normalmente, la carga del alquiler –definida como la proporción de los gastos de alquiler en los ingresos totales del hogar– se considera razonable, si no supera el 30%². El umbral exacto y la definición de gastos de

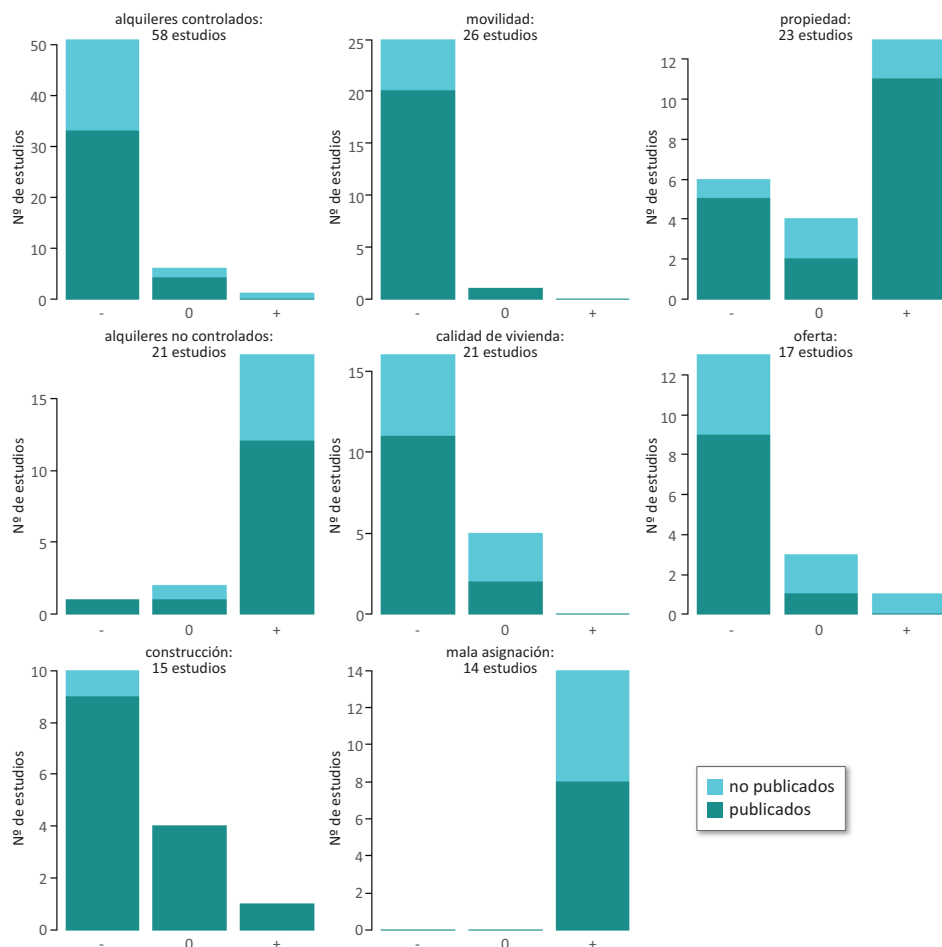
² De hecho, existen dos umbrales, el 30% y el 40%, que se utilizan para definir la sobrecarga del coste de la vivienda a escala internacional. Mientras que Australia y EE. UU. utilizan el 30% como umbral de asequibilidad, los países de la UE suelen aplicar un valor del 40%. Por ejemplo, el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de Estados Unidos computa el importe de los vales de elección de vivienda proporcionados a los hogares con bajos ingresos como una cantidad superior al 30% de los ingresos mensuales ajustados de la familia (Code of Federal Regulations 24, Parts 0 to 199, Housing and Urban Development of April 1, 2000, §5.628

alquiler e ingresos pueden ser objeto de debate (Ballesteros et al., 2022), pero lo cierto es que una carga del alquiler demasiado elevada puede tener efectos devastadores. Cuando la carga del alquiler es excesiva, impide a los hogares adquirir otros bienes y servicios, lo que afecta negativamente a la calidad de vida. En casos extremos, puede conducir a la pobreza y la desnutrición. Por lo tanto, es muy importante garantizar la asequibilidad de la vivienda.

Aunque el control de los alquileres parece aliviar la situación de los inquilinos que viven en las viviendas reguladas, surgen otros múltiples efectos. El control de los alquileres conduce a la redistribución de los ingresos. Aparte de un efecto evidente y a veces intencionado de reducción de los ingresos de los propietarios, también puede provocar aumentos de los alquileres de las viviendas que no están sujetas a control. Así, los inquilinos que viven en esas viviendas pagan más, lo que reduce su bienestar. Sin embargo, incluso los inquilinos de las viviendas controladas pueden verse perjudicados por el control de los alquileres, ya que el mantenimiento de dichas viviendas puede reducirse, lo que conduce a una disminución de la calidad de la vivienda. El control de los alquileres también puede afectar negativamente a la oferta global de viviendas o, en particular, a la oferta de viviendas de alquiler, lo que puede afectar negativamente a muchos participantes en el mercado: tanto inquilinos como propietarios. Otros efectos, por ejemplo, el aumento de las tasas de propiedad de la vivienda o la disminución de la desigualdad, no pueden tratarse como positivos o negativos desde una perspectiva normativa. Sin embargo, estos efectos pueden ser muy relevantes desde el punto de vista del bienestar. Por lo tanto, es importante ser consciente de los posibles efectos del control del alquiler. Lo ideal sería que los responsables políticos tuvieran en cuenta todos los posibles efectos relevantes, evaluando los costes y beneficios inherentes. La decisión de introducir el control del alquiler y su diseño deben basarse en un análisis objetivo y exhaustivo de costes y beneficios. Sólo cuando el beneficio neto es positivo la política es sensata, de lo contrario produce más daño que utilidad.

Total tenant payment). Eurostat utiliza una “tasa de sobrecarga de los costes de la vivienda”, que se define como “el porcentaje de la población que vive en un hogar en el que los costes totales de la vivienda (excluidas las ayudas a la vivienda) representan más del 40% de la renta total disponible del hogar (excluidas las ayudas a la vivienda)” (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/product?code=tespm140>).

Figura 4. Los efectos del control de alquileres según la literatura académica.



Nota: El eje vertical mide el número de estudios. El símbolo “-” (“+”) significa los estudios que encontraron un efecto negativo (positivo), mientras que “0” corresponde a los estudios que no han encontrado ningún efecto estadísticamente significativo.

Además de identificar los efectos potenciales del control de los alquileres y la atención que suscita en la investigación, es fundamental analizar su dirección. De hecho, para la elaboración de políticas es más relevante saber si la mayoría de los investigadores están de acuerdo en que el control de los alquileres afecta, por ejemplo, a los alquileres o si falta unanimidad respecto a este efecto. La figura 4 muestra los efectos del control de los alquileres que ocupan los lugares más

destacados en la literatura³. Selecciono un efecto si se le dedican más de 6 estudios publicados. La barra de la izquierda (derecha) muestra el número de estudios que encontraron un efecto negativo (positivo) del control del alquiler sobre la variable correspondiente. La altura de la barra del medio corresponde al número de estudios que no encontraron un efecto estadísticamente significativo del control del alquiler sobre la variable. En aras de la exhaustividad, junto con el número de estudios publicados (verde oscuro) muestro también el número de estudios no publicados (verde claro).

El efecto más destacado del control de los alquileres es, como era de esperar, su repercusión en los alquileres controlados; es decir, en los alquileres pagados por los inquilinos de las viviendas sujetas a dicho control. El panorama es bastante inequívoco: 27 de 31 estudios publicados (41 de 47 estudios publicados y no publicados) apuntan a un efecto negativo estadísticamente significativo. Así pues, el control del alquiler es bastante eficaz para limitar los alquileres. Los estudios publicados que no encuentran ningún efecto del control del alquiler en los alquileres controlados son Gilderbloom (1986), Malard and Poulhes (2020), Oni (2008) y Oust (2018). La mitad de ellos consideran controles de alquiler de primera generación, mientras que el resto analiza controles de alquiler de segunda generación. Los estudios que no encuentran efectos abarcan una amplia variedad de países: Francia, Nigeria, Noruega y Estados Unidos. Por el contrario, según los estudios aquí examinados, por regla general, el control de los alquileres provoca un aumento de los alquileres de las viviendas no controladas. La imposición de techos de alquiler amplifica la escasez de viviendas. Por lo tanto, las colas de espera se alargan y los aspirantes a inquilinos deben dedicar más tiempo a buscar una vivienda. Si están impacientes o no tienen dónde alojarse (por ejemplo, en casa de sus amigos o familiares), mientras buscan su propia vivienda recurren al segmento no sujeto a normativa. La demanda de viviendas no reguladas aumenta y también lo hacen los alquileres. Sólo un estudio publicado –Bonneval et al. (2021)– no encuentra ningún efecto estadísticamente significativo del control de los alquileres sobre los alquileres no controlados. El estudio utiliza datos de los libros de contabilidad de los administradores de fincas de Lyon entre 1890 y 1968.

³ Este gráfico está basado en Kholodilin (2024a).

El efecto de la movilidad residencial parece claro: casi todos los estudios encuentran un efecto negativo del control de los alquileres sobre la movilidad. Se sugieren dos explicaciones de este fenómeno. En primer lugar, los inquilinos que ocupan las viviendas controladas tienen pocos incentivos para abandonarlas. Esto puede tener consecuencias negativas para el mercado laboral porque una menor movilidad residencial implica respuestas menos flexibles a las perturbaciones del mercado laboral. Si la situación del empleo se deteriora en su ciudad, es menos probable que los inquilinos de viviendas controladas se trasladen a lugares donde haya mejores perspectivas de encontrar buenos empleos. En segundo lugar, la menor movilidad residencial puede explicarse por una mayor estabilidad de la tenencia. Las leyes de control de alquileres suelen ir acompañadas de normativas que protegen a los inquilinos de desahucios arbitrarios.

De ahí que los inquilinos permanezcan más tiempo en las mismas viviendas, lo que aumenta su satisfacción. Ninguno de los estudios encuentra efectos positivos y sólo en dos los efectos son estadísticamente insignificantes: Lambie-Hanson (2008) y Linneman (1987), ambos centrados en Estados Unidos.

Del mismo modo, el impacto del control de los alquileres en la construcción de nuevas viviendas no está exento de matices. Aunque dos tercios de los estudios encuentran un efecto negativo, varios estudios no encuentran ningún efecto estadísticamente significativo. Esto puede explicarse tanto por los diferentes diseños del control de alquileres (por ejemplo, las excepciones previstas para las viviendas de nueva construcción) como por la variable dependiente (el control de alquileres puede afectar a la construcción de viviendas de alquiler; sin embargo, sólo se dispone de datos sobre la construcción total). Además, si la construcción privada disminuye, el gobierno puede intervenir y compensar la construcción que falta construyendo sus propias viviendas sociales o apoyando financieramente la construcción de viviendas sociales por parte de inversores privados. Así, el número total de viviendas terminadas puede permanecer sin cambios o incluso aumentar, lo que puede asociarse erróneamente como un efecto beneficioso del control del alquiler.

Los estudios publicados son casi unánimes con respecto al impacto del control de los alquileres en la calidad de la vivienda. Todos los estudios, salvo Gilderbloom (1986) y Gilderbloom and Markham (1996), indican que el control de los alquileres provoca un deterioro de la calidad de las viviendas sujetas a la normativa. Los propietarios, cuyos ingresos se ven mermados por el control de los alquileres, tienen menos incentivos para invertir en mantenimiento y renovación,

por lo que dejan que sus propiedades se desgasten hasta que el valor real de las viviendas disminuye y llega a ser igual al bajo alquiler real. Según Gilderbloom (1986) y Gilderbloom and Markham (1996), un control moderado de los alquileres no repercute en la calidad de la vivienda. En un estudio teórico, Lind (2015) muestra que la calidad de la vivienda no se resentirá si los aumentos de alquiler permitidos se vinculan a las mejoras de las viviendas realizadas por los propietarios. Cuando solo se consideran los trabajos no publicados, los efectos son mixtos: la mitad de ellos encuentran efectos negativos, otra mitad ningún efecto.

En el caso de los efectos de la propiedad de la vivienda, el panorama es un poco menos claro: hay múltiples estudios que apuntan en direcciones diferentes. En particular, la relación parece difuminarse cuando sólo se tienen en cuenta los estudios no publicados. No obstante, la mayoría de los estudios predicen un aumento de la tasa de propiedad de la vivienda debido al control del alquiler. Esto puede explicarse por el deseo de los propietarios de deshacerse de aquellas propiedades que les reportan unos ingresos por alquiler insuficientes. Por otro lado los inquilinos que ocupan las viviendas controladas y por eso enfrentan un precio de alquiler bastante bajo pueden más fácilmente acumular el dinero necesario para comprar una vivienda propia. Estos estudios son heterogéneos en términos geográficos: Dinamarca, Suiza y Estados Unidos. Sólo un estudio (Werczberger, 1997) no encuentra efectos estadísticamente significativos del control del alquiler sobre la propiedad de la vivienda.

5. CONCLUSIÓN

El control de alquileres es un importante instrumento de la política de vivienda en particular y de la política social en general. A pesar de algunas características atractivas (como el hecho de no requerir gastos públicos grandes a diferencia de la vivienda protegida y que puede ser bastante efectiva a la hora de frenar las subidas del precio de alquiler), esta política puede producir algunos efectos colaterales no tan deseables. Por ejemplo, el control de alquileres puede conllevar a la falta de mantenimiento de las viviendas, subida del precio de alquiler de las viviendas no controladas y reducción de la movilidad residencial. Además, al largo plazo, puede aún minar al mercado de alquiler provocando la conversión de las viviendas en alquiler a las viviendas propias.

BIBLIOGRAFÍA

- Antonijević, M. (2023). 'War profiteers' double rent prices in Serbia. EURACTIV. <https://www.euractiv.com/section/politics/news/war-profiteers-double-rent-prices-in-serbia/>.
- Arnott, R. (1995). Time for revisionism on rent control? *Journal of Economic Perspectives* 9 (1), 99-120.
- Arnott, R. (2003). Tenancy rent control. *Swedish Economic Policy Review* 10 (1), 89-134.
- Ballesteros, M.M., Ramos, T.P. y Ancheta, J.A. (2022). Measuring housing affordability in the Philippines. Philippine Institute for Development Studies Discussion paper series N°. 2022-22.
- Blumberg, R.E., Robbins, B.Q. y Baar, K.K. (1974). The emergence of second generation rent controls. *Clearinghouse Review* 8, 240-249.
- Bonneval, L., Goffette-Nagot, F. y Zhao, Z. (2021). The impact of rent control: Investigations on historical data in the city of Lyon. *Growth and Change*.
- Bourassa, S.C. y Hoesli, M. (2010). Why do the Swiss rent? *Journal of Real Estate Finance and Economics* 40 (3), 286-309.
- Gilderbloom, J.I. (1986). The impact of rent control on rent in New Jersey communities. *Sociology and social research* 71 (1), 11-12.
- Gilderbloom, J.I. y Markham, J.P. (1996). Moderate rent control: Sixty cities over 20 years. *Journal of Urban Affairs* 18 (4), 409-430.
- Gyourko, J. y Linneman, P. (1989). Equity and efficiency aspects of rent control: An empirical study of New York City. *Journal of Urban Economics* 26 (1), 54-74.
- Hubert, F. (2003). Rent control: academic analysis and public sentiment. *Swedish economic policy review* 10 (1), 61-88.
- Kholodilin, K.A. (2020). Long-term, multicountry perspective on rental market regulations. *Housing Policy Debate* 30 (6), 994-1015.
- Kholodilin, K.A. (2021). Housing policy during COVID-19 crisis: Challenges and solutions. Online manuscript. https://rpubs.com/Konstantin_Xo/COVID19_housing_policies.

- Kholodilin, K.A. (2024a). Rent control effects through the lens of empirical research: An almost complete review of the literature. *Journal of Housing Economics*, 63.
- Kholodilin, K.A. (2024b). Rent control from Ancient Rome to Paris Commune: The factors behind its introduction. DIW Discussion Paper 2094.
- Lambie-Hanson, L. (2008). Effects of vacancy decontrol on Berkeley rental housing. *Berkeley Planning Journal* 21 (1), 79-103.
- Lauridsen, J., Nannerup, N. y Skak, M. (2009). Geographic and dynamic heterogeneity of home ownership. *Journal of Housing and the Built Environment* 24 (1), 1-17.
- Lind, H. (2001). Rent regulation: A conceptual and comparative analysis. *International Journal of Housing Policy* 1 (1), 41-57.
- Lind, H. (2015). The effect of rent regulations and contract structure on renovation: a theoretical analysis of the Swedish system. *Housing, Theory and Society* 32 (4), 389-406.
- Linneman, P. (1987). The effect of rent control on the distribution of income among New York City renters. *Journal of Urban Economics* 22 (1), 14-34.
- Malard, L. y Poulhes, M. (2020). Encadrement des loyers à Paris: les logements à petites pièces plus contraints que les autres. *Economie prevision* 217 (1), 1-41.
- Oni, A.O. (2008). An empirical study of the Lagos State Rent Edict of 1997. *Journal of the Nigerian Institution of Estate Surveyors and Valuers* 31 (1), 20-32.
- Oust, A. (2018). The end of Oslo's rent control: Impact on rent level. *Economics Bulletin* 38 (1), 443-458.
- Rosillo-López, C. (2022). Rent control measures in the 40s BCE: Housing costs, public intervention, and inequality in the Roman world. In *Capital in Classical Antiquity*, pp. 175-204.
- Trojanek, R. y Gluszk, M. (2022). Short-run impact of the Ukrainian refugee crisis on the housing market in Poland. *Finance Research Letters* 50, 103236.
- Werczberger, E. (1997). Home ownership and rent control in Switzerland. *Housing Studies* 12 (3), 337-353.
- Willis, J.W. (1950). Short history of rent control laws. *Cornell Law Review* 36 (1), 54-94.

Capítulo 11

EVALUACIÓN DE SUBSIDIOS A LA COMPRA DE LA VIVIENDA: EL CASO DE CATALUÑA

Josep María Raya Vilchez
Universidad Pompeu Fabra
<https://orcid.org/0000-0002-2885-234X>

Resumen

El objetivo de este capítulo es evaluar una política pública del mercado de la vivienda: los subsidios a la demanda de alquiler. En particular, el programa de asistencia al alquiler que fue implementado por el gobierno regional catalán en la década de 2010. Para ello se utilizan datos administrativos proporcionados por la Agencia de Vivienda de Cataluña para analizar si logró sus objetivos y tratar de mejorar el diseño de programas similares en el futuro. Durante el capítulo además de repasar la literatura económica que analiza políticas similares y presentar los datos con los que se va a evaluar la política, se han estimado diversos modelos econométricos.

En primer lugar, se han estimado modelos de probabilidad lineal para explicar la probabilidad de recibir la subvención. Con ellos se han identificado algunas variables significativas: edad; precio del alquiler; experiencia; ser mujer; ciudadanía no perteneciente a la UE y el número de miembros ascendientes, descendientes o con discapacidad que viven en el hogar. Asimismo, se han estimado regresiones múltiples para la proporción que representa la subvención del precio del alquiler y el esfuerzo requerido para pagar en relación con los ingresos después de haber recibido la subvención. Los resultados sugieren que la subvención al alquiler facilita el acceso a la vivienda para los grupos que enfrentan más dificultades. Esta ayuda, a pesar de estar controlado por diferentes variables, beneficia más a las personas mayores que a los jóvenes, lo cual debe ser abordado porque, teóricamente, cuando se cumplen los requisitos de acceso, ningún grupo debería beneficiarse más que otros.

Finalmente, se presenta un ejercicio que trata de ver qué porcentaje de la subvención ha sido apropiado por el propietario. Para ello combinamos dos fuentes de datos administrativos que permiten esta identificación. No nos preocupa la selección, porque disponemos de la población de ayudas a la vivienda y de la población de contratos de alquiler del mercado libre durante 2016-2019 en la región de Cataluña. Nuestra variable de interés es la tasa de crecimiento del alquiler en el nuevo contrato, no el precio en un momento dado, ya que este precio se ve afectado por las características no observadas de la vivienda, que pueden ser diferentes en cada muestra. Los resultados muestran que aquellos pisos que han recibido alguna ayuda antes de cambiar de contrato experimentan una tasa de variación en el precio del contrato en relación al contrato anterior más elevada que aquellos pisos que no han obtenido dicha ayuda antes de cambiar el contrato. La diferencia es de casi 7 puntos porcentuales.

1. INTRODUCCIÓN

Existen varios argumentos que apoyan la aplicación de subsidios de vivienda para las familias con ingresos bajos. Uno de ellos está relacionado con el paternalismo, a saber, la percepción de que (al menos, en algunos casos) las familias de renta baja subestiman sus necesidades de vivienda y, en consecuencia, gastan demasiado poco en ellas (Parsell y Marston, 2016). Otro argumento se basa en el altruismo, que mueve al público en general a pensar en las familias con bajos ingresos, especialmente en sus hijos pequeños (Nordvik y Sørvoll, 2014), y a creer que las ayudas a la vivienda deberían tener prioridad sobre las transferencias monetarias de idéntica cuantía.

El objetivo de este artículo es evaluar los programas de ayudas al alquiler puestos en marcha desde 2011 hasta 2019 por la Generalitat de Cataluña en base a su normativa sobre el derecho a la vivienda (Ley 18/2007, de 28 de diciembre de 2007) y al Plan de Vivienda en España para el periodo 2018-2021 (Real Decreto 106/2018, de 9 de marzo de 2018). El presente trabajo es, por lo tanto, una evaluación del programa, utilizando los resultados de una evaluación de programas similares implementados en otros países y una evaluación de las ayudas al alquiler concedidas en Cataluña en la última década. En el análisis que sigue, se utilizan datos administrativos proporcionados por la *Agència de l'Habitatge de Catalunya*. En este sentido, se estiman modelos explicativos de la probabilidad de recibir la ayuda, otros explicativos de la tasa de la ayuda en relación con el importe del alquiler y, finalmente, y modelos explicativos del

esfuerzo realizado por los inquilinos una vez recibida la ayuda. Los resultados muestran que algunos grupos, incluso después de recibir la subvención, necesitan hacer un mayor esfuerzo para vivir en una vivienda de alquiler (por ejemplo, los jóvenes y las mujeres). Además, se ofrece una aproximación al impacto de la subvención en los alquileres, es decir a la incidencia de la ayuda y hasta qué punto se traslada a precios. Los resultados muestran que la apropiación de la renta de los propietarios, aunque pequeña, es estadísticamente significativa.

El uso de datos administrativos no es común en el contexto español, y su utilización es particularmente relevante para la evaluación y el diseño de las políticas públicas. Este trabajo contribuye a este campo porque se trata de una evaluación de programas públicos de ayuda al alquiler para la demanda de vivienda, lo que permite analizar sus efectos, si alcanzan los objetivos propuestos, y si su diseño puede mejorarse y detectar efectos no deseados. Este es el primer trabajo que utiliza datos administrativos con el que estimar modelos econométricos que explican la probabilidad de recibir una ayuda al alquiler (discreta y continua), la cuantía de la ayuda en relación con el importe del alquiler y el esfuerzo realizado por los inquilinos una vez recibida la ayuda.

Este capítulo está estructurado de la siguiente manera. En primer lugar, en la sección 2 se presenta la literatura que aborda la eficacia de las ayudas a la vivienda. A continuación, en la sección 3, se contextualizan las ayudas en el caso catalán. La sección 4 aborda los datos administrativos utilizados para realizar los análisis. Por último, en la sección 5 se explican los resultados de los modelos estimados. El trabajo finaliza con una conclusión en la sección 6 y recomendaciones de política económica en la sección 7.

2. LITERATURA ECONÓMICA TEÓRICA Y EMPÍRICA

Las subvenciones a la demanda se incluyen entre las políticas más positivamente valoradas por los investigadores de economía de la vivienda (López García, 2019). Las políticas orientadas a la demanda son especialmente eficaces en relación con las políticas de ayudas y/o control de la oferta. Estas últimas son ampliamente criticadas en la literatura económica por sus consecuencias negativas en términos de equidad y eficiencia (Raya, 2021). En general, las políticas orientadas a la demanda se dividen en dos categorías: las subvenciones directas a la demanda y los vales de alquiler, por los que un individuo obtiene del programa el importe (hasta un límite) que le falta para que el alquiler de la vivienda

no supere el 30% de sus ingresos. Con este tipo de programa, se convierta, todo el parque de viviendas, en una vivienda social. Una amplia literatura económica analiza tanto las subvenciones a la demanda (Hausman y Wise, 1980; Olsen, 2003, 1982) como los vales (Carlson et al., 2012; Collinson y Ganong, 2018; Susin, 2002) . Estos trabajos analizan los efectos de estas ayudas en términos de implicaciones para el vecindario, la accesibilidad, la calidad de la vivienda obtenida o la incidencia en el precio del alquiler.

Los resultados de la literatura analizada apuntan a dos direcciones opuestas. Por un lado, las ayudas al alquiler reducen la ratio coste/ingreso de la vivienda (Katz et al., 2003; Stephens et al., 2010), mejorando por tanto el acceso a la vivienda. En consecuencia, se observa una mejora de la morosidad y del gasto en otros servicios básicos, así como una reducción del número de personas sin hogar (Thomson et al., 2013). En este sentido, se observa una disminución de los costes relacionados con los servicios de alojamiento para personas sin hogar, junto con una reducción de los costes de los servicios de justicia (Ly y Latimer, 2015).

Al mismo tiempo, las desgravaciones por alquiler pueden provocar un aumento de los precios y/o la captación de ingresos por parte de los propietarios (del Pero et al., 2016; Eriksen y Ross, 2013; Fack, 2006). A pesar de que el efecto neto de los cambios en los patrones de consumo ya sea en vivienda o en otros artículos, ha mostrado beneficios significativos para los receptores, es importante conocer la magnitud del beneficio obtenido en relación con la subvención obtenida (y pagada por los contribuyentes). En este sentido, el valor medio del beneficio para los perceptores es inferior al valor medio de la subvención. Esto significa que parte de la subvención no llega a los receptores porque los arrendadores captan parte de esta ayuda al alquiler cuando suben los precios de sus alquileres. Las cifras concretas apuntan a un valor aproximado del 80%. Así pues, de facto, el 80% de la subvención va a parar al beneficiario y el 20% al arrendador (Olsen, 2003; Venti y Wise, 1984). No obstante, la parte del beneficio que va al arrendador puede tener un efecto significativo sobre los precios de alquiler del territorio, aunque la evidencia experimental ha llevado a los analistas a afirmar que la implantación de un programa orientado a la demanda no tendría efectos significativos sobre los precios de alquiler, ni siquiera a corto plazo (Olsen and Zabel, 2015), porque las familias que cumplen los requisitos de acceso representan una pequeña fracción de la demanda de vivienda. Asimismo, para mitigar estos efectos negativos, del Pero et al. (2016) ofrecen recomendaciones sobre el diseño, y Eerola y Lyytikäinen (2021) no encuentran efectos significativos sobre los alquileres en Finlandia.

El programa más analizado en la literatura es el Housing Choice Voucher Programme (EE. UU.), por el que las familias beneficiarias eligen una vivienda que se ajuste a sus necesidades y utilizan sólo el 30% de sus ingresos para pagarla, siendo la diferencia hasta el alquiler final cubierta por el programa (hasta un límite determinado). Katz et al. (2003) revelaron que los beneficiarios del programa gastan el 36% de sus ingresos en vivienda, mientras que los que no se benefician gastan el 44%. Aun así, no se cumple el límite del coste de la vivienda (30% de los ingresos). Según el autor, esto es así porque el alquiler de la vivienda supera el límite fijado por el programa. Este efecto no deseado de las ayudas, un aumento del alquiler de la vivienda se produce porque los precios suben cuando la oferta no es lo suficientemente flexible. En este sentido, Eriksen y Ross (2013) utilizaron un modelo cuasi-experimental para analizar el impacto del aumento del número de vales de vivienda entre 2000 y 2002 en Estados Unidos. Los resultados revelan pocos cambios en los precios medios de los alquileres. Sin embargo, se observan heterogeneidades en los precios de los alquileres en función de la calidad de la vivienda: el precio de las viviendas de calidad media aumentó en 5,28 dólares, mientras que el precio de las viviendas de calidad inferior disminuyó en 13,47 dólares. Esto se debe a que la distribución de vales aumentó la demanda de viviendas de mayor calidad. Susin (2002) afirma que las familias con bajos ingresos que no se benefician de subsidios y residen en ciudades donde se concede un gran número de ayudas a la vivienda han comprobado que los precios de los alquileres aumentan más rápidamente en ellas que en las ciudades con menos subsidios, estimándose la captación de ingresos por parte de los propietarios en un 16%.

Centrándose en los países europeos, Stephens et al. (2010) utilizaron datos de la EU-Statistic on Income and Living Conditions (EU-SILC) para analizar la relación entre las ayudas a la vivienda y la asequibilidad en seis países europeos: Alemania, Hungría, Portugal, Países Bajos, Suecia y Reino Unido. La comparación entre las familias que dedican más del 40% de sus ingresos a pagar los gastos de vivienda y las que no lo hacen muestra que esta proporción es menor para las que reciben algún tipo de subsidio. En cuanto a la captación de ingresos, del Pero et al. (2016) revisa diversos estudios empíricos que muestran que, en muchos casos, las subvenciones a la vivienda provocan un aumento de los precios de los alquileres y de la captación de ingresos por parte de los propietarios (Finlandia, Francia y Reino Unido). El efecto varía según el país. En el Reino Unido (Gibbons y Manning, 2006) y Francia (Fack, 2006), se estima que la captación de ingresos oscila entre el 50% y el 78%, respectivamente. Con lo

que, en este caso, los beneficiarios reciben un beneficio de sólo 22 céntimos por cada euro del subsidio. Eerola y Lyytikäinen (2021), en referencia a Finlandia, no encuentran efectos significativos de los ingresos captados por un aumento del valor de las ayudas a la vivienda.

También se ha documentado el aumento de la cantidad de viviendas en alquiler per cápita (Sinai y Waldfogel, 2005), de los metros cuadrados y habitaciones por inquilino y de la calidad de la vivienda (Clapham y Foye, 2019; del Pero et al., 2016). En los casos que implican el cambio de barrio gracias a un subsidio, aumenta la satisfacción general (Clapham y Foye, 2019) y disminuye la segregación (Moulton, Peck y Dillman, 2014). En este escenario, las familias de bajos ingresos que no se benefician de subsidios experimentan un aumento de los precios de alquiler en sus barrios debido al aumento de la demanda y a que la oferta es poco flexible (del Pero et al., 2016).

Respecto al impacto sobre el mercado laboral, Varady (2010) indica que los ingresos de los participantes podrían reducirse debido a la reducción de la movilidad laboral. En cambio, un estudio a largo plazo observa efectos positivos en los hijos de los beneficiarios (Chetty et al., 2016; Chyn, 2018). En términos de salud, se observa una reducción del estrés y la ansiedad (salud mental) debido al refuerzo de la sensación de seguridad tanto en los vecindarios como en las viviendas (Casciano y Massey, 2012; Moulton et al., 2014). Lindberg et al. (2010) y Owens (2017) detectaron una mejora en la nutrición de los niños –especialmente de madres jóvenes– debido al aumento del poder adquisitivo. En cuanto a la educación, se han encontrado evidencias en varios ámbitos: mientras que Chetty et al. (2016) concluyen que el impacto en los hijos de los beneficiarios es positivo, en términos de aumento de las tasas de asistencia a la universidad, DeLuca y Dayton (2009) concluyen que asisten a escuelas privadas de mayor rendimiento teniendo una mayor probabilidad de mejorar sus calificaciones, graduarse en la escuela secundaria y acceder a la educación superior. Según los autores, el impacto se produce a través de cambios en el barrio/escuela o una mejora en el poder adquisitivo de los padres.

3. CONTEXTO: EL MERCADO DE LA VIVIENDA Y EL ALQUILER EN CATALUÑA Y LAS POLÍTICAS DE VIVIENDA

Cataluña, representa, aproximadamente el 15% tanto del *stock* de viviendas como de las transacciones inmobiliarias (INE). Al igual que el resto de España

vivió años de bonanza en cuanto a viviendas construidas e hipotecas contratadas entre 1998 y 2007 y, asimismo, se vio afectada por la burbuja inmobiliaria de finales de los 2000 pero de forma más severa que otros países, debido a su excesiva dependencia del mercado inmobiliario y a la suavización de los estándares hipotecarios (Akin et al, 2014; Raya et al., 2017). Dado que la competencia en política de vivienda es de las CC. AA., es conveniente analizar la política catalana de ayudas al alquiler en la última década dado que las conclusiones pueden extenderse directamente a otras regiones españolas, así como a otras regiones y/o países europeos de características similares, aunque de forma más indirecta. La figura 1 muestra información sobre la evolución de los precios del alquiler en Cataluña, según los datos facilitados por el Incasol (Instituto Catalán del Suelo). Se observan incrementos desde 2015 hasta 2023 (52,87%). Como subperiodos, se observa un periodo de precios al alza desde 2015:I-2020:I, en el cual los precios han aumentado casi un 35,84% acumulado, con tasas anuales que casi alcanzan el 10%, aunque en marcada desaceleración a partir de 2017. Dado que en este periodo la inflación acumulada fue algo superior al 4%, el incremento de los alquileres se concentra aquí. A partir de entonces, los precios del alquiler se ajustaron durante la parte más dura de la pandemia (2020:II-2021: III) y tras este periodo se inició un nuevo periodo de precios al alza hasta la actualidad. Durante todo el periodo los precios de los alquileres han aumentado un 52,87%

Figura 1. Evolución del número de contratos y alquiler medio en Cataluña.



Fuente: Incasol.

mientras que la inflación acumulada ha sido sólo del 22,1%. Además, a lo largo de este periodo, la renta per cápita en Cataluña no aumentó en términos reales.

Finalmente, dado que la distribución de la renta no es uniforme, este problema ha afectado más intensamente a las familias con rentas más bajas y, en particular, a los jóvenes. Durante este periodo, los jóvenes fueron expulsados del mercado inmobiliario de la propiedad y constituyeron el mayor segmento de población que apuntaló el mercado de alquiler: los jóvenes de 16 a 29 años, seguidos de los de 30 a 44 años (Banco de España, 2019). Sin ahorros, con un paro juvenil del 40%-50% y un empleo precario, el acceso a la vivienda es complicado para los jóvenes, aspecto que se fortaleció durante la pandemia, (Caixa-Bank Research, 2020). En la mayoría de los países europeos esto se corrige con viviendas públicas en alquiler social, pero mientras en la UE-18, la media es del 9,3%, y en los países más desarrollados de la misma, la media es del 20%, en España este porcentaje apenas llega al 2,5%. España también es el último país de la UE-28 en gasto per cápita en vivienda social. En el caso de España, según estas estadísticas, el gasto medio en vivienda social fue de 35,4 euros per cápita al año entre 2007 y 2017 (lo que vuelve a estar claramente por debajo de la media de la UE-28, que es de 148,2 euros). Cataluña está incluso por debajo de la media española (33,1 euros). No sólo el nivel sino también la evolución han sido negativos ya que en España el descenso en este periodo ha sido del 39%. En este contexto, las ayudas al mercado del alquiler son económicamente necesarias, al menos mientras no exista un mercado de alquiler social.

3.1. Políticas de ayuda al alquiler en Cataluña

Las políticas de ayuda al alquiler se enmarcan dentro de las políticas de vivienda de la Generalitat. Además de las ayudas a la rehabilitación de viviendas, estas políticas se concretan en dos formas: la creación de parques de viviendas sociales y las ayudas al pago del alquiler. Ambas pretenden facilitar el acceso a la vivienda. En cuanto a la vivienda social, se ofrece vivienda pública a colectivos sin acceso al mercado privado (aunque, como hemos visto, con un parque total insuficiente). Las ayudas al alquiler apoyan a colectivos que, a pesar de poder acceder al mercado privado, necesitan realizar un esfuerzo considerable porque el alquiler representa una cantidad de sus ingresos superior a la recomendada (aproximadamente el 40%). Centrándonos en las políticas relacionadas con la ayuda para el pago del alquiler, que es el objeto de esta evaluación, en todos los casos implican el pago de una parte del alquiler. Básicamente, pueden clasificarse en tres grupos:

- 1) Subsidios (o renovaciones) para colectivos de más de 65 años (LJ). El objetivo de los subsidios LJ es ayudar a las personas mayores a pagar el alquiler. Los requisitos legales incluyen ser mayor de cierta edad; tener unos ingresos superiores a la cuota del alquiler pero también inferiores a 2,35 veces el IRSC, que es un indicador legal de acceso a las ayudas sociales que se actualizan periódicamente para eliminar el efecto de la inflación; percibir menos de 500 euros anuales en concepto de intereses de los ahorros al año; y entregar documentos bancarios que demuestren que todos los pagos anteriores del alquiler se abonaron antes de presentar la solicitud.
- 2) Subsidios para colectivos en riesgo de exclusión o vivienda de los servicios de mediación (LC). Se trata de ayudas a solicitantes en situaciones excepcionales, como haber sido desahuciados previamente o haber obtenido una vivienda de una agencia pública de vivienda o de una organización sin ánimo de lucro. El objetivo del programa LC es ayudar a las personas en riesgo de exclusión social a pagar el alquiler y se otorgan en función de diferentes criterios, como los ingresos familiares, el número de miembros de la familia y el número de discapacitados. Los requisitos legales para obtener las subvenciones no cambiaron durante los años analizados e incluían los siguientes: ser residente legal en Cataluña durante los últimos 5 años, estar en riesgo de exclusión social de acuerdo con el artículo 72 de la Ley catalana del derecho a la vivienda (Ley 18/2007), tener un nivel de ingresos inferior a 1,5 veces el IRSC ponderado por el número de miembros de la unidad familiar y la zona de ubicación de la vivienda, pagar un precio de alquiler inferior a un importe máximo determinado por comarca, pagar el alquiler con cargo a una cuenta bancaria, estar al corriente de pago del alquiler en el momento de presentar la solicitud, no tener relación de parentesco de segundo grado o inferior con el arrendador, y percibir menos de 500 euros anuales en concepto de intereses del ahorro, entre otros.
- 3) Subvenciones en régimen de concurrencia competitiva para titulares de un contrato de alquiler (M). El objetivo de las ayudas M es el pago de la renta, en régimen de concurrencia competitiva, para facilitar el acceso y la permanencia en una vivienda de alquiler a sectores de población en riesgo de exclusión social. Los criterios de concesión de estas ayudas, hasta agotar el presupuesto, tienen en cuenta la capacidad económica del solicitante, además de otros factores como la edad, haber sido desahuciado, el número de discapacitados en la familia, mujeres víctimas de violencia de género, familias

monoparentales con hijos a cargo, familias numerosas y víctimas del terrorismo. Cada uno de estos factores recibe una puntuación, y la suma de todas las puntuaciones es la puntuación final, que es el criterio definitivo para la concesión de la ayuda. Los requisitos legales, que no han variado durante los años analizados, son los siguientes: ser residente legal en Cataluña, tener ingresos suficientes para pagar el precio del alquiler pero inferiores a los límites establecidos, ser la vivienda objeto de la ayuda residencia habitual y permanente y estar empadronado, estar al corriente de pago del alquiler en el momento de presentar la solicitud, y no tener relación de parentesco de segundo grado o inferior con el arrendador, entre otros factores.

Aunque el presente análisis abarca el periodo 2011-2019, los objetivos de las ayudas, los requisitos legales para obtenerlas y las principales características de los programas no han cambiado sustancialmente. Solo cuestiones menores han cambiado ocasionalmente, y ninguna de ellas perturba el análisis porque las ayudas siempre pretenden ayudar a las personas mayores de 65 años, a las que pueden estar en situación de exclusión social y a las que tienen dificultades para pagar el alquiler.

4. DATOS

Los microdatos proporcionados por la Agencia de l'habitatge de Catalunya, pertenecen al periodo 2011-2019. A partir de 2015, además de los datos relativos a la solicitud (tipo de resolución, tipo de ayuda, precio del alquiler, cuantía de la ayuda, municipio, año de la ayuda y año de nacimiento del solicitante), se obtuvieron datos sobre los perfiles socioeconómicos de las personas (sexo, procedencia, número de miembros menores de 18 años y mayores de 65, nacionalidad y si el solicitante declaraba algún tipo de discapacidad).

4.1. Análisis estadístico descriptivo de toda la muestra (2011-2019)

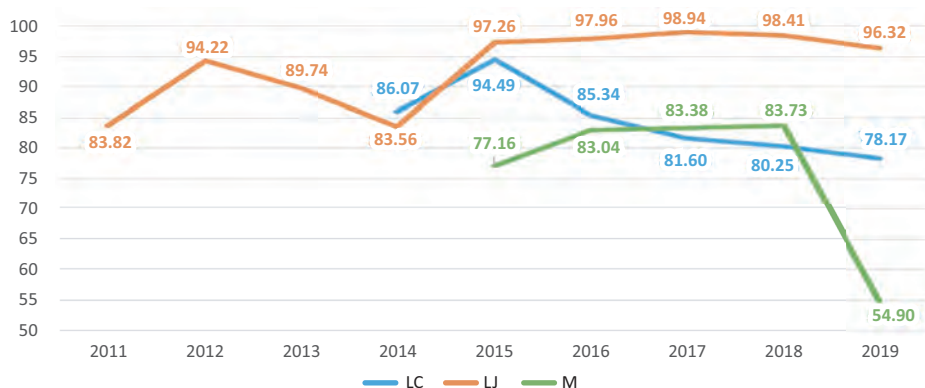
La muestra incluye 441.198 solicitudes de ayuda. En la muestra hay solicitantes con una sola solicitud (37,89%) o dos (22,61%), tres (14,80%), cuatro (9,61%), cinco (6,31%) o más de cinco matrículas (8,78%). Esto nos permite detectar cierta experiencia sobre la solicitud de ayudas, ya que esta experiencia no sólo se da en las ayudas que “prorrogan” (si se siguen cumpliendo las condiciones) los beneficios, sino que también se observa entre las ayudas de convocatoria competitiva, donde cada año se debe presentar la solicitud como si fuese la primera vez (tabla 1). La figura 2 muestra la distribución de los porcentajes de

beneficiarios de las ayudas al alquiler durante el periodo. Los porcentajes más bajos de decisiones favorables aparecen para las subvenciones competitivas de 2019 (54,90%). En el caso de los programas de subsidios (LJ), son habituales los porcentajes superiores al 90%. Para los programas competitivos, los porcentajes se sitúan en torno al 80% (figura 3). El alto porcentaje de individuos que reciben el subsidio es atribuible a que la Generalitat maximiza el número de personas que reciben el subsidio (si el presupuesto es suficiente), lo que no ocurre con las subvenciones son competitivas (especialmente para M).

Tabla 1. Número de episodios observados.

Nº Episodios	Frecuencia	Porcentaje	Acumulado
1	167,149	37,89	37.89
2	99,756	22,61	60.50
3	65,276	14,8	75.29
4	42,411	9,61	84,91
5	27,843	6,31	91.22
Más de 5	38,753	8,79	100
Total	441,188	100	

Figura 2. Distribución del porcentaje de ayudas otorgadas por tipo de subsidio y año.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de l'Agència de L'habitatge de Catalunya.

Las estadísticas descriptivas de las características sociodemográficas de los individuos a los que se conceden y a los que no se conceden las ayudas, se muestran en la tabla A.1. incluida en el Apéndice. En relación con los datos obtenidos para el conjunto de las ayudas, el precio medio del alquiler asciende a 440,53 euros,

y la subvención media a 161,24 euros, lo que significa que las ayudas cubren, de media, el 43,24% del precio del alquiler (ratio), cubriendo así más del 40% del alquiler (tabla 2). En 2019, este porcentaje se redujo al 40%. El importe máximo del alquiler de los solicitantes es de 1.400 euros, mientras que la cantidad máxima asignada es de 240 euros. Este límite máximo de 240 euros puede dar lugar a una reducción del porcentaje del alquiler cubierto por esta ayuda.

Por último, se han detectado diferencias por grupos de edad (tabla 3). Tras dividir la muestra en tres tramos de edad (16-30 años, 31-64 años y más de 65 años), se observa que el porcentaje de subsidios concedidos incrementa con la edad, oscilando entre el 73% y el 88%. En términos de ratios, también se observan ciertas pautas de edad. A medida que aumenta la edad, aumenta el porcentaje de prestaciones concedidas, que oscila entre el 41% y el 44%. Cuando sólo se tienen en cuenta las subvenciones competitivas, estas diferencias desaparecen.

Tabla 2. Análisis estadístico descriptivo del subsidio concedido, el precio del alquiler y la ratio.

	Promedio	Desviación estándar
Subsidio mensual (en euros)	161,24	58,95
Precio del alquiler (en euros)	440,53	164,85
Ratio	0,4324	0,1181

Tabla 3. Distribución de los subsidios por edad (porcentaje). Muestra total y M.

Grupos edad	Concedidas (muestra total)	Ratio (muestra total)
Menos de 35	73,27	41,19
Entre 35 y 65	77,24	43,49
Más de 65	87,9	44,74

El Apéndice A muestra estadísticas descriptivas adicionales. La tabla A.2. muestra estadísticas descriptivas anuales sobre la evolución de las variables clave: concedido y ratio. Mientras que la media de esta última oscila entre 0,404442 y 0,490333, la media de la primera oscila entre 0,838235 y 0,942206, excepto para 2013 y 2019, que presentan valores inferiores. En la tabla A.3. se muestran los estadísticos descriptivos de las variables socioeconómicas como edad, sexo, renta, mayores de 65 años y menores de 18 años segmentados por tipo de subvención. La tabla A.4 muestra los valores medios del porcentaje de la categoría para las variables explicativas que son variables cualitativas. Un análisis descriptivo más detallado se encuentra en Raya y Torres-Pruñonosa (2022).

4.2. Análisis estadístico descriptivo de la muestra con características sociodemográficas (2015-2019)

Los datos sobre los ingresos de los solicitantes están disponibles desde 2015 (así como datos sobre otras variables de sus perfiles socioeconómicos). Para 2015, estos datos solo incluyen información relacionada con los solicitantes a los que se ha concedido la prestación. Para los años siguientes, se incluyen los datos de todos los solicitantes. La tabla 4 muestra información descriptiva de los ingresos. El nivel medio de ingresos anuales para el periodo es de 10.349 euros. El cuadro también muestra un análisis estadístico descriptivo de los beneficiarios y la relación entre la ayuda mensual y el alquiler para cuatro grupos de ingresos: 0-4.800 euros, 4.801-11.400 euros, 11.401-16.000 euros y más de 16.000 euros.

Tabla 4. Estadísticas de ingresos de los solicitantes (2015-2019).

	Concedida	Ratio
Ingresos promedios	10.349 euros	
Ingresos:		
Menos de 4.800 euros	0,729	0,516
4.800-11.400 euros	0,952	0,428
11.400-16.000 euros	0,850	0,370
Más de 16.000 euros	0,582	0,379

La tabla 5, presenta el porcentaje medio de prestaciones concedidas, así como la proporción de la prestación mensual en relación con el precio del alquiler, según las diferentes características de los solicitantes. El porcentaje de mujeres que reciben ayudas es ligeramente superior (80,8% frente a 80,2% en el caso de los hombres), mientras que la proporción entre la ayuda y el precio del alquiler es también inferior en un 1,1% para ellas. En cuanto a las nacionalidades, los extracomunitarios con residencia legal obtienen un mayor porcentaje de las ayudas concedidas (82%), casi un 3% por encima de los españoles y extracomunitarios sin residencia legal y permanente y 5 puntos por encima de los solicitantes de países miembros de la UE. En cuanto al porcentaje cubierto por la ayuda al alquiler, los ciudadanos extracomunitarios con residencia legal y permanente son también aquellos a los que la ayuda cubre un mayor porcentaje del precio del alquiler (43%), un 1% por encima de los ciudadanos españoles y más de un 2% por encima de los de otras nacionalidades. Los hogares con familiares con discapacidad o mayores de 65 o menores de 18 años reciben más ayudas y en una cuantía que cubre una mayor proporción de sus gastos de alquiler. Ambos

Tabla 5. Análisis estadístico descriptivo de las características del perfil del solicitante (2015-2019).

	Concedida	Ratio	Resultado
Mujer	0,8082	0,4157	35,93%
Hombre	0,8022	0,4275	30,96%
Nacionalidad			
Española	0,7978	0,4151	34,87%
País miembro de la Unión Europea	0,7762	0,4074	34,08%
No comunitarios con residencia legal y permanente	0,8236	0,4280	31,93%
Sin residencia legal y permanente	0,7927	0,4019	36,51%
Otro país del Espacio Económico Europeo	0,6792	0,4203	38,40%
Discapacidad			
0	0,7747	0,4167	33,74%
1	0,8132	0,4185	33,21%
2	0,8184	0,4254	30,86%
3	0,8261	0,4442	31,11%
4	0,8974	0,4852	28,91%
5	0,8484	0,4754	30,49%
6	0,8571	0,5240	
7	1,0000	0,5193	
Miembros mayores de 65 años			
0	0,7991	0,4196	33,51%
1	0,8498	0,4406	33,71%
2	0,8243	0,4054	30,77%
Miembros menores de 18 años			
0	0,7801	0,4209	35,29%
1	0,804	0,4123	34,89%
2	0,8163	0,4224	32,31%
3	0,8538	0,4329	29,11%
4	0,8547	0,4405	28,11%
5	0,8391	0,4493	27,75%
Toda la muestra			
Antes de las subvenciones			58,70%
Después de las subvenciones			33,40%

aspectos se acentúan con el número de miembros discapacitados, y el máximo se alcanza cuando un miembro de la familia mayor de 65 años vive en un hogar con 4 miembros menores de 18 años.

Finalmente, la última columna de la tabla 5 muestra información sobre el esfuerzo medio que supone el pago del alquiler en relación con los ingresos, tanto

antes como después de haber recibido las ayudas a la vivienda. El esfuerzo medio se estima como el cociente entre el precio anual del alquiler (antes y después de haber recibido la ayuda) y los ingresos del hogar. El esfuerzo medio después de haber recibido la ayuda disminuye 26 puntos porcentuales (del 59% al 33%). El porcentaje de familias para las que el alquiler representa más del 40% de sus ingresos ha disminuido casi unos 35 puntos porcentuales (del 65% al 30%). Por lo tanto, es evidente que las ayudas a la vivienda han mejorado el acceso a los servicios de vivienda en el caso de estas familias. La tabla 5 incluye un análisis estadístico descriptivo de la base del esfuerzo medio requerido una vez concedido el subsidio. Se observa un mayor esfuerzo en el caso de las mujeres (5 puntos en comparación con los hombres), de los ciudadanos nacidos fuera de la Unión Europea pero dentro del espacio económico europeo (4 puntos en comparación con los ciudadanos españoles) y de las personas en hogares sin miembros menores de 18 años (al menos 3 puntos en comparación con los hogares con dos o más miembros menores de 18 años). No se observaron diferencias significativas en otros ámbitos. En cuanto a la edad, se observa un esfuerzo ligeramente mayor entre los menores de 35 años (1 punto) debido a una menor reducción del esfuerzo en comparación sobre todo con los mayores de 65 años (5 puntos).

5. RESULTADOS

Las evidencias descriptivas anteriores no tienen en cuenta las correlaciones entre las variables explicativas. Es decir, es posible que el efecto edad observado indique que las personas de más edad pagan un alquiler más bajo o tienen más experiencia a la hora de solicitar ayudas. Para el conjunto de la muestra, estimamos dos tipos de modelos según si la variable dependiente sea la probabilidad de una solicitud favorable o, para los que ya la han conseguido, un modelo explicativo del porcentaje que representa la cuantía de la ayuda en relación con el precio mensual del alquiler. En ambos casos, estimamos los modelos para dos muestras diferentes: la muestra completa y solamente para las solicitudes de las ayudas competitivas (M). Finalmente, se utilizan los mismos modelos para la muestra 2015-2019, a la que se incorporan variables relacionadas con el perfil sociodemográfico del individuo.

Los modelos explicativos de la probabilidad de obtención de una decisión favorable se estiman mediante un modelo de probabilidad lineal. Para los modelos con toda la muestra (tabla 6), se observa que cualquier año adicional tiene un efecto positivo en la obtención de un resultado favorable (0,1%), incluso para los modelos de la submuestra de subvenciones competitivas (0,03%). El efecto

Tabla 6. Modelos explicativos de la concesión de una indemnización. Muestra completa y M.

	Muestra 2011-2019		Muestra 2015-2019	
	Total	M	Total	M
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Edad	0,001***	0,0003***	0,0002***	-0,0002
Alquiler (100 euros)	-0,007***	-0,020***	0,029***	0,001
Experiencia	0,028***	0,043***	0,017***	0,017***
Ingreso (100 euros)			-0,001***	-0,001***
Año (ref.: 2011 o 2015)				
2012	0,091***			
2013	-0,112***			
2014	-0,075***			
2015	0,215***			
2016	0,249***	0,059***	0,000	-0,135***
2017	0,136***	0,000	0,094***	0,000
2018	0,140***	0,010***	0,003	-0,120***
2019	-0,096***	-0,264***	-0,261***	-0,433***
Tipo de subvención (ref.: LC)				
LJ	0,225***		0,119***	-
M	-0,028***		0,092***	-
Género (mujer)			0,013***	0,015***
Miembros >65			0,024***	0,041***
Miembros <18			0,025***	0,028***
Discapacitados			0,016***	0,018***
Nacionalidad (ref.: Española)				
Ciudadano UE			-0,003	-0,002
No ciudadano UE			0,001	0,004*
Sin residencia			-0,029	-0,025
Otros a UE			-0,058	-0,075
Constante	0,061	0,273	0,304	0,554
Control municipal	SI		SI	
Pseudo R ²	0,16	0,13	0,17	0,24

del precio del alquiler también es significativo. Por cada 100 euros del alquiler, la probabilidad de lograr una decisión favorable disminuye entre un 0,002% y un 0,07%. El efecto de la experiencia del solicitante, evaluada como el número de veces que ha participado en convocatorias anteriores, fluctúa entre 0,03% y 0,04% puntos. Tanto los efectos de la renta como de la experiencia son mayores en el caso de las ayudas competitivas. En cuanto al tipo de ayuda, la M tiene una menor probabilidad de éxito que la ayuda LC (categoría de referencia).

Una vez incorporadas las variables del perfil socioeconómico, respecto a las ayudas concedidas, observamos que una mayor renta (negativamente) y una mayor experiencia (positivamente) afecta estadísticamente a la aprobación de las ayudas. Los dos aspectos más interesantes con respecto a la estimación para todo el periodo son que la edad, a pesar de ser un aspecto significativo que condiciona la probabilidad de obtener una subvención, al estar controlada por la renta no es estadísticamente significativa en el caso de las subvenciones M. Además, el signo de la renta ha cambiado, y ahora (excepto para las becas M, para las que no es un factor determinante) afecta positivamente a la probabilidad de recibir una ayuda. En consecuencia, parece que en estimaciones anteriores el precio del alquiler captaba gran parte del efecto renta. El resto de variables relacionadas con el perfil de los solicitantes se consideran estadísticamente significativas. Las mujeres, así como los hogares con mayor número de miembros mayores de 65 años, de menores de 18 años y de discapacitados, tienen mayor probabilidad de obtener la ayuda.

Los modelos explicativos del porcentaje de la prestación en relación con el precio del alquiler figuran en la tabla 7. Todos los modelos muestran que cada año adicional tiene un efecto positivo en el porcentaje de la prestación en relación con el precio del alquiler (0,04%). La experiencia del solicitante tiene un efecto positivo para las ayudas M y un efecto negativo para las demás. En cuanto al tipo de subvención, en términos generales, y de acuerdo con la evidencia descriptiva, las subvenciones competitivas M tienen un porcentaje menor en el ratio objeto de estudio en la tabla 7 (porcentaje de la subvención en relación con el precio del alquiler), siempre en relación con las subvenciones LC (categoría de referencia).

Cuando introducimos variables relacionadas con el perfil socioeconómico de los individuos (submuestra 2015-2019), encontramos que el efecto de la experiencia (que solo muestra un efecto positivo para las becas M) cambia respecto a los modelos anteriores. No obstante, tanto los ingresos como la edad se comportan de acuerdo con lo que habíamos observado. Los ingresos reducen la relación entre el subsidio y el alquiler del solicitante, mientras que la edad aumenta esta relación. En cuanto a las variables de perfil, ser mujer, el número de miembros mayores de 65 años (que mantiene signo positivo sólo para las ayudas M) y el número de miembros discapacitados reducen la ratio subsidio-alquiler. Mientras que el número de miembros menores de 18 años tiene un efecto positivo para todas las ayudas, tiene un efecto ligeramente negativo en las ayudas M. Parece, por tanto, que estas características tienen un efecto positivo sobre las posibilidades de percibir la prestación, pero un

Tabla 7. Modelos explicativos de la relación entre el importe del subsidio concedido y el importe total del alquiler. Toda la muestra, M y otros.

	Muestra 2011-2019		Muestra 2015-2019	
	Total	M	Total	M
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Edad	0,0004***	0,0004***	0,000***	0,0001***
Episodio	0,0004***	0,002***	-0,0002***	0,001***
Ingreso (100 euros)			-0,000***	-0,00005***
Año (ref.: 2011 o 2015)				
2012	0,016***			
2013	0,051***			
2014	0,034***			
2015	0,043***			
2016	0,041***	-0,001**	0,000	0,000
2017	0,073***		0,021***	0,013***
2018	0,068***	-0,003***	0,019***	0,010***
2019	0,058***	-0,014**	0,009***	0,000
Tipo de subvención (ref.: LC)				
LJ	0,041***		0,051***	
M	-0,060***			
Género (mujer)			-0,006***	-0,001***
Miembros >65			-0,005***	0,001***
Miembros <18			0,003***	-0,0002***
Discapacitados			-0,001***	0,007***
Nacionalidad (ref.: Española)				
Ciudadano UE			-0,003**	0,000
No ciudadano UE			0,005***	0,003***
Sin residencia			0,010*	0,005***
Otros a UE			-0,012	-0,017***
Constante	0,026*	-0,038	0,480	0,372
Control municipal	SI		SI	
Pseudo R ²	0,26	0,19	0,35	0,26

efecto negativo sobre la cuantía de la ayuda en relación con el alquiler pagado. Por último, no sólo el hecho de no ser ciudadano de la UE, sino también el de no tener residencia legal, tienen un efecto positivo en la ratio ayuda-alquiler tanto para la muestra que abarca todas las ayudas como para las subvenciones M. Sin embargo, para el resto de los solicitantes europeos (de fuera de la UE) la relación subsidio/alquiler baja.

En la tabla 8 se muestra los modelos explicativos para los puntos asignados por la Agència de l'Habitatge a cada solicitud de subvenciones competitivas en 2019. El procedimiento, en este último caso, consiste en una estimación en dos etapas. En la primera etapa, se modelizan todos los puntos utilizando los municipios como variables explicativas. El objetivo es estandarizar los puntos por municipio y aumentar los grados de libertad de la segunda etapa (dado que en esta etapa no se controla por municipio). Con las predicciones obtenidas en la primera etapa, se estima un modelo explicativo de los puntos relacionado con las variables de perfil, precio del alquiler y episodios. El objetivo de la estimación de la tabla 8 es mostrar los factores determinantes de los puntos obtenidos y la variable clave para la asignación de bonificaciones, de la que sólo se dispone de información para 2019. Para este año, conocemos los determinantes de sumar un punto como candidato para obtener la bonificación y, por tanto, determinamos los factores decisivos de la variable continua. Esto nos permite identificar las variables clave en el intervalo más decisivo para la concesión de la bonificación. Las variables decisivas se refieren a los solicitantes cuyos puntos se encuentran en el límite de obtener o no la bonificación. Una vez más, los efectos obtenidos tras deducir los efectos de las demás variables incorporadas al modelo son efectos netos. En 2019, el punto de corte fue 28,399, y los puntos fluctuaron entre 0 y 68,39. En el intervalo decisivo, las únicas variables estadísticamente decisivas fueron el importe del alquiler (signo positivo) y tener miembros menores de 18 años (signo negativo). En los casos límite, estas son las únicas variables que influyen en la percepción de la prestación. Para el conjunto de la muestra, volvemos a encontrar, al igual que para el modelo en el que la variable dependiente es si se concede o no la prestación, más puntos a los individuos de más edad, a los que tienen menos ingresos, a los hogares con más discapacitados, mayores de 65 y menores de 18 años. En comparación con los ciudadanos españoles, tanto los comunitarios como los extracomunitarios tienen más puntos. Es interesante que el hecho de ser mujer no afecte a los puntos obtenidos.

Por último, la tabla 9 muestra los factores que determinan el esfuerzo realizado una vez concedida la prestación. El objetivo aquí es determinar a quién ayuda más la prestación concedida y, en concreto, qué determina el esfuerzo dedicado al alquiler en relación con los ingresos de un individuo. De nuevo, estimamos modelos para toda la muestra y para las ayudas competitivas (M). Los signos y las significaciones van en la dirección habitual. Se exige menos esfuerzo a los individuos de más edad y a los que tienen ingresos más elevados.

Tabla 8. Modelos explicativos de los puntos. Total e intervalo (2019).

	Total	Intervalo 28.1-28.7
	Coef.	Coef.
Edad	0,021***	0,012
Alquiler (100 euros)	2,60***	0,4**
Experiencia	0,258***	-0,011
Ingreso (100 euros)	-0,003***	0,000
Género (Mujer)	-0,035	-0,099
Miembros >65	3,367***	-0,487
Miembros <18	4,854***	-0,380*
Discapacitado	1,462***	0,356
Nacionalidad (ref.: Española)		
Ciudadano UE	0,899***	-0,876
No ciudadano UE	1,229***	0,315
Sin residencia	0,704	0,871
Otros a UE	0,906	0,000
Constante	42,991***	37,275
Control municipal	SI	
Pseudo R ²	0,77	0,08

En cuanto a la experiencia, el efecto depende del tipo de subvención. Una mayor experiencia reduce el esfuerzo una vez concedida la ayuda M. El hecho de ser mujer aumenta el esfuerzo y el número de discapacitados que conviven con el solicitante que ha obtenido la ayuda lo reduce. En comparación con los españoles, los ciudadanos comunitarios realizan más esfuerzo, mientras que ser extracomunitario y no tener residencia reducen el esfuerzo realizado. Por último, el efecto del número de miembros menores de 18 años o mayores de 65 depende del tipo de ayuda. En el caso de las subvenciones M, un mayor número de miembros mayores de 65 años reduce el esfuerzo requerido. El efecto del número de miembros menores de 18 años sobre el esfuerzo es el contrario según el tipo de subvención.

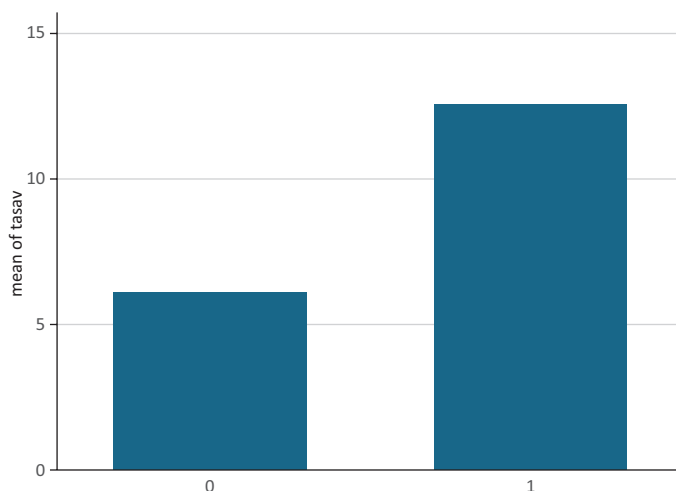
Como hemos visto, la literatura económica se centra principalmente en el impacto de las desgravaciones por vivienda: si las desgravaciones mejoran realmente el acceso a la vivienda o si los arrendadores, conscientes de las desgravaciones, suben los precios y captan todas las desgravaciones o parte de ellas. Para identificar perfectamente este efecto necesitamos combinar a nivel de vivienda los datos de toda la población de ayudas a la vivienda y de todo el mercado de alquiler libre. Los datos tienen que permitir al investigador seguir las viviendas

Tabla 9. Modelos explicativos de la ratio de esfuerzo. Muestra completa y M (2015-2019).

	Total	M
	Coef.	Coef.
Edad	-0,001***	-0,001***
Experiencia	0,0003*	-0,003***
Alquiler (100 euros)	-0,002***	-0,003***
Año (ref.: 2015)		
2016	0,000	-0,031***
2017	-0,002	-0,013***
2018	0,011***	0,003***
2019	0,007**	0,000
Tipo de subvención (ref.: LC)		
LJ	0,029***	
M	0,104***	
Género (mujer)	0,006***	0,003***
Miembros >65	0,001	-0,004***
Miembros <18	-0,0005*	0,003***
Discapacidades	-0,004***	-0,006***
Nacionalidad (ref.: Española)		
Ciudadano UE	0,012***	0,008***
No ciudadano UE	-0,020***	-0,020***
Sin residencia	-0,018**	-0,017**
Otros a UE	0,013	0,030
Constante	0,520***	0,652
Control municipal	SI	
Pseudo R ²	0,58	0,69

cuyo inquilino se beneficia de un subsidio de vivienda durante el tiempo suficiente para ver un cambio en su contrato y ver lo que ocurre con el precio de su alquiler en ese momento. En este proyecto combinamos dos fuentes de datos administrativos que permiten esta identificación. No nos preocupa la selección, porque disponemos de la población de ayudas a la vivienda y de la población de contratos de alquiler del mercado libre durante 2016-2019 en la región de Cataluña. Nuestra variable de interés es la tasa de crecimiento del alquiler en el nuevo contrato, no el precio en un momento dado, ya que este precio se ve afectado por las características no observadas de la vivienda, que pueden ser diferentes en cada muestra. Es decir, se trata de averiguar si el hecho de que, durante los últimos años del anterior contrato de alquiler, el inquilino recibiera una ayuda a la vivienda, repercute en la tasa de incremento de la renta de alquiler del nuevo

Figura 3. Tasa de variación del precio del contrato según si se trata de un piso del grupo Experimental (1) o grupo de control (0).



contrato. Seguimos, por tanto, la misma vivienda, por lo que no se necesitan controles sobre las características de la vivienda. También observamos un corto periodo de tiempo, por lo que podemos suponer que la depreciación es casi nula y los mayores incrementos de renta del grupo experimental (grupo en el que durante los últimos años del contrato anterior el inquilino obtuvo una ayuda a la vivienda) responden a la incidencia y no al cambio de calidad en un grupo. Es decir, nuestros datos nos permiten abordar problemas de endogeneidad como la calidad no observada de la vivienda, y las estimaciones clave son muy precisas en relación con el estándar de la literatura. Los autores anteriores o bien investigan la incidencia a nivel agregado (municipio, área o colectivo) o tienen algunos problemas de datos para identificar perfectamente el efecto. Así, Majid, (2023) y Fack, (2006) no disponen de información sobre la ayuda en una vivienda concreta; Laferrère and Le Blanc, (2004) no observan a toda la población de ayudas a la vivienda y tampoco observan en el momento de cambiar el contrato; Kangasharju, (2010) no puede saber si los individuos que reciben la ayuda la tenían antes o no o si permanecen o no en esa vivienda y cómo repercute esto en el alquiler del siguiente contrato, Viren (2013) no puede observar un grupo de control, Eerola y Lyytikäinen, (2021) no tienen un grupo de control puro que no reciba el tratamiento y no observan directamente los nuevos contratos en sus datos. En la figura 3 se puede observar un primer resultado en el que aquellos pisos que han recibido alguna ayuda antes de cambiar de contrato experimentan

una tasa de variación en el precio del contrato en relación al contrato anterior más elevada que aquellos pisos que no han obtenido dicha ayuda antes de cambiar el contrato. La diferencia es de casi 7 puntos porcentuales. En este sentido, se puede considerar esta como una primera evidencia acerca de la incidencia de la ayuda en el caso catalán. Los propietarios aumentan más el precio del nuevo contrato a esos inquilinos que reciben una ayuda.

6. CONCLUSIONES

La situación económica en Cataluña muestra que los precios de los alquileres en los últimos 9 años han aumentado en términos acumulados claramente por encima de la inflación. Desde un punto de vista de ajuste, el incremento de los alquileres de los últimos 15 años, *per se*, no es preocupante. Pero sí lo es cuando le añadimos que la renta per cápita, en términos reales ha disminuido más de un 10%. Esta redistribución de la renta perjudica a las rentas más bajas, en particular a los jóvenes, excluidos del mercado de la vivienda, sin ahorros y en un mercado laboral precario. Si tenemos en cuenta un mercado de la vivienda social casi inexistente y un gasto público en vivienda por debajo de los estándares europeos, el problema del acceso a la vivienda es evidente. A este respecto los anuncios realizados a lo largo del 2023 para incrementar el parque de vivienda social a través de la nueva construcción, el aprovechamiento de las viviendas procedentes del SAREB o de compras de la SEPES de suelo del Ministerio de Defensa, son una buena noticia. Pero, incluso a un buen ritmo, se tardarán varias décadas en tener un parque de vivienda social suficiente. Por lo tanto, las ayudas al alquiler son necesarias, al menos mientras no exista una política de fomento de la vivienda social y un parque de viviendas para este fin conforme a las normas europeas.

A raíz de los resultados obtenidos con los datos administrativos de las ayudas gestionadas por l'Agència de l'habitatge, hemos observado que la probabilidad de obtener un subsidio aumenta con la edad; el precio del alquiler; la experiencia; el hecho de ser mujer; la condición de no ciudadano de la UE; y el número de miembros del hogar mayores de 65 años, menores de 18 o discapacitados. Y disminuye con los ingresos. Por tanto, una pregunta que surge es si tiene sentido, por ejemplo, que aspectos como ser mujer, la tipología del hogar, la nacionalidad, pagar más alquiler (que no tiene efecto en el caso de M) o ser una persona mayor tengan ventajas para un mismo precio de alquiler e ingresos. En algunos casos, la respuesta es sí porque hay aspectos inobservables que queremos “premiar” (violencia de género, costes colaterales, etc.). En otros casos, la respuesta es

no. Además, para aquellos con una puntuación cercana al nivel de corte establecido para obtener la ayuda, las únicas variables estadísticamente determinantes son el importe de la renta (positivamente) y el número de miembros menores de 18 años (negativamente). Debemos plantearnos si tiene sentido que estos dos factores (y sus signos) sean tan determinantes en relación con otras variables.

Una consideración similar puede hacerse con respecto a la ayuda en relación con el precio del alquiler o el esfuerzo tras haber recibido una ayuda. En el caso de los grupos con más probabilidades de recibir ayudas, el importe del subsidio obtenido representa una parte menor del precio del alquiler. En consecuencia, o bien estos grupos pagan un precio de alquiler más alto o bien reciben subsidios más bajos. Esto no importa si no es necesario un mayor esfuerzo en relación con sus ingresos, pero en el caso contrario, sí. Por ejemplo, los hogares con más miembros mayores de 65 años o menores de 18 no necesitan hacer esfuerzos adicionales (en este último caso ocurre lo contrario). Sin embargo, esto ocurre en el caso de las mujeres, para las que la cuantía de la ayuda al alquiler parece insuficiente, ya que necesitan hacer más esfuerzo que los hombres en relación con sus ingresos una vez concedida la ayuda. Respecto a este esfuerzo y vinculándolo a las mayores posibilidades de obtener ayuda, habría que vigilar si, además de aumentar las posibilidades de obtener ayuda, una vez concedida, el colectivo necesita dedicar más esfuerzo que otros colectivos. Esto es lo que ocurre con los ciudadanos extracomunitarios y los de más edad. Es necesario determinar si estos efectos están causados por algún inobservable.

Las ayudas al alquiler mejoran el acceso a la vivienda, disminuyendo en 35 puntos la proporción de hogares que destinan más del 40% de sus ingresos a pagar la vivienda. De hecho, esta proporción de acceso disminuye 26 puntos de media tras obtener la ayuda. Tras obtener una ayuda, los que realizan mayores esfuerzos son las mujeres, los jóvenes, los hogares con menores ingresos, los hogares sin miembros discapacitados y los ciudadanos europeos de países no comunitarios. El efecto del número de miembros menores de 18 años o mayores de 65 depende de la tipología de la ayuda.

La literatura económica también muestra preocupación por la proporción de ayudas al alquiler que no benefician a los beneficiarios de los subsidios, sino que se convierten en ingresos captados por los propietarios. En muchos casos, las ayudas al alquiler provocan un aumento del precio del alquiler y una captación de ingresos por parte de los propietarios. En este trabajo se ha obtenido una primera aproximación a la incidencia de la ayuda a nivel de piso, pues se ha observado que

aquellos pisos cuyo inquilino recibe una ayuda en el momento del cambio de contrato experimentan un mayor aumento del precio al cambiar el contrato respecto a aquellos que no reciben ayuda en ese momento. En particular casi 7 puntos porcentuales más en relación al precio de contrato anterior, más que duplicando la tasa de variación de aquellos que no reciben ayuda. Estos resultados contrastan con los de Eerola y Lyytikäinen (2021), que no muestran efectos significativos en el caso de Finlandia, pero confirman los hallazgos del Reino Unido (Gibbons y Manning, 2006) y Francia (Fack, 2006), aunque obteniendo, en este caso, un porcentaje de apropiación por parte del propietario mucho más reducido. Cabe mencionar que el cálculo realizado en este estudio no es a nivel municipal o de barrio, sino a nivel de piso y por lo tanto se trata de una aproximación más precisa que la realizada hasta ahora por la literatura económica. El diseño actual de las ayudas a la vivienda beneficia a las personas mayores en términos de cobertura. Para el conjunto de nuestra muestra esto es normal porque los mayores de 65 años son parte de la población objetivo. Sin embargo, este efecto también se mantiene en la muestra de subvenciones competitivas. En concreto, una persona de 25 años, en comparación con una de 65, tiene 4 puntos menos de probabilidad de obtener una decisión favorable para todas las formas de ayuda y 1,2 puntos menos de probabilidad de conseguirlo en el caso de las subvenciones M. También es significativo el efecto del precio del alquiler (efecto negativo) y la experiencia del solicitante (efecto positivo), evaluada como el número de veces que el solicitante ha participado en convocatorias. Tanto el efecto del precio del alquiler como el de la experiencia son mayores en el caso de las ayudas competitivas. En cuanto a la edad, existe la posibilidad de crear un programa de ayudas específico para promover la independencia de los jóvenes adultos, en particular de aquellos con dificultades económicas que estén dispuestos a independizarse. Como mostramos, los jóvenes son los que tienen menos ayudas concedidas (y una menor relación subsidio-alquiler). Los datos sobre la independencia de la población joven catalana muestran que sólo el 23,8% de las personas de 16 a 29 años están en condiciones de independizarse (Consell de Treball, Econòmic i Social de Catalunya). En cuanto al retraso en la edad de emancipación, Eurostat estima que la edad media en España es de 29,4 años (EU-SILC). Se trata de una de las edades más altas de los países europeos, superadas sólo por las de Croacia (31,5 años), Eslovaquia (31) e Italia (30,1). En la UE-28, la edad media es de 26,1 años, aunque en los países nórdicos, como Suecia y Dinamarca, desciende considerablemente a 20,7 y 21,9 años, respectivamente. La vivienda no es el único aspecto que contribuye a retrasar la edad de independizarse (el desempleo juvenil y la precariedad laboral también influyen), pero es un factor decisivo.

En este contexto nació una nueva subvención nacional financiada con fondos nacionales españoles, aunque gestionada regionalmente, para beneficiar a los jóvenes (Real Decreto, 42/2022, de 18 de enero de 2022). Según este trabajo y la literatura previa (Breidenbach et al., 2022; Diamond et al., 2019; Mense et al., 2018; Monràs y Montalvo, 2022; Thomschke, 2016), este tipo de subvención funciona mejor que alternativas, que contempla la nueva Ley de Vivienda, como limitar los precios del alquiler, pero habrá que estar atentos a sus efectos y rediseñarla si su actual diseño permite apropiación por parte de los propietarios.

En cuanto a las limitaciones de este trabajo, reconocemos que los datos administrativos utilizados no son perfectos, aunque su calidad mejoró a lo largo de los años analizados. Por ejemplo, cabe destacar que los ejercicios realizados en este trabajo para 2015-2019 difieren de los utilizados para el conjunto de la muestra porque a partir de 2015 se incluyeron en el conjunto de datos variables relacionadas con las características de los individuos. Asimismo, el conjunto de datos sólo incluye las puntuaciones otorgadas para los últimos años analizados, lo cual es preferible a la variable dicotómica que muestra si se recibió o no el subsidio, ya que esta variable cuantitativa permite, mediante, tal y como hemos observado, un análisis mucho más preciso de cuáles son las variables clave en los valores cercanos al punto de corte. Futuras investigaciones deberían evaluar los programas de subsidios durante un periodo más largo y con mejores datos, sobre todo en lo que respecta tanto a las características individuales como a las puntuaciones obtenidas. Asimismo, cabe esperar a un análisis más detallado de los primeros efectos de la incidencia de la ayuda aquí observados.

Por último, la población de nuestro estudio incluye a los individuos que pueden acceder al subsidio estudiado. Evidentemente, no se trata de una muestra aleatoria de la población total, pero nuestro objetivo es determinar cómo funciona el subsidio entre estos individuos. Dentro de este grupo, no existe un sesgo evidente porque todos pueden acceder a la subvención (si no tenemos en cuenta el sesgo de información y el sesgo de capacidad para hacer frente a los requisitos de administración). Sin embargo, especialmente en lo que se refiere a las subvenciones competitivas (M), los modelos estimados son útiles para determinar qué tipo de individuo tiene más probabilidades de que se le conceda y cómo ha cambiado su situación.

Finalmente, recomendamos continuar con la evaluación económica de la ayuda, en primer lugar por los principios de la evaluación, ya que esta debe ser una actividad inherente y continua de la política económica. En segundo lugar,

para incentivar que las administraciones realicen un gran esfuerzo para mejorar los datos administrativos presentados en este capítulo. Como mostramos, los datos mejoran considerablemente en los últimos años (en particular, para dos variables esenciales para la evaluación: los ingresos y las puntuaciones obtenidas por los solicitantes). Este esfuerzo de recopilación de datos no debe perderse, ya que permitirá compilar datos administrativos casi completos para la próxima evaluación. Adicionalmente, se recomienda vincular los datos sobre ayudas a la vivienda con los microdatos de los contratos, ya que analizando el periodo 2011-2019 con ambas fuentes de datos es posible una estimación más robusta del efecto de las ayudas al alquiler. Las administraciones deben garantizar que todos los grupos destinatarios –los necesitados– tengan las mismas probabilidades de obtener ayudas al alquiler y de recibir la misma cuantía. Por lo tanto, una cuestión crucial se refiere a la planificación *ex ante* de la generación de la información necesaria para permitir una evaluación *ex post* de los cambios o reformas cuya aplicación se está considerando. A este respecto, la literatura también recomienda revisar (en los casos donde no se realiza de forma automática, como en las subvenciones competitivas), que las condiciones económicas de los que han obtenido la ayuda no han cambiado. Asimismo, recomendamos realizar ejercicios similares en otras CC. AA. y evaluar así, el efecto de las diferentes ayudas a la vivienda en alquiler. Unas y otras experiencias permitirán, diseñar mejor futuras ayudas a los demandantes de vivienda en alquiler.

BIBLIOGRAFÍA

- Breidenbach, P., Eilers, L. y Fries, J. (2022). Temporal dynamics of rent regulations–The case of the German rent control. *Reg. Sci. Urban Econ.* 92, 103-737.
- Carlson, D., Haveman, R., Kaplan, T. y Wolfe, B. (2012). Long-term effects of public low-income housing vouchers on neighborhood quality and household composition. *J. Hous. Econ.* 21, 101-120.
- Casciano, R. y Massey, D.S. (2012). Neighborhood disorder and anxiety symptoms: new evidence from a quasi-experimental study. *Health Place* 18, 180-190.
- Chetty, R., Hendren, N. y Katz, L.F. (2016). The effects of exposure to better neighborhoods on children: New evidence from the Moving to Opportunity experiment. *Am. Econ. Rev.* 106, 855-902.

- Chyn, E. (2018). Moved to opportunity: The long-run effects of public housing demolition on children. *Am. Econ. Rev.* 108, 3028-3056.
- Collinson, R. y Ganong, P. (2018). How do changes in housing voucher design affect rent and neighborhood quality? *Am. Econ. J. Econ. Policy* 10, 62-89.
- Del Pero, A.S., Adema, W., Ferraro, V. y Frey, V. (2016). Policies to promote access to good-quality affordable housing in OECD countries.
- DeLuca, S. y Dayton, E. (2009). Switching social contexts: The effects of housing mobility and school choice programs on youth outcomes. *Annu. Rev. Sociol.* 35, 457-491.
- Diamond, R., McQuade, T. y Qian, F. (2019). The effects of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: Evidence from San Francisco. *Am. Econ. Rev.* 109, 3365-3394.
- Eerola, E. y Lyytikäinen, T. (2021). Housing allowance and rents: Evidence from a stepwise subsidy scheme. *Scand. J. Econ.* 123, 84-109.
- Eriksen, M.D. y Ross, A. (2013). The impact of housing vouchers on mobility and neighborhood attributes. *Real Estate Econ.* 41, 255-277.
- Fack, G. (2006). Are housing benefit an effective way to redistribute income? Evidence from a natural experiment in France. *Labour Econ.* 13, 747-771.
- Gibbons, S. y Manning, A. (2006). The incidence of UK housing benefit: Evidence from the 1990s reforms. *J. Public Econ.* 90, 799-822.
- Hausman, J.A. y Wise, D.A. (1980). Discontinuous budget constraints and estimation: The demand for housing. *Rev. Econ. Stud.* 47, 75-96.
- Kangasharju, A. (2010). Housing allowance and the rent of low-income households. *Scand. J. Econ.* 112, 595-617.
- Katz, B., Turner, M.A., Brown, K.D., Cunningham, M. y Sawyer, N. (2003). Rethinking local affordable housing strategies: lessons from 70 years of policy and practice. Washington, DC Brookings Inst.
- LaFerrère, A. y Le Blanc, D. (2004). How do housing allowances affect rents? An empirical analysis of the French case. *J. Hous. Econ.* 13, 36-67.
- Lindberg, R.A., Shenassa, E.D., Acevedo-García, D., Popkin, S.J., Villaveces, A. y Morley, R.L. (2010). Housing interventions at the neighborhood level and health: a review of the evidence. *J. Public Heal. Manag. Pract.* 16, S44-S52.

- Ly, A. y Latimer, E. (2015). Housing first impact on costs and associated cost offsets: a review of the literature. *Can. J. Psychiatry* 60, 475-487.
- Majid, W. (2023). Can Landlords Siphon Housing Allowances? New Theory and Evidence on Housing Allowance Algorithms from a Natural Experiment 15900. *J. Hous. Econ.* 101-948.
- Mense, A., Michelsen, C. y Kholodilin, K. (2018). Empirics on the causal effects of rent control in Germany.
- Monràs, J. y Montalvo, J.G. (2022). The effect of second generation rent controls: New evidence from Catalonia.
- Moulton, S., Peck, L.R. y Dillman, K.N. (2014). Moving to Opportunity's Impact on Health and Well-Being Among High-Dosage Participants. *Hous. Policy Debate* 24, 415-445.
- Nordvik, V. y Sørvoll, J. (2014). Interpreting Housing Allowance: The Norwegian Case. *Housing, theory Soc.* 31, 353-367.
- Olsen, E.O. (2003). Housing programs for low-income households, in: *Means-Tested Transfer Programs in the United States*. University of Chicago Press, pp. 365-442.
- Olsen, E.O. (1982). *Role of Government in the Housing Sector*. University of Virginia.
- Olsen, E.O. y Zabel, J.E. (2015). US housing policy, in: *Handbook of Regional and Urban Economics*. Elsevier, pp. 887-986.
- Owens, A. (2017). How do people-based housing policies affect people (and place)? *Hous. Policy Debate* 27, 266-281.
- Parsell, C. y Marston, G. (2016). Supportive housing: justifiable paternalism? *Housing, Theory Soc.* 33, 195-216.
- Raya, J.M. y Torres-Pruñonosa, J. (2022). The importance of administrative data in the evaluation of the incidence of social housing allowance programmes. *Eval. Program Plann.* 94, 102-117.
- Stephens, M., Fitzpatrick, S., Elsinga, M., Van Steen, G. y Chzhen, Y. (2010). *Study on housing exclusion: Welfare policies, housing provision and labour markets*. European Commission/University of York.

- Susin, S. (2002). Rent vouchers and the price of low-income housing. *J. Public Econ.* 83, 109-152.
- Thomschke, L. (2016). Distributional price effects of rent controls in Berlin: When expectation meets reality. CAWM Discussion Paper.
- Thomson, H., Thomas, S., Sellstrom, E. y Petticrew, M. (2013). Housing improvements for health and associated socio-economic outcomes. *Cochrane database Syst. Rev.*
- Venti, S.F. y Wise, D.A. (1984). Moving and housing expenditure: transaction costs and disequilibrium. *J. Public Econ.* 23, 207-243.
- Viren, M. (2013). Is the housing allowance shifted to rental prices? *Empir. Econ.* 44, 1497-1518.

APÉNDICE

Tabla A.1. Estadísticas descriptivas segmentadas por grupos concedidos y no concedidos.

Variable	Grupo	Observaciones	Media	Std. Dev.	Min.	Max.
Edad	Concedido	337.159	46,751850	14,679990	18	119
	No concedido	97.405	43,309570	12,508740	17	116
Precio del alquiler (en euros)	Concedido	337.159	405.133800	124,072800	1	1.348,81
	No concedido	97.405	422,503400	132,056200	0	1.265,00
Episodios	Concedido	337.159	2,748940	1,883882	1	11
	No concedido	97.405	2,074134	1,577159	1	11
Ingreso	Concedido	261.712	9.706,269000	4.669,097000	0	45.715,49
	No concedido	51.762	13.817,340000	9.325,449000	0	115.221,80
Género (mujer)	Concedido	261.189	0,505056	0,499975	0	1
	No concedido	64.067	0,494919	0,499978	0	1
Miembros mayores de 65 años	Concedido	261.748	0,151268	0,411697	0	3
	No concedido	64.342	0,115508	0,372330	0	4
Miembros menores de 18 años	Concedido	261.748	1,214806	1,230678	0	12
	No concedido	64.342	1,030431	1,160945	0	10
Discapacidad	Concedido	227.474	0,138842	0,407450	0	7
	No concedido	64.342	0,110643	0,362168	0	6

Tabla A.2. Estadísticas descriptivas anuales.

Año	Variable	Observaciones	Media	Std. Dev.	Min.	Max.
2011	Ratio	20.800	0,448587	0,156951	0,004440	1
	Concedido	24.820	0,838235	0,368242	0	1
2012	Ratio	17.817	0,465411	0,157802	0,035088	1
	Concedido	18.912	0,942206	0,233360	0	1
2013	Ratio	18.809	0,490333	0,155335	0,033333	1
	Concedido	37.607	0,500146	0,500007	0	1
2014	Ratio	17.969	0,481246	0,155946	0,037944	1
	Concedido	20.640	0,870591	0,335660	0	1
2015	Ratio	38.259	0,448436	0,124339	0	1
	Concedido	45.491	0,841068	0,365617	0	1
2016	Ratio	50.322	0,429303	0,104422	0	1
	Concedido	58.324	0,862801	0,344060	0	1
2017	Ratio	59.791	0,422160	0,097210	0	1
	Concedido	70.242	0,854047	0,353061	0	1
2018	Ratio	65.129	0,413088	0,089649	0	1
	Concedido	76.890	0,848953	0,358097	0	1
2019	Ratio	51.870	0,404442	0,095137	0	1
	Concedido	86.466	0,600259	0,489848	0	1

Tabla A.3. Estadísticas descriptivas segmentadas por tipo de subvención.

Variable	Tipo de subvención	Observaciones	Media	Std. Dev.	Min.	Max.
Edad	LC	7.704	45,123310	12,235070	19	94
	LJ	174.512	49,630770	15,452230	17	106
	M	253.738	43,528780	12,974010	18	119
Precio del alquiler (en euros)	LC	7.704	364,207000	124,728900	0	903.96
	LJ	174.512	413,618900	132,280700	0	1348,81
	M	253.738	407,498200	121,600200	0	1.250,00
Episodios	LC	7.704	1,964174	1,217282	1	9
	LJ	174.512	3,104640	2,129533	1	11
	M	253.738	2,269672	1,539538	1	11
Ingreso	LC	7.617	9.198,204	5.476,334	0	61.731,48
	LJ	70.918	8.536,291	4.282,676	0	94.335,65
	M	235.725	10.978,280	6.209,790	0	115.221,80
Género (mujer)	LC	7.693	0,535162	0,498795	0	1
	LJ	70.763	0,469200	0,499054	0	1
	M	247.615	0,512089	0,499855	0	1
Miembros mayores de 65 años	LC	7.703	0,102168	0,343087	0	2
	LJ	71.083	0,238102	0,489402	0	3
	M	248.122	0,119022	0,374575	0	4
Miembros menores de 18 años	LC	7.703	1,116967	1,186329	0	8
	LJ	71.083	1,328489	1,336315	0	8
	M	248.122	1,136143	1,181255	0	12
Discapacidad	LC	7.703	0,141893	0,419889	0	5
	LJ	55.718	0,181216	0,504467	0	7
	M	229.176	0,120610	0,365928	0	7

Tabla A.4. Estadísticas descriptivas de las variables cualitativas.

Variable	Valores	Observaciones	Media	Std. Dev.	Min.	Max.
Año	2011	435.954	0,057277	0,232371	0	1
	2012	435.954	0,043778	0,204600	0	1
	2013	435.954	0,086548	0,281172	0	1
	2014	435.954	0,047507	0,212722	0	1
	2015	435.954	0,093682	0,291386	0	1
	2016	435.954	0,133909	0,340555	0	1
	2017	435.954	0,161474	0,367968	0	1
	2018	435.954	0,176945	0,381623	0	1
	2019	435.954	0,198881	0,399159	0	1
Tipo de subvención	LC	435.954	0,017672	0,131755	0	1
	LJ	435.954	0,400299	0,489960	0	1
	M	435.954	0,582029	0,493226	0	1
Género	Mujer	326.071	0,503326	0,499990	0	1
Nacionalidad	Española	321.328	0,519998	0,499601	0	1
	País miembro de la Unión Europea	321.328	0,040551	0,197247	0	1
	No comunitarios con residencia legal y permanente	321.328	0,438088	0,496153	0	1
	Sin residencia legal y permanente	321.328	0,001198	0,034594	0	1
	Otro país del Espacio Económico Europeo	321.328	0,000165	0,012842	0	1

Cuarta Parte

FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

Capítulo 12

LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO HIPOTECARIO EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS

Santiago Carbó Valverde
Universitat de València y Funcas
<https://orcid.org/0000-0001-5357-599X>

Francisco Rodríguez Fernández
Universidad de Granada y Funcas
<https://orcid.org/0000-0003-3676-9156>

Resumen

Este capítulo ofrece un análisis de la evolución del mercado hipotecario en los países desarrollados, incidiendo en sus características distintivas, la influencia de la política monetaria y regulaciones, el impacto de las innovaciones financieras, las crisis económicas, y las perspectivas futuras. El mercado hipotecario es un eje de gran importancia en la economía de estos países, influyendo notablemente en la estabilidad financiera y en el bienestar social. A través de este estudio, se aspira a proporcionar una comprensión integral de la dinámica del mercado hipotecario, destacando las lecciones aprendidas de episodios pasados y las implicaciones para las políticas y prácticas financieras del futuro. El capítulo subraya la complejidad y diversidad del sector hipotecario a escala de la economía global. La experiencia de las crisis financieras ha puesto de relieve la importancia de una regulación y supervisión efectivas por las implicaciones sociales de largo plazo de desviaciones importantes en el equilibrio entre financiación hipotecaria y precios de la vivienda. La profundidad del mercado, respaldada por la generación de liquidez, hace que el crédito y su titulización jueguen un importante papel en los países desarrollados. Además, la innovación tecnológica está revolucionando el mercado, y este estudio se centra en cómo estos elementos han modelado y transformado el mercado hipotecario y, a su vez, cómo este ha influenciado la economía más amplia.

Se incluyen datos de 43 países de la OCDE, mostrando variaciones significativas en los porcentajes de propietarios de vivienda y de propietarios hipotecados, que pueden ser indicativas de diferencias en políticas habitacionales, economía y cultura de propiedad. Las diferencias institucionales, culturales y de política económica que afectan al mercado hipotecario son muy amplias, como la profundidad del mercado de alquiler frente al de propiedad inmobiliaria y las acciones de apoyo estatal a estos dos tipos de acceso a vivienda. La diversidad de productos hipotecarios refleja una variabilidad internacional, evidenciando diferencias en preferencias y políticas. La titulización ha tenido un impacto notable en el desarrollo del mercado hipotecario, fundamentalmente en los países desarrollados, aunque se ha ido extendiendo rápidamente a otros países y convirtiéndose en una práctica común desde hace décadas. Sin embargo, también ha generado algunas distorsiones negativas en la dinámica entre financiación bancaria y precios de la vivienda en algunas ocasiones. El impacto de la crisis financiera global de 2007-2008 en el mercado hipotecario fue considerable y con graves consecuencias, de las que se pudieron extraer muchas lecciones.

Además, el capítulo aborda las principales tendencias y recomendaciones actuales en materia hipotecaria y su impacto en la accesibilidad a la vivienda. Entre estas tendencias, se destaca el creciente enfoque en la sostenibilidad y la eficiencia energética en los productos hipotecarios, reflejando una mayor conciencia ambiental. También se observa un aumento en la digitalización de los servicios hipotecarios, lo que facilita el acceso y la gestión de hipotecas para una gama más amplia de consumidores. Asimismo, se analizan los desafíos y oportunidades que enfrenta el mercado hipotecario en el contexto de una economía global cada vez más interconectada y sujeta a cambios rápidos.

1. INTRODUCCIÓN

El mercado hipotecario es un eje de financiación muy importante en la economía de los países desarrollados, y con grandes implicaciones tanto para la estabilidad financiera como el bienestar social. A lo largo de las últimas décadas, este mercado ha experimentado una serie de transformaciones profundas, impulsadas por factores económicos, políticos y tecnológicos. Estos cambios no solo han redefinido el acceso a la vivienda, sino que también han generado nuevos desafíos y oportunidades dentro del sector financiero global. También ha brindado opciones y acciones de política económica más o menos innovadoras para enfrentar esos retos.

La relación entre el desarrollo del mercado hipotecario y la estabilidad económica es un tema central. Jordà et al. (2016), muestran la evolución del mercado hipotecario en el mundo desde 1870. Agnello et al. (2019) argumentan que el mercado hipotecario tiene un papel crítico en el ciclo económico de la vivienda, lo que subraya su importancia en la estabilidad macroeconómica. La Reserva Federal de Estados Unidos (2023) también resalta la necesidad de supervisar de cerca el desarrollo del mercado de viviendas en relación con la estabilidad financiera. En este punto, la profundidad del mercado viene dada, en gran medida, por la generación de liquidez y esto convierte al crédito y la titulización en un componente esencial en países desarrollados. La titulización, en particular, permite, en ocasiones, a los bancos transferir riesgos, lo que influye directamente en la estabilidad financiera e, incluso, en la disponibilidad de financiación para viviendas (Battistini et al., 2023).

Entre los diferentes factores financieros, las variaciones de tipos de interés generan una creciente atención en el mercado hipotecario, sobre todo en contexto temporal reciente, donde el entorno monetario ha sido tan cambiante. A medida que los tipos de interés aumentan, los costes de financiación hipotecarios también se elevan para los compradores de viviendas. Esto puede tener implicaciones directas en la accesibilidad, ya que los nuevos propietarios pueden enfrentar pagos mensuales más altos en sus préstamos hipotecarios. Esta situación puede desencadenar una disminución en la demanda de viviendas, lo que a su vez podría ejercer presión sobre los precios de las viviendas y ralentizar el mercado inmobiliario. En este punto, la relación entre los tipos hipotecarios y los precios de la vivienda es bidireccional. Por un lado, los cambios en los precios inmobiliarios pueden influir en los tipos hipotecarios. Una disminución en los precios de la vivienda puede llevar a un aumento de los tipos de las hipotecas, ya que los prestamistas pueden percibir un mayor riesgo crediticio en un mercado inmobiliario en declive. Por otro lado, tipos hipotecarios más elevados impactan directamente en la demanda de viviendas, ya que los compradores potenciales ven reducida su capacidad de endeudamiento. Es importante destacar que esta dinámica entre tipos hipotecarios y precio de la vivienda tiene repercusiones para la estabilidad financiera en países desarrollados. Los reguladores financieros y las autoridades económicas deben estar atentos a estos movimientos y considerar medidas para mitigar posibles desequilibrios en el mercado hipotecario (Cumming y Walker, 2023). Por otro lado, la innovación tecnológica está transformando el mercado hipotecario en países desarrollados. Fuster et al. (2019)

exploran el papel de la tecnología en la concesión de hipotecas, y observan que está cambiando la forma en que se otorgan y gestionan los préstamos hipotecarios, un aspecto que gana relevancia con las actuales tendencias en digitalización bancaria e inteligencia artificial con aplicaciones al sector financiero.

En estas líneas se analizan la evolución del mercado hipotecario en los países desarrollados, enfocándose en sus características distintivas, la influencia de la política monetaria y las regulaciones, el impacto de las innovaciones financieras y las crisis económicas, y las perspectivas futuras. El análisis se centra en cómo estos elementos han modelado y transformado el mercado hipotecario, y cómo, a su vez, este mercado ha influenciado la economía más amplia. Además, se presta especial atención a las diferencias significativas entre los países en términos de estructura de mercado, preferencias de los consumidores y políticas gubernamentales. Estas divergencias han dado lugar a una diversidad de enfoques en la gestión de los mercados hipotecarios, cada uno con sus propios conjuntos de desafíos y beneficios. Al examinar estos aspectos, se aspira a proporcionar una comprensión integral de la dinámica del mercado hipotecario en el contexto de los países desarrollados, destacando las lecciones aprendidas y las implicaciones para futuras políticas y prácticas financieras.

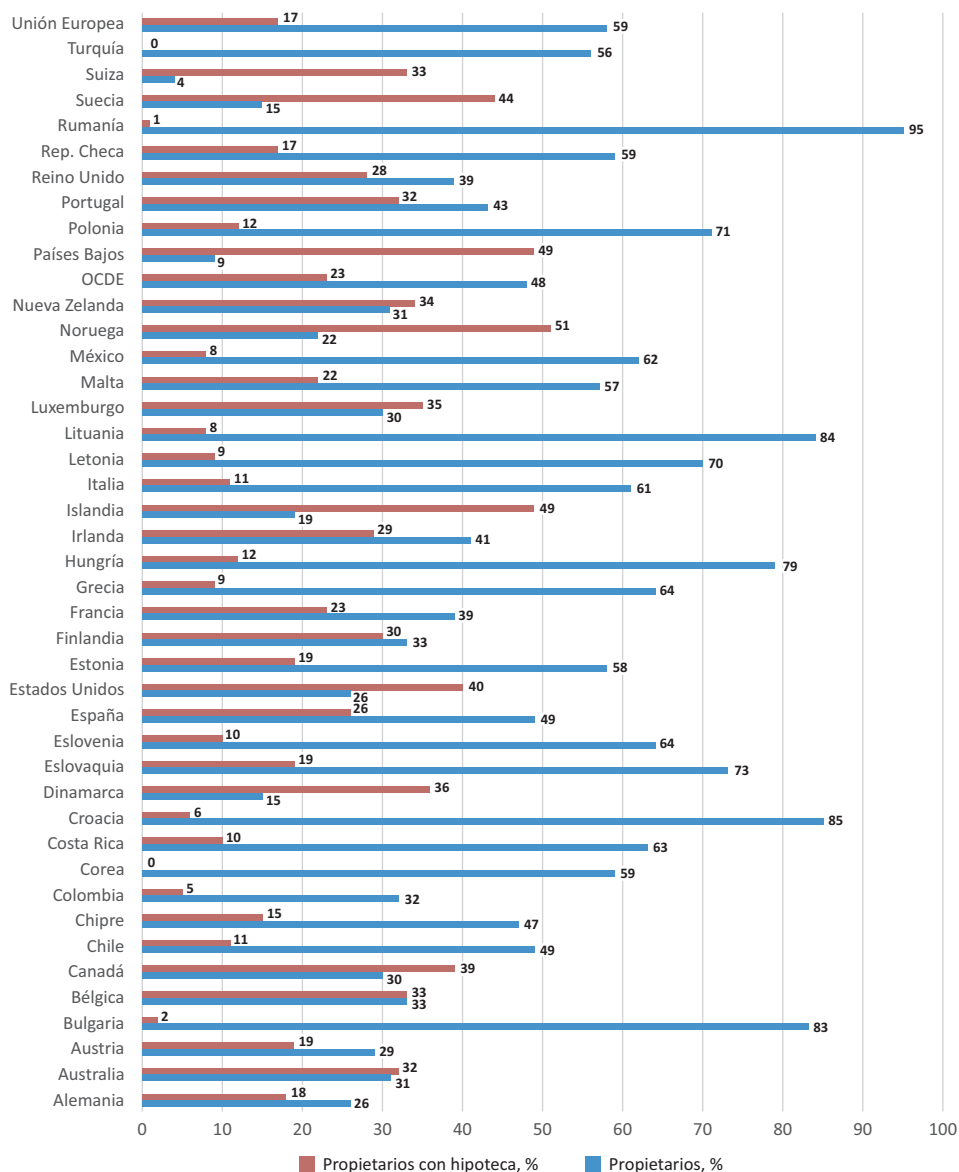
2. LOS DATOS

Una cuestión de partida para comprender el mercado hipotecario es la relación entre propiedad de vivienda y endeudamiento para su compra. Con datos de 43 países de la OCDE, la tabla 1 muestra el porcentaje de la población total que vive en vivienda en propiedad y, dentro de esta, aquellos que habitan en una con hipoteca. Se observan variaciones notables entre países que pueden ser indicativas de diferencias en políticas habitacionales, economía, y cultura de propiedad. El promedio de propietarios en los países estudiados es del 47,5%, con una desviación estándar de 22,4%. Esto indica una variabilidad considerable, reflejando divergencias potencialmente grandes en la cultura de propiedad y el acceso a la vivienda entre los países. En cuanto a los propietarios con hipoteca, el promedio es del 22,6% con una desviación estándar de 13,7%. Esta variabilidad, aunque menor que en la propiedad total, sugiere diferencias en el papel de los sistemas financieros y en la accesibilidad al crédito.

Los porcentajes de propietarios varían desde un mínimo de 4% hasta un máximo de 95%, mientras que los de propietarios con hipoteca oscilan entre

1% y 51%. Esta amplia gama puede reflejar desde políticas habitacionales altamente inclusivas hasta contextos donde la propiedad es excepcionalmente difícil de alcanzar.

Figura 1. Porcentaje de propietarios de vivienda y de propietarios con hipoteca.



Fuente: OCDE (Housing Affordability Database, 2022).

Sea como fuera, los flujos de financiación hipotecaria (y, por extensión, el acceso a vivienda en propiedad) depende de forma crucial de su coste. Los niveles de tipos de interés han sido particularmente importantes tras la crisis financiera. Primero con importantes reducciones como parte del estímulo para la economía proporcionado por los bancos centrales y que se extendió más tiempo del inicialmente esperado por la persistencia de riesgos macroeconómicos y, en particular, la irrupción de la pandemia de Covid-19 en 2020. Posteriormente, con aumentos considerables, principalmente durante 2022 y 2023, orientados a contener, también por parte de las autoridades monetarias, el importante aumento de la inflación. Como muestra la tabla 1, existe una considerable variabilidad en los tipos de interés hipotecarios a escala internacional, incluso dentro de una misma área monetaria, como es el caso de la Eurozona. Así, por ejemplo, Finlandia aparece con un tipo medio del 1,97% frente al 3,78% de Grecia. En la Eurozona el promedio es del 2,09%, mientras que en Reino Unido es del 4,57% y en Estados Unidos del 6,07%. Los tipos superan los dos dígitos en países como Brasil o Turquía.

Existen diferencias institucionales, culturales y de política económica que afectan al mercado hipotecario, como la profundidad del mercado de alquiler frente al de propiedad inmobiliaria y las acciones de apoyo estatal a estos dos tipos de acceso a vivienda, que pueden ofrecer alguna luz sobre las divergencias en acceso y coste a hipotecas a escala internacional. En la tabla 2 se analizan estas cuestiones usando la versión más reciente de la *Housing Affordability Database* de la OCDE publicados en 2022, aunque en su mayoría correspondientes a cierre de 2020. El alcance del mercado de alquiler en el sector privado es del 47% en Alemania o del 44% en Austria, pero tan sólo del 1% en Lituania, 2% en Croacia o 14% en España. El alquiler a precio reducido o subvencionado se da sólo en un número limitado de países, pero supone el 20% en Reino Unido, el 18% en Francia e Irlanda o el 17% en Finlandia. Los gastos en subsidios de vivienda se dan en un amplio número de países, aunque con un alcance heterogéneo. Suponen el 1,38% del PIB en Lituania o el 0,72% en Alemania y sólo el 0,05% en Estados Unidos. La importancia relativa y diferencias entre países es aún más marcadamente variable entre países, suponiendo el 34,1% en Malta o el 23,6% en Austria, mientras que es del 2,7% en Alemania y del 2,6% en España.

Tabla 1. Tipos de interés hipotecarios a escala internacional.

País	Mes	Tipo de interés hipotecario medio
Finlandia	Diciembre 2022	1,97
Eurozona	Marzo 2023	2,09
Portugal	Diciembre 2022	2,15
Países Bajos	Marzo 2023	2,4
Luxemburgo	Marzo 2023	2,42
Bélgica	Marzo 2023	2,43
Francia	Marzo 2023	2,54
Italia	Marzo 2023	2,66
España	Marzo 2023	2,7
República Checa	Marzo 2023	2,81
Bulgaria	Marzo 2023	2,82
Suecia	Marzo 2023	3,02
Suiza	Marzo 2023	3,11
Irlanda	Marzo 2023	3,37
Eslovenia	Marzo 2023	3,41
Dinamarca	Noviembre 2022	3,53
Austria	Marzo 2023	3,6
Eslovaquia	Marzo 2023	3,68
Grecia	Marzo 2023	3,78
Canadá	Noviembre 2022	3,86
Alemania	Marzo 2023	3,88
Noruega	Marzo 2023	4,2
Chile	Marzo 2023	4,31
Lituania	Marzo 2023	4,52
Reino Unido	Marzo 2023	4,57
Corea del Sur	Diciembre 2022	4,63
Hungría	Diciembre 2022	4,85
Estados Unidos	Abril 2023	6,07
Letonia	Marzo 2023	6,76
Australia	Febrero 2023	6,95
Polonia	Marzo 2023	7,12
Rumanía	Marzo 2023	8,08
Brasil	Marzo 2023	11
Turquía	Marzo 2023	17,79

Fuente: Statista.

Tabla 2. Condiciones de alquiler y vivienda social.

	Alquiler a precio de mercado en el sector privado (%)	Alquiler a precio reducido / subvencionado (%)	Gastos en subsidios de vivienda en % del PIB (%)	Vivienda de alquiler social (%)
Alemania	47	7	0,73	2,7
Australia	32		0,24	4,4
Austria	44		0,09	23,6
Bulgaria	3	2	0,01	4,2
Bélgica	23	9	0,03	3,5
Canadá	31		0	0
Chile	22		0,72	8,9
Chipre	18	1	0,04	21,4
Colombia	51		0,13	1,6
Corea	32	5	0,06	4,7
Costa Rica	18		0,88	1,1
Croacia	2	1	0,69	3,6
Dinamarca	49		0,21	1,1
Eslovenia	7	1	0,12	10,5
Eslovenia	6	5	0,21	14
España	14	3	0,15	2,6
Estados Unidos	33		0,05	12,7
Estonia	6	4	0,03	11,1
Finlandia	18	17	0,02	2
Francia	18	18	0	4,2
Grecia	21	0	0,1	3,2
Hungría	5	4	0,43	1,9
Irlanda	11	18	0,26	0,8
Islandia	17	13	0,53	1,6
Italia	19	2	0,04	5,5
Letonia	7	5	0,01	4,3
Lituania	1	2	1,38	3,8
Luxemburgo	26	6	0,15	6,9
Malta	11	5	0,32	34,1
México	15		0,32	7,6
Noruega	23	1		2
Nueva Zelanda	32			16,7
OCDE	17	7		0,4
Países Bajos	41			8
Polonia	4	1		7,5
Portugal	13	4		
Reino Unido	11	20		
Rep. Checa	18	1		
Rumanía	2	1		
Suecia	39			
Suiza	55	6		
Turquía	29			
Unión Europea	13	5		

Fuente: OCDE (Housing Affordability Database, 2022).

Las diferencias institucionales en alquiler, propiedad y políticas públicas son determinantes para las condiciones de acceso a hipotecas, en particular para los hogares con ingresos más reducidos. Esto sucede en dos niveles: el primero, por la calidad o capacidad de las viviendas a las que se puede acceder y, segundo, por el coste que supone la vivienda en alquiler o en propiedad con hipoteca para estos segmentos poblacionales. La tabla 3 ofrece algunas comparaciones de interés. Según la definición de la OCDE (a su vez, adoptada de la de la UE) se considera que un hogar vive en condiciones de hacinamiento si tiene menos de una habitación disponible por cada uno de los siguientes elementos en el hogar: por cada pareja en el hogar; por cada persona soltera de 18 años o más; por cada par de personas del mismo género entre 12 y 17 años; por cada persona soltera entre 12 y 17 años que no esté incluida en la categoría anterior; y por cada par de niños menores de 12 años. Las habitaciones se refieren a dormitorios, salas de estar y comedor, y, en países no europeos, también cocinas. Este indicador se calcula en base a encuestas de hogares y se expresa como un porcentaje de todas las respuestas de la encuesta. Su promedio para la población de reducidos ingresos en la Unión Europea es del 17% y supera el 20% en países como Austria, Dinamarca, Croacia o Suecia. En Estados Unidos es del 7% y en Reino Unido del 1%. La sobrecarga del coste de vivienda para la población de bajos ingresos se mide como el porcentaje de renta dedicado por este segmento a alquiler o vivienda. En el caso de los arrendamientos, esta sobrecarga es del 53% en Reino Unido, el 47% en España o el 46% en Estados Unidos y supera el 40% para la población de bajos ingresos de otros países desarrollados como Finlandia, Irlanda y Suecia. En cuanto a las hipotecas, el porcentaje de renta destinado por la población de bajos ingresos a las mismas supone una media del 20% en la Unión Europea, pero con gran variabilidad siendo, por ejemplo, del 29% en España y del 49% en Italia. En Canadá y Estados Unidos es del 39%.

Los gobiernos utilizan una variedad de estrategias (tabla 4) para promover la propiedad de la vivienda, incluyendo facilitar el acceso a créditos hipotecarios más asequibles. Estos esfuerzos, aunque bien intencionados, pueden potencialmente tener consecuencias no deseadas, como la inflación de los precios de la vivienda y la creación de vulnerabilidades macroeconómicas. La deducción de intereses hipotecarios, aplicada en 17 países de la OCDE, es una de las herramientas más comunes. Aunque reduce la carga fiscal sobre la propiedad, su impacto varía significativamente entre países, siendo especialmente notable en los Países Bajos. Sin embargo, la efectividad de esta deducción para fomentar la propiedad es discutible, ya que

Tabla 3. Condiciones habitacionales entre población de bajos ingresos y presión hipotecaria.

	Condiciones de hacinamiento habitacional entre población de bajos ingresos (%)	Sobrecarga del coste de la vivienda entre inquilinos de bajos ingresos (alquiler privado) (%)	Sobrecarga del coste de vivienda entre propietarios de bajos ingresos con hipoteca (%)
Alemania	15	15	24
Australia		26	21
Austria	20	19	14
Bulgaria	22		
Bélgica	9	34	23
Canadá	1	35	39
Chile	11	54	32
Chipre	3	14	7
Colombia	42	84	
Corea	5		21
Costa Rica	14	53	61
Croacia	23		
Dinamarca	20	33	
Eslovaquia	26	20	11
Eslovenia	12	16	27
España	6	47	29
Estados Unidos	7	46	39
Estonia	10	49	
Finlandia	19	45	1
Francia	16	29	31
Grecia	25	35	35
Hungría	11	29	9
Irlanda	3	41	16
Islandia	18	43	
Israel		54	24
Italia	23	35	49
Japón	3		
Letonia	34	16	
Lituania	22		
Luxemburgo	19	39	
Malta	3	13	29
México	44	35	35
Noruega	17	37	15
Nueva Zelanda	1	57	54
OCDE	16	36	25
Países Bajos	10	27	7
Polonia	31	21	
Portugal	6	26	25
Reino Unido	1	53	30

	Condiciones de hacinamiento habitacional entre población de bajos ingresos (%)	Sobrecarga del coste de la vivienda entre inquilinos de bajos ingresos (alquiler privado) (%)	Sobrecarga del coste de vivienda entre propietarios de bajos ingresos con hipoteca (%)
Rep. Checa	15	7	13
Rumanía	25		
Suecia	27	42	11
Suiza	9	36	9
Turquía	40	22	
Unión Europea	17	28	20

Fuente: OCDE (Housing Affordability Database, 2022).

puede resultar en precios más altos que dificultan el acceso a la vivienda para los compradores primerizos, por ejemplo. El efecto de los incentivos fiscales en los precios de la vivienda es particularmente pronunciado cuando la oferta de viviendas es limitada. La capitalización de estas ayudas en los precios de las viviendas puede contrarrestar su propósito inicial, haciendo más difícil para los nuevos compradores entrar en el mercado. Además, la mayor deuda hipotecaria fomentada por estos incentivos aumenta la volatilidad económica, como se ha observado en países con una fiscalidad efectiva más alta en la vivienda (OECD, 2022).

Los programas públicos para apoyar la adquisición de hipotecas varían entre los países. En Estados Unidos, la Administración Federal de Vivienda (FHA) asegura a los prestamistas contra el incumplimiento de pago, a cambio de una prima de origen y una tarifa anual, con alrededor del 20% de las viviendas estadounidenses financiadas por hipotecas de la FHA en 2020. Programas similares existen en otros lugares, como Nueva Zelanda, que ofrece garantías hipotecarias para facilitar el acceso a la vivienda a quienes tienen dificultades con el pago inicial.

Algunos países optan por extender directamente préstamos a grupos específicos. Por ejemplo, en Irlanda, el programa *Rebuilding Ireland Home Loan* ayuda a las familias a obtener hipotecas con unas ratios préstamo-valor o LTV (*Loan-to-Value*, proporción entre la cantidad del préstamo que obtienes y el valor de la propiedad que sirve como garantía) de hasta el 90%. En el Reino Unido, el programa *Help to Buy* permitía a los hogares cubrir su pago inicial mediante una participación en el capital de la casa.

La intervención gubernamental en el mercado hipotecario, sin embargo, puede transferir el riesgo de incumplimiento del sector privado al público. En tiempos de crisis inmobiliaria profunda, esto puede tener graves consecuencias fiscales,

Tabla 4. Programas de ayuda hipotecaria.

	Alivio de intereses hipotecarios	Esquemas de garantía hipotecaria	Hipotecas subsidiadas	Hipotecas públicas
Bélgica	X	X		
Canadá		X	X	
Chile		X		
Costa Rica			X	X
Rep. Checa	X		X	X
Dinamarca	X			
Estonia	X	X		
Finlandia	X	X		X
Francia			X	
Grecia	X			
Hungría			X	
Irlanda				X
Israel			S	
Italia	X	X		
Japón	X		X	
Corea	X			
Letonia		X		
Lituania			X	
Luxemburgo		X	X	
México			X	
Países Bajos	X	X		
Nueva Zelanda		X		
Noruega	X			X
Rusia			X	
España	X			
Suecia	X	X		
Suiza	X			
Reino Unido				X
Estados Unidos	X	X		

Fuente: van Hoenselaar et al., 2022.

como se evidenció en el rescate de la Agencia Federal de Vivienda de Estados Unidos (*Federal Housing Administration, FHA*) en 2013. Los préstamos subsidiados o aquellos que aligeran inadecuadamente las restricciones crediticias pueden resultar en precios más altos, lo que plantea dudas sobre su impacto neto en la asequibilidad y accesibilidad de la vivienda.

Ante estas consideraciones, los responsables de las políticas podrían replantearse el fomento de la propiedad en favor de garantizar un acceso inclusivo a viviendas

de calidad. Esto incluiría apoyar un mercado de alquiler eficiente y más oferta de vivienda, incluido un parque público más amplio en algunos países. En cuestiones de fiscalidad, existe cierta discusión en torno a los efectos de políticas como la eliminación gradual de deducciones fiscales y la transición hacia un tratamiento impositivo neutral de la vivienda ocupada por su propietario. Según la OCDE (2022), estas medidas ayudarían a mejorar la eficiencia del mercado, a reducir la presión sobre los precios de la vivienda y a aumentar la asequibilidad a largo plazo. Además, tal neutralidad fiscal reduciría la desigualdad en el tratamiento entre propietarios e inquilinos y mejoraría la asignación en el mercado de la vivienda. En este sentido, los esquemas de ahorro con ventajas fiscales podrían ser una alternativa para apoyar a los compradores primerizos con restricciones crediticias, aunque su beneficio puede inclinarse hacia hogares de ingresos medios-altos.

3. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO HIPOTECARIO

3.1. Diversidad de productos hipotecarios

La comentada diversidad entre los mercados hipotecarios a escala mundial se manifiesta en varios aspectos centrales de sus contratos, incluyendo el uso de tipos de interés fijos o variables y plazos de préstamo. Por ejemplo, en algunos países, los tipos de interés variables son la norma, mientras que en otros son la excepción, lo que constituye un ejemplo claro de la dispersión en los modelos de hipotecas de los países desarrollados.

Esta variabilidad no solo refleja diferencias culturales y de financiación, sino también divergencias en la curva de rendimiento y en las penalizaciones por pago anticipado. Por ejemplo, en mercados como el de España, los tipos de interés variables dominan, lo que se atribuye a la alta y variable inflación en el momento del desarrollo del sistema, protegiendo a los deudores en un entorno de bajos tipos de interés. En general, pueden establecerse algunas características para diferenciar entre sistemas hipotecarios entre las que cabe destacar las siguientes (Lea, 2010):

- Tipos de interés y plazos: en algunos países, como Australia, Irlanda, Corea, España y el Reino Unido, predominan las hipotecas de tasa de interés variable, a menudo con un tipo fijo inicial a corto plazo. En contraste, en otros países, como Estados Unidos y Dinamarca, las hipotecas de tipo fijo a largo plazo son más comunes. En países como Canadá, Alemania, los Países Bajos y Suiza, las hipotecas de tipo fijo a corto y medio plazo son predominantes. Estos préstamos suelen tener un periodo de tipo

fijo de uno a cinco años. En todo caso, los plazos de las hipotecas varían significativamente entre países, y los plazos típicos suelen ser más amplios y oscilan entre 20 y 40 años. En algunos países, como Japón y Suiza, existen hipotecas intergeneracionales de hasta 100 años.

- Préstamos solo de interés (*interest only mortgages*): son comunes en varios países, ofreciendo beneficios fiscales en algunos casos, como en Dinamarca y Suiza. Son hipotecas con riesgo considerable puesto que el capital suele amortizarse al final del plazo de la misma.
- Hipotecas en moneda extranjera: en los países de Europa Central y Oriental, así como en Austria, las hipotecas denominadas en moneda extranjera, como el euro o el franco suizo, han sido populares debido a la inflación doméstica.
- Hipotecas flexibles: permiten la amortización no constante, son comunes en países como Australia y el Reino Unido. Estos préstamos permiten a los prestatarios ajustar sus pagos según sus necesidades financieras.

3.2. Preferencias y políticas territoriales

La elección entre tipos de interés fijos y variables también refleja una respuesta a las condiciones económicas y a las políticas de los gobiernos. En los países desarrollados, dentro de una amplia variabilidad, los tipos de interés fijos suelen ser más populares que los variables, ya que ofrecen una mayor seguridad para los prestatarios (Aalbers y Christophers, 2014). Sin embargo, en los países en desarrollo, los tipos de interés variables suelen ser más comunes, reflejando un interés de los hipotecados por una mayor flexibilidad en los pagos (Capozza y Helsley, 2017).

La elección entre tipos de interés fijos y variables también puede verse influida por las políticas gubernamentales. Por ejemplo, en algunos países, los gobiernos ofrecen incentivos fiscales para los prestatarios que optan por tipos de interés fijos. En otros países, los gobiernos regulan los tipos de interés de las hipotecas, lo que puede influir en la elección de los prestatarios.

Las políticas territoriales también pueden influir en el mercado inmobiliario. Por ejemplo, las políticas de planificación urbana pueden impactar en la oferta de vivienda, lo que termina llegando a los precios de la vivienda (Aalbers y Christophers, 2014). Las políticas fiscales también afectan al mercado inmobiliario, a través de la demanda de vivienda. Algunos ejemplos de políticas territoriales con repercusiones en el mercado inmobiliario incluyen:

- Políticas de planificación urbana: controlan el uso del suelo, la densidad de población y el desarrollo de infraestructuras. Puede, asimismo, influir en la oferta de vivienda, lo que puede afectar a los precios de la vivienda. (Capozza y Helsley, 2017).
- Políticas fiscales: suelen ser incentivos fiscales para la compra de vivienda, como deducciones fiscales o exenciones de impuestos, con lo que aumentan la demanda y también los precios.
- Políticas de vivienda social: aspiran a proporcionar vivienda asequible a los hogares de bajos ingresos. Pueden aumentar la oferta de vivienda asequible, lo que ayuda a reducir los precios de la vivienda (Aalbers y Christophers, 2014).

4. IMPACTO DE LAS INNOVACIONES FINANCIERAS EN LOS MERCADOS HIPOTECARIOS

4.1. Innovaciones tecnológicas y su influencia

Las innovaciones tecnológicas han facilitado y acelerado el proceso de solicitud de hipotecas. Las plataformas tecnológicas permiten a los consumidores solicitar un crédito en línea, lo que elimina la necesidad de visitar una oficina bancaria. Estas plataformas también utilizan la inteligencia artificial (IA) para automatizar tareas, como la verificación de la identidad y la evaluación de la capacidad crediticia del solicitante. Esto ha reducido el tiempo necesario para aprobar una hipoteca de semanas a días (Fuster et al., 2019). También se está usando para mejorar el *screening* de los prestatarios y reducir su morosidad (Anderson et al., 2022).

Las innovaciones tecnológicas han aumentado la oferta de crédito hipotecario. Las plataformas tecnológicas han abierto el mercado a nuevos participantes, como las empresas FinTech, que están utilizando la tecnología para ofrecer productos hipotecarios más asequibles y personalizados. Las innovaciones tecnológicas también están cambiando la forma en que los prestamistas hipotecarios gestionan sus préstamos, ya que están utilizando la tecnología para automatizar tareas, como el pago de las cuotas y la gestión de los riesgos. Esta automatización está ayudando a los prestamistas a reducir los costes y mejorar la eficiencia, aunque la distinta regulación entre FinTech y bancos puede exacerbar el riesgo en tiempos de crisis (Allen et al., 2023). Así, las empresas de *software* están desarrollando soluciones tecnológicas que permiten a los prestamistas hipotecarios gestionar sus créditos de forma más eficiente.

4.2. Titulización y desarrollo del mercado hipotecario

Aunque por su trayectoria ya histórica cueste considerar la titulización como parte de la innovación, es esencial como tal porque sus formas, profundidad de mercado e incidencia han cambiado en las dos últimas décadas y ha tenido una honda incidencia en el comportamiento del crédito destinado al sector inmobiliario. La titulización del mercado hipotecario es el proceso de convertir préstamos hipotecarios individuales en valores negociables, normalmente para ser colocados entre inversores. La titulización ha tenido un impacto significativo en el desarrollo del mercado hipotecario, sobre todo en los países desarrollados, aunque no exclusivamente. Se originó en los Estados Unidos en la década de 1970 como una forma de financiar la construcción de viviendas. En ese momento, los bancos prestamistas estaban limitados en su capacidad para financiar grandes proyectos de construcción. La titulización permitió a estas entidades agrupar préstamos hipotecarios individuales en valores negociables que eran vendidos a inversores institucionales. Esto proporcionó a los bancos por un lado liquidez y por otra una fuente de financiación flexible. Asimismo, permitió a los inversores diversificar su cartera.

La titulización se extendió rápidamente a otros países desarrollados, y en la década de 1980 se había convertido en una práctica común en el mercado hipotecario. En los países en desarrollo, la titulización se adoptó más tarde, pero ha crecido rápidamente en los últimos años. La titulización ha tenido un impacto significativo en el mercado hipotecario en los siguientes aspectos:

- Aumento del acceso al crédito: la titulización ha facilitado a los prestamistas el acceso a la financiación, lo que ha permitido a más personas acceder a préstamos hipotecarios. Así, por ejemplo, la titulización ha aumentado el acceso al crédito hipotecario en los Estados Unidos. Esto, no obstante, también ha contribuido, en algunos casos, al aumento de precios de la vivienda (Mian y Sufi, 2009).
- Diversificación de la oferta de productos hipotecarios: la titulización ha permitido a los prestamistas ofrecer una gama más amplia de productos hipotecarios, lo que ha dado a los consumidores más opciones contractuales.
- Mayor eficiencia del mercado: la titulización ha hecho que el mercado hipotecario sea más eficiente, al permitir a los prestamistas reducir sus costes de transacción. Así, por ejemplo, Brunnermeier (2009) encuentra que la gestión de activos, que incluye la titulización, ha contribuido a la eficiencia de los mercados financieros.

- Efectos de la titulización en los *boom* y recesiones inmobiliarios: los estudios académicos han encontrado que la titulización puede tener un impacto significativo en los *boom* y recesiones inmobiliarios. En general, se ha encontrado que la titulización está asociada con *boom* inmobiliarios más largos y recesiones inmobiliarias más cortas (Mian y Sufi, 2009, 2010).

4.3. Hipotecas verdes y sostenibilidad

Otra forma de innovación que está inducida por la preocupación regulatoria, de las autoridades monetarias y de la propia industria por la sostenibilidad ambiental son las llamadas “hipotecas verdes” (Bell et al., 2023). Estas hipotecas incentivan la adquisición o renovación de propiedades con altos estándares de eficiencia energética, contribuyendo así a la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero del sector inmobiliario. Las políticas pueden fomentar un entorno favorable estableciendo estándares internacionales para las hipotecas energéticamente eficientes, creando mecanismos para asegurar la calidad de la certificación energética de las viviendas y estableciendo estándares de supervisión para las hipotecas verdes que reflejen adecuadamente su riesgo reducido en comparación con las hipotecas estándar (Esposito et al., 2022).

Un estudio reciente del Banco Mundial (2023) estima que las hipotecas verdes podrían movilizar hasta 26 billones de dólares en inversiones en eficiencia energética y energía renovable para 2030. Las hipotecas verdes podrían ayudar a reducir las emisiones de gases de efecto invernadero del sector inmobiliario europeo en un 30% para 2050.

Las hipotecas verdes pueden tener un impacto positivo en el mercado hipotecario y en el medio ambiente. En particular, pueden:

- Facilitar el acceso al crédito para la adquisición o renovación de viviendas sostenibles.
- Contribuir a la reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero.
- Promover la inversión en eficiencia energética y energía renovable.

Los gobiernos pueden fomentar las hipotecas verdes mediante políticas que:

- Establezcan estándares internacionales para las hipotecas energéticamente eficientes.
- Creen mecanismos para asegurar la calidad de la certificación energética de las viviendas.

- Establezcan estándares de supervisión para las hipotecas verdes que reflejen adecuadamente su riesgo en comparación con las hipotecas estándar.

5. CRISIS FINANCIERA, PANDEMIA Y MERCADO HIPOTECARIO

5.1. Impacto de la crisis financiera

La crisis financiera global de 2007-2008 tuvo un impacto significativo en el mercado hipotecario. Las turbulencias iniciales se originaron en el mercado de hipotecas *subprime* de los Estados Unidos, donde los prestamistas otorgaron hipotecas a personas con un historial crediticio deficiente o a personas con ingresos insuficientes para hacer frente a las mismas. Estas hipotecas se empaquetaron en valores que respaldaban aquellas (*mortgage-backed securities*, MBS) y se vendieron a inversores de todo el mundo. Cuando la Reserva Federal comenzó a subir tipos de interés ante el “sobrecalentamiento” de la economía americana en 2006 y los precios de la vivienda comenzaron a caer en 2007, los prestatarios *subprime* comenzaron a tener serias dificultades para hacer frente a sus hipotecas, y un gran número de ellos dejaron de pagarlas. Esto provocó una liquidación masiva de los valores de MBS, lo que llevó a una crisis de liquidez en los mercados financieros. La crisis se extendió rápidamente a otros países, causando una recesión mundial (Brunnermeier, 2009).

5.2. Sensibilidad de las burbujas de vivienda a las características financieras

Diferentes estudios han demostrado que la duración de los *boom* y *busts* de vivienda es particularmente sensible a las características de la financiación de la vivienda, siendo la causalidad, en múltiples ocasiones, bidireccional, implicando que tanto el crédito impulsa los precios de la vivienda como al contrario (Choi y Zhu, 2022). Otras características financieras que influyen en la duración de los ciclos de vivienda son las siguientes:

- Las ratios préstamo-valor (LTV): valores más elevados de esta relación permiten a los hogares pedir prestado más dinero, lo que aumenta la demanda de vivienda y prolonga los *boom* (Choi y Zhu, 2022).
- La posibilidad de refinanciación: si se renegocia a tipos de interés más bajos puede ayudar a los hogares a hacer frente a los pagos de la hipoteca, lo que puede alargar las expansiones del ciclo inmobiliario y reducir la duración de los pinchazos de burbuja.

- La flexibilidad en el ajuste de los tipos de interés: los préstamos con tipos de interés “ajustables” (*Adjustable Rate Mortgages*, ARM) pueden ofrecer tipos de interés iniciales bajos, lo que puede estimular la demanda de vivienda, pero también pueden aumentar los tipos de interés en el futuro, lo que puede provocar impagos y caídas súbitas de precio de la vivienda (Valderrama et al., 2023).

5.3. Respuesta Política a las crisis hipotecarias

Las respuestas políticas a los problemas de asequibilidad de las hipotecas suelen ser los subsidios al crédito y la reestructuración de los contratos hipotecarios. Sin embargo, esta estrategia no ha obtenido siempre los resultados esperados. A menudo, las medidas de apoyo de los gobiernos no amortiguan eficazmente los ciclos bajistas de precios de la vivienda y en algunos casos, han contribuido a prolongar las burbujas. Entre las medidas de los gobiernos para abordar las crisis hipotecarias, se encuentran las siguientes:

- Programas de apoyo a los prestatarios, como la asistencia para el pago de la hipoteca o la reestructuración de las hipotecas.
- Regulaciones más estrictas, como el aumento de los requisitos de apalancamiento para los prestamistas o la limitación de los préstamos *subprime*, reduciendo el valor de la relación entre préstamos y valor de la vivienda (LTV).

5.4. Pandemia y vulnerabilidades del sector financiero no bancario

La pandemia de Covid-19 tuvo un impacto significativo en el sector inmobiliario, tanto en el ámbito residencial como en el comercial. En el primero, la pandemia provocó una caída de los precios de la vivienda en muchos países. Esto se debe a una serie de factores, incluyendo la pérdida de empleos, la disminución de la confianza de los consumidores y el aumento de la incertidumbre económica. En España, por ejemplo, los precios de la vivienda cayeron un 10% entre 2020 y 2021. En Estados Unidos, la caída fue del 6%. La pandemia también afectó al sector inmobiliario comercial. Los cierres y las restricciones de movilidad provocaron una disminución de la demanda de espacios comerciales, como oficinas, hoteles y centros comerciales. Las restricciones de movilidad y los efectos sobre el empleo obligaron a muchos gobiernos a poner en marcha medidas de asistencia al crédito (hipotecario y corporativo). En particular, tuvieron especial

incidencia en numerosos países desarrollados las moratorias que suspendieron la obligación de pagos de los préstamos hasta que los principales efectos de la pandemia pasaran (Gaffney et al., 2022).

En todo caso, otro aspecto importante relacionado con hipotecas y titulación ligada a las mismas y a la inversión inmobiliaria, la crisis del Covid-19 reveló vulnerabilidades en el sector financiero no bancario (Valderrama et al., 2023), particularmente en formas de vehículos de inversión y en instituciones no bancarias que prestan o invierten en bienes inmobiliarios, que forman parte de la llamada “banca en la sombra” o *shadow banking* (Bao y Huang, 2021). Estas vulnerabilidades se deben a una serie de factores, entre las que destacan:

- La creciente importancia del sector financiero no bancario: el *shadow banking* ha crecido en importancia en los últimos años, dando lugar a una creciente proporción del crédito y la intermediación financiera. Los factores que parecen estar detrás de este mayor peso son la paradójica liberalización de los mercados financieros no bancarios (a pesar de las lecciones de la crisis financiera de 2008 y de la consecuente mayor regulación bancaria), la innovación tecnológica y el aumento de la demanda de servicios financieros por parte de los consumidores y las empresas.
- La menor transparencia y regulación del *shadow banking*, lo que hace más difícil para los reguladores supervisar los riesgos en ese segmento y tomar medidas para mitigarlo (Acharya et al., 2022).
- La exposición a los riesgos inmobiliarios: Muchas instituciones no bancarias están expuestas a esos riesgos, ya sea prestando a propietarios de viviendas o invirtiendo en bienes inmuebles, que se convierten en activos especialmente atractivos en determinados contextos monetarios, como el prolongado periodo de tipos de interés bajos o negativos tras la crisis financiera. Esto las hace vulnerables a las caídas de los precios de la vivienda (Choi y Zhu, 2022).

La crisis del Covid-19 ha destacado la necesidad de fortalecer la regulación del sector financiero no bancario. Los reguladores continúan aspirando a mejorar la transparencia y la gestión del riesgo en el sector, y garantizar que las instituciones no bancarias tengan suficientes *buffers* (colchones) de liquidez para resistir los *shocks*. Por su lado, la mejora en la transparencia y el acceso a la información ayudaría a los inversores y otros agentes económicos a tomar decisiones informadas y a los reguladores a supervisar el sector de forma más eficiente.

También se ha convertido en una recomendación general el fortalecer los requisitos de capital y liquidez para las instituciones financieras no bancarias (Acharya et al., 2022). La implementación de estas recomendaciones ayudaría a proteger al sector financiero no bancario de *shocks* futuros y contribuiría a la estabilidad financiera general.

6. DESAFÍOS PENDIENTES DE LA ASEQUIBILIDAD DE LA VIVIENDA CON REPERCUSIONES EN LOS MERCADOS HIPOTECARIOS

6.1. Asequibilidad de la vivienda y desigualdad

La asequibilidad de la vivienda es un factor fundamental en los mercados hipotecarios. En los últimos años, la asequibilidad de la vivienda ha disminuido en muchos países desarrollados y se ha convertido en un tema especialmente controvertido tras la crisis financiera y la pandemia, dado que los ajustes en precios de la vivienda han sido temporalmente reducidos y han estado seguidos de fuertes recuperaciones de precios, por encima del avance de los salarios, que han reducido las posibilidades de acceso (Molloy et al., 2022). Esto se debe a una serie de factores, entre los que destacan el aumento de los precios de la vivienda: han aumentado más rápido que los ingresos en muchas partes del mundo.

Esto se debe a una serie de factores, incluyendo la escasez de suelo, el aumento de la demanda de vivienda y la inversión especulativa en el mercado inmobiliario. Esto significa que las familias de ingresos medios necesitan trabajar más horas para poder pagar una casa. Asimismo, la OCDE (2022) observó que la creciente disparidad entre los ingresos y los precios de la vivienda está exacerbando la desigualdad, afectando principalmente a las familias de ingresos bajos y medios. La disminución de la asequibilidad de la vivienda exacerba la desigualdad, ya que beneficia a los propietarios de vivienda y perjudica a los inquilinos y a las familias que no pueden permitirse adquirir una casa. Asimismo, los problemas de acceso a la vivienda tienen un impacto negativo en la movilidad social. Las familias con menos ingresos y que no pueden permitirse comprar una casa pueden verse obligadas a vivir en zonas que ofrecen menos oportunidades de empleo y educación. La asequibilidad de la vivienda también puede tener un impacto negativo en la salud pública. Las familias que viven en viviendas inasequibles pueden estar más expuestas a factores de estrés, lo que puede conducir a problemas de salud mental y física.

6.2. Políticas de vivienda y de uso del suelo y asequibilidad de la vivienda

Algunas políticas urbanísticas y de uso del suelo, particularmente las que limitan la oferta de viviendas, han contribuido a deteriorar el acceso a la vivienda. La regulación de contención urbana, por ejemplo, ha resultado en costes de vivienda desproporcionadamente altos en relación con los ingresos, principalmente debido a los valores elevados del suelo. La solución al problema de la asequibilidad de la vivienda requiere reformas que restauren el mercado competitivo del suelo en mercados altamente regulados.

Las políticas excesivamente restrictivas de uso del suelo, particularmente las que limitan la oferta de viviendas, han contribuido al deterioro de la asequibilidad de la vivienda. La zonificación residencial de baja densidad, por ejemplo, puede reducir la cantidad de viviendas que se pueden construir en un área determinada, lo que puede conducir a un aumento de los precios. Hay que considerar también que las políticas de uso del suelo que limitan la densidad residencial pueden tener un impacto significativo en la facilidad de acceso a la vivienda, ya que pueden reducir la oferta de viviendas e incrementar los precios.

La dificultad en el acceso a la vivienda está impulsando la emigración hacia mercados más asequibles. Este fenómeno se observa significativamente en los mercados de vivienda de Estados Unidos y Canadá, donde ha se están produciendo flujos significativos desde mercados con precios de vivienda elevados hacia áreas con mayor asequibilidad.

Las políticas de vivienda aspiran a mejorar la asequibilidad y la estabilidad del mercado hipotecario, objetivos que deben hacerse compatibles. Estas acciones públicas necesitan equilibrar la oferta y la demanda para mejorar la asequibilidad sin comprometer la estabilidad del mercado. Como se diseñe esa política de vivienda es crucial por sus repercusiones sobre la desigualdad de acceso y la estabilidad económica. Asimismo, es esencial considerar cómo la movilidad residencial, impulsada por la asequibilidad, está reconfigurando los patrones de demanda de vivienda, con implicaciones para el mercado hipotecario.

7. CONCLUSIONES

En estas líneas se ha analizado la evolución del mercado hipotecario en los países desarrollados, destacando la complejidad y la diversidad del mismo a escala global. Se han examinado las características distintivas de los mercados hipotecarios, el impacto de las políticas monetarias y regulatorias, las innovaciones

financieras, las crisis económicas y los retos futuros, particularmente en términos de asequibilidad y desigualdad de acceso a la vivienda. Se pueden destacar estas conclusiones del análisis:

- Los países desarrollados presentan notables divergencias en términos de productos hipotecarios, contratos, regulaciones y preferencias de los consumidores. A veces hacen difícilmente comparables los mercados hipotecarios de diferentes países.
- Los tipos de interés son una variable fundamental en los contratos y mercado hipotecarios. En estas dos últimas décadas –con los vaivenes de la política monetaria antes y después de la crisis financiera, la pandemia y la fuerte inflación desde 2022– se ha podido evaluar el papel de ese coste de la financiación sobre los riesgos de ese mercado. Fue el cambio en la coyuntura de tipos de 2006 y 2007 de la Reserva Federal la que desencadenó la conocida crisis de las *subprime*, tras años de excesos en el mercado hipotecario estadounidense.
- Las crisis financieras han subrayado la importancia de una regulación y supervisión efectivas del mercado hipotecario. La respuesta a estas crisis ha sido un elemento crucial en la forma en que los mercados se han adaptado y han respondido a los desafíos económicos.
- La tecnología y la sostenibilidad están jugando un papel cada vez más importante en la configuración del mercado hipotecario. Las hipotecas verdes, por ejemplo, ofrecen una vía para alinear el sector hipotecario con los objetivos ambientales más amplios.
- La asequibilidad de la vivienda sigue siendo un desafío significativo, con implicaciones directas en la desigualdad social y económica. Las políticas de vivienda y uso del suelo necesitan equilibrar la oferta y la demanda para mejorar la asequibilidad sin comprometer la estabilidad del mercado. La movilidad residencial, influenciada por la asequibilidad de la vivienda, está reconfigurando los patrones de demanda en el mercado inmobiliario, lo que requiere una consideración cuidadosa en la formulación de políticas de vivienda.

Mirando hacia el futuro, es crucial que las políticas hipotecarias y financieras continúen adaptándose y respondiendo a las necesidades cambiantes de la economía y la sociedad. Esto incluye un enfoque equilibrado que promueva la asequibilidad y la accesibilidad a la vivienda, mientras se mantienen prácticas de

préstamo responsables y se protege la estabilidad financiera global. Además, las consideraciones de sostenibilidad deben integrarse cada vez más en los productos hipotecarios y las prácticas de concesión de préstamos.

En definitiva, el mercado hipotecario en los países desarrollados es un sistema dinámico y multifacético que requiere una comprensión profunda y una gestión cuidadosa. A medida que nos enfrentamos desafíos futuros, incluidos los cambios tecnológicos, las consideraciones ambientales y las fluctuaciones económicas, es vital mantener un enfoque proactivo y reflexivo para garantizar que el mercado hipotecario siga siendo un pilar fuerte y estable del sistema financiero y de la economía global.

BIBLIOGRAFÍA

- Aalbers, M., y Christophers, B. (2014). *The financialization of housing: A political economy approach*. New York: Routledge.
- Acharya, V., Bergant, K. Crosignani, M., Eisert, T. y Mccann, F. (2022). “The Anatomy of the Transmission of Macroprudential Policies”, *The Journal of Finance*, LXXVII, 2533-2575.
- Agnello, L., Castro, V. y Sousa, R.M. (2019). “The Housing Cycle: What Role for Mortgage Market Development and Housing Finance?” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 58(4), 608-651.
- Allen, L., Shan, Y. y Shen, Y. (2023). Do FinTech Mortgage Lenders Fill the Credit Gap? Evidence from Natural Disasters, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 58, Issue 8, December 2023, pp. 3342-3383.
- Anderson, J.T., Freybote, J., Lucus, D., Seiler, M.J. y Simon, L. (2022). Using Artificial Intelligence to Identify Strategic Mortgage Default Attitudes, *Journal of Real State Research*, 44, 429-445.
- Banco Mundial (2023). *Green housing finance: A global perspective*. Washington, DC: World Bank. <https://pubdocs.worldbank.org/en/240131528392961730/Ommid-Saberi-EDGE.pdf>
- Bao, Z. y Huang, D. (2021). “Shadow Banking in a Crisis: Evidence from FinTech. During Covid-19”, WP 11/21. International Centre for Economic Analysis.
- Battistini, N., Delle Chiaie, S. y Gareis, J. (2023). Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States, *Economic Bulletin*, 3/2023. Banco Central Europeo.

- Bell, J., Battisti, G. y Guin, B. (2023). The greening of lending: mortgage pricing of energy transition risk, Staff Working Paper núm. 1, 016. Banco de Inglaterra.
- Brunnermeier, M.K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100.
- Capozza, D.R. y Helsley, R. (2017). The fundamentals of land prices and urban growth.
- Choi, J.H. y Zhu, L. (2022). Has the effect of housing wealth on household consumption been overestimated? New evidence on magnitude and allocation, *Regional Science and Urban Economics*, 95, 03801.
- Cumming F. y Walker, D. (2023). “Why lower house prices could lead to higher mortgage rates” Bank Underground, the blog for the Bank of England. November 23, 2023. <https://bankunderground.co.uk/2023/11/23/why-lower-house-prices-could-lead-to-higher-mortgage-rates/#:~:text=Mortgages%20with%20higher%20deposits%2C%20and,interest%20rates%20for%20that%20reason.>
- Esposito L., Mastromatteo, G., Molocchi, A., Brambilla, P. C., Carvalho, M.L., Girardi, P.P., Marmioli, B. y Mela, G. (2022). “Green Mortgages, EU Taxonomy and Environment Risk Weighted Assets: A Key Link for the Transition” *Sustainability*, 14(3), 1633.
- Fuster, A., Plosser, M., Schnabl, P. y Vickery, J. (2019). “The Role of Technology in Mortgage Lending.” *The Review of Financial Studies*, Volume 32, Issue 5, 1854-1899.
- Gaffney, E., McCann, F. y Stroebel, J. (2022). The economics of debt relief during a pandemic: lessons from the experience in Ireland. Occasional Paper Series, núm. 20 / abril. European Systemic Risk Board. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/esrb.op20~7c6395147e.en.pdf>
- Jordà, Ò., Schularick, M. y Taylor, A.M. (2016). The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles. *Economic policy*, 31(85), 107-152.
- Lea, M. (2010). *International Comparison of Mortgage Product Offerings*, Research Institute for Housing America. American Mortgage Association.
- Leung, C.K. y Feng, Q. (2005). “What Drives the Property Price-Trading Volume Correlation? Evidence from a Commercial Real Estate Market” *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 31, 241-255.

- Mallick, S. y Mohsin, M. (2016). "Macroeconomic Effects of Inflationary Shocks with Durable and Non-Durable Consumption," *Open Economies Review*, Springer, Vol. 27(5), pp. 895-921, November.
- Mian, A. y Sufi, A. (2009). "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis", *Quarterly Journal of Economics* 124 (4):1449-1496.
- Mian, A., Sufi A. y Trebbi, F. (2010). The Political Economy of the US Mortgage Default Crisis, *The American Economic Review*, 100 (5) 1967-1998.
- Molloy, R., Nathanson, C.G. y Paciorek, A. (2022). Housing supply and affordability: Evidence from rents, housing consumption and household location. *Journal of Urban Economics*, 129, 103-427.
- Reserva Federal de Estados Unidos (2023). Financial Stability Report. Octubre, 2023. <https://www.federalreserve.gov/publications/financial-stability-report.htm>
- Valderrama, L., Gorse, P., Marinkov, M. y Topalova, P. (2023). European Housing Markets at a Turning Point. Risks, Household and Bank Vulnerabilities, and Policy Options. WP/23/76. International Monetary Fund.
- Van Hoenselaar, F., Cournède, B., de Pace, F. y Volker, Z. (2022). *Mortgage finance across OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers núm. 1693.

Capítulo 13

LA DEUDA HIPOTECARIA EN EL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Cristina Barceló
Banco de España

Laura Crespo
Banco de España

Sandra García-Uribe
Banco de España

Elena Vozmediano
Banco de España

Resumen

El endeudamiento de los hogares en España se caracteriza principalmente por la deuda hipotecaria, que representa alrededor del 61,5% de la deuda total, destinada en su mayoría a la compra de la vivienda principal. Esta proporción ha fluctuado a lo largo de los años, aumentando durante el *boom* inmobiliario hasta 2008 y luego disminuyendo ligeramente hasta 2020, en parte debido a un aumento en la deuda por otras propiedades inmobiliarias y otras deudas.

La deuda hipotecaria se concentra principalmente en hogares de 35 a 54 años, mientras que la participación de los hogares más jóvenes ha caído drásticamente del 31% en 2002 a menos del 6% en 2020, asociada a la disminución de la tasa de propiedad en este grupo. Por otro lado, los hogares con mayor riqueza han visto un aumento en su participación en la deuda hipotecaria desde 2014, especialmente aquellos en los percentiles 50 a 90.

A pesar de que la deuda hipotecaria en España se asemeja a la de otros países europeos, hay notables diferencias. En comparación, países como Holanda y Bélgica presentan tasas más altas de deuda hipotecaria asociada a la vivienda principal. En España, la deuda asociada a otras propiedades inmobiliarias también es significativa, destacando en comparación con naciones como Italia y Grecia.

La probabilidad de poseer deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal ha aumentado del 21% en 2002 al 27,4% en 2020. Sin embargo, este promedio oculta una gran heterogeneidad entre grupos. Mientras que los hogares más jóvenes muestran tasas de endeudamiento decrecientes, los hogares de mayor edad han visto aumentar su probabilidad de estar endeudados. El valor mediano de la deuda hipotecaria ha fluctuado, con un incremento hasta 2011 y una posterior reducción y estabilización en un nivel ligeramente inferior.

La carga hipotecaria también está influenciada por el coste de la deuda. Los tipos de interés han tenido un comportamiento variable, aumentando durante la crisis de 2008 y disminuyendo después, lo que ha beneficiado a los hogares en términos de financiación. A pesar de que la mayoría de las hipotecas estaban inicialmente a tipo variable, ha habido un aumento en las hipotecas a tipo fijo desde 2014.

El análisis de la carga hipotecaria revela que un porcentaje significativo de los ingresos de los hogares se destina a la amortización de la deuda. Valores superiores al 40% se consideran indicativos de vulnerabilidad financiera. A partir de 2008, la carga mediana ha mostrado un descenso, llegando al 12,6% en 2020, impulsado por la reducción de los tipos de interés, las mayores restricciones en la concesión de préstamos y el aumento de los ingresos.

Sin embargo, la vulnerabilidad es mayor entre los hogares de menores ingresos, donde la carga puede alcanzar hasta el 34,9%. La proporción de hogares con una carga superior al 40% ha disminuido, pero sigue siendo más alta en la quinta inferior. En este grupo, el 40% destina más del 40% de su renta a la deuda, lo que resalta la precariedad financiera que enfrentan.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es documentar la distribución del endeudamiento de los hogares en España, con especial atención en la deuda hipotecaria, principalmente la deuda asociada a la adquisición de vivienda. En concreto, se presenta primero un análisis detallado de la composición de la deuda total en manos de los hogares, para luego describir dimensiones como la tenencia, el valor y el coste de la deuda hipotecaria asociada a la compra de la vivienda principal y su evolución en las dos últimas décadas. Con este propósito, se usan las siete primeras ediciones disponibles de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España, que permiten disponer de información desagregada a nivel de hogar sobre las rentas, los activos, las deudas y el gasto de los hogares residentes en España desde

2002 hasta 2020 cada tres años. La disponibilidad de datos desagregados y representativos para la población de hogares durante ese periodo permite realizar un diagnóstico preciso de la heterogeneidad existente en la población y sus cambios en el tiempo para distintas fases del ciclo económico. Este diagnóstico es una pieza fundamental para comprender con más claridad cuestiones relevantes para el óptimo diseño de políticas públicas. Los cambios en la composición, el nivel y el volumen del endeudamiento, la concentración de la deuda hipotecaria, el reparto de la carga hipotecaria y el riesgo de vulnerabilidad financiera son aspectos de primer orden para la política monetaria, la regulación macroprudencial y otras políticas públicas con objetivos distributivos (véase Cloyne et al. (2020), De Araujo et al. (2020), Tzur-Ilan (2018) y Van Bakkum et al. (2024) entre otros estudios que documentan la importancia del endeudamiento de los hogares y su riesgo de vulnerabilidad financiera para amplificar los efectos de los *shocks* de política monetaria y su impacto en la estabilidad financiera y macroprudencial).

Por el lado de la demanda, la heterogeneidad en las decisiones de consumo y endeudamiento de los hogares puede contextualizarse en el marco de la hipótesis de la renta permanente (véase Bover et al., 2016; Barceló y Villanueva, 2018; Barceló y Villanueva, 2023, entre otros)¹. Esta hipótesis predice que estas decisiones de los hogares están fuertemente asociadas a sus rentas presentes y futuras así como a parámetros de preferencias como la impaciencia y la actitud frente al riesgo que, a su vez, varían por edad, nivel educativo y otras características de los individuos. Por el lado de la oferta, la incertidumbre sobre la capacidad del hogar para devolver la deuda hace que el acceso y el coste de la misma estén muy asociados también a características que las entidades de crédito pueden usar para inferir el riesgo de impago, como la edad, la renta y los activos del hogar. Finalmente, la oferta de crédito a los hogares también se ve afectada fuertemente por aspectos institucionales que varían entre países. Por ejemplo, las diferencias en el plazo para el embargo de una propiedad inmobiliaria, la cantidad de información sobre los hogares que las entidades de crédito tienen acceso para la concesión de créditos, así como la regulación sobre las ratios entre el valor del préstamo y el de la propiedad inmobiliaria son también fuentes importantes de heterogeneidad en la distribución de

¹ Véase Díaz et al. (2024), Díaz y Luengo-Prado (2010), Díaz y Luengo-Prado (2008) y Scoccianti (2008) para otros estudios teóricos y modelos calibrados que analizan la elección de tenencia de vivienda y el endeudamiento de los hogares en un contexto de restricciones al crédito utilizando modelos de equilibrio general y de generaciones solapadas.

los distintos tipos de endeudamiento por características de los hogares entre países (véase Bover et al., 2016). En este sentido, el objetivo del presente capítulo es ofrecer una caracterización detallada de la heterogeneidad en los patrones de endeudamiento por edad del cabeza de familia, y por renta y riqueza neta. Para algunas de las medidas descritas, se proporciona también una comparativa con el resto de países del Eurosystema con el objetivo de contextualizar los patrones observados para el caso español, pero sin entrar en el análisis de los factores explicativos subyacentes de las diferencias observadas, lo cual está fuera del propósito de esta contribución.

Las ideas principales a destacar son las siguientes:

- La deuda hipotecaria asociada a la vivienda principal es el componente más importante de la deuda de los hogares en España (62% del total de la deuda), aunque su peso se ha reducido en los últimos años a favor de otras deudas como la deuda hipotecaria asociada a la compra de otras propiedades inmobiliarias o crédito personal.
- El peso relativo de los hogares jóvenes en la deuda hipotecaria agregada viene disminuyendo desde 2011 (del 27% al 6%), mientras que el de los hogares en las dos decilas superiores de la distribución de renta y en la mitad superior de la distribución de la riqueza ha aumentado (del 35% al 44% y del 45% al 55%, respectivamente).
- La proporción de hogares jóvenes con deuda hipotecaria asociada a la compra de vivienda principal pendiente ha descendido de forma continua desde 2011, pasando de un 56,5% a un 24% en 2020. Esta caída es la contrapartida de la reducción de 33 puntos porcentuales (pp) observada en la tasa de propietarios de su vivienda principal en este grupo de hogares, la cual ha pasado de 69% a 36%. A partir de 2014 también se observa para los hogares con edades del cabeza de familia entre 35 y 44 años, pero de forma más contenida y suave.
- El volumen mediano de endeudamiento hipotecario asociado a la vivienda principal creció fuertemente hasta 2011, especialmente para los hogares jóvenes (para los que se duplicó), para después experimentar un descenso continuado hasta 2020 (del 30% para los jóvenes).
- Estas tendencias de menor prevalencia de la deuda hipotecaria o reducción de su importe en manos de los hogares jóvenes observadas desde 2011 estarían asociadas en gran medida a que la financiación hipotecaria de porcentajes mayores al 80% del precio de adquisición se frenó tras la crisis

financiera. Esta mayor restricción al endeudamiento hipotecario junto al empeoramiento de la tasa de desempleo y la disminución de los ingresos laborales entre los años 2011 y 2014, especialmente importante entre los jóvenes, explicarían gran parte de la caída de la tasa de propiedad de la vivienda principal y del endeudamiento asociado a la misma en este grupo.

- Aunque la carga hipotecaria se ha venido reduciendo entre todos los grupos de hogares desde 2014, un 40% de los hogares endeudados en el quintil inferior de renta destinaba más de un 40% de la renta bruta del hogar al pago de su cuota hipotecaria en 2020.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente forma. En el segundo epígrafe se describen las distintas fuentes estadísticas para el análisis de la deuda de los hogares en España, indicando las ventajas comparativas de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias para el análisis de la heterogeneidad. En el tercer epígrafe se analiza la evolución temporal de distintas dimensiones o medidas de la deuda en manos de los hogares: primero, el peso relativo de los distintos tipos de deuda en el total para los distintos grupos; en segundo lugar, la distribución o reparto de la deuda hipotecaria entre los distintos tipos de hogares y, por último, la tenencia, el volumen y coste de la deuda hipotecaria asociada a la compra de la vivienda principal. Finalmente, en el último epígrafe se describe las tendencias principales en cuanto a la carga hipotecaria y la proporción de hogares vulnerables financieramente y su importancia relativa en cada grupo.

2. FUENTES ESTADÍSTICAS PARA ANALIZAR LA DEUDA DE LAS FAMILIAS: MACRO *VERSUS* MICRO

Además de la EFF, existen para España otras fuentes estadísticas públicas que proporcionan información sobre la deuda de los hogares. Desde un punto de vista agregado, el BdE proporciona dos series con estimaciones del valor agregado del crédito total y el crédito por finalidades concedidos a los hogares. Estas estimaciones se basan en las cifras contenidas en los balances e informes que las entidades de crédito y otras instituciones financieras remiten al BdE para el adecuado ejercicio de su actividad supervisora². Sin embargo, dado su carácter

² Véase, por ejemplo, la información obtenida de los estados de supervisión en el cuadro 4.13 (total de crédito por finalidades y tipo de préstamo) y en el cuadro 8.19 (detalle de los pasivos

agregado, esta información no permite analizar aspectos distribucionales, lo cual es relevante a la hora de evaluar cuestiones tan importantes para el diseño de políticas como la composición de la deuda o cómo es la distribución de la carga financiera por tipos de hogares. Es precisamente esta dimensión la que permiten abordar los datos recogidos por encuestas a hogares como la EFF del BdE o la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) del Instituto Nacional de Estadística (INE). En este sentido, la ventaja comparativa de la EFF es además que no solo proporciona información exhaustiva sobre la deuda asociada a la compra de la vivienda principal sino también amplio detalle sobre el resto de las deudas y sus características (objetivos, plazos, valores iniciales y pendientes, pagos de amortización y tipos de interés). Además, los datos de la EFF no solo ofrecen un mayor nivel de detalle y de desagregación de la deuda sino también la posibilidad de analizar esta dimensión según la riqueza de los hogares, de la que la EFF recoge información muy detallada y granular.

Para el análisis del comportamiento financiero de las familias es fundamental disponer de datos representativos de todos los estratos, especialmente de la parte alta de la distribución de la riqueza. En este sentido, la muestra de la EFF cuenta con una sobrerrepresentación de los estratos más ricos, lo que garantiza disponer de un número suficiente de hogares para estudiar con precisión las decisiones financieras de los hogares a lo largo de toda la distribución. En este sentido, diversos estudios han comparado la EFF con las otras fuentes alternativas. Por un lado, Bover et al. (2024) comparan diversas medidas y variables de riqueza, renta, deuda y gasto para la EFF y las obtenidas de las series agregadas de deuda y *stock* de vivienda del BdE, la Contabilidad Nacional, las Cuentas Financieras y los datos de encuestas como la ECV y la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF). Por otro lado, Bover et al. (2022) comparan a su vez para los mismos hogares los datos de distintos tipos de deuda procedentes de la EFF y de los datos administrativos registrados en la Central de Información de Riesgos (CIR) del BdE para el periodo 2002-2011. Teniendo en cuenta las diferencias conceptuales y metodológicas entre las distintas fuentes, ambos estudios muestran que los datos proporcionados por la EFF comparan bien tanto con las magnitudes agregadas proporcionadas por el BdE como con diversos estadísticos

concedidos por finalidades y tipo de préstamo) del Boletín Estadístico del Banco de España (2023) en el mes de noviembre.

distribucionales obtenidos a partir de la ECV y la EPF. Bover et al. (2024) también documentan cómo la comparabilidad ha mejorado a lo largo de las olas, especialmente, para las medidas de deuda. Respecto a la comparación con los registros de la CIR, Bover et al. (2022) muestran que las medidas de endeudamiento calculadas con la EFF y con la CIR son similares tanto en el margen de tenencia para distintos tipos de deuda como en el de los valores del endeudamiento, lo cual está en línea con el trabajo anterior³. Finalmente, Bover et al. (2019) muestran que la relación entre el importe de los préstamos hipotecarios y el valor de la vivienda (ratio préstamo-valor) evoluciona de forma similar a la que se deriva de cruzar los importes de constitución de hipotecas y del precio de transmisión recogidos, respectivamente, en el Registro de Constitución de Hipotecas del Colegio de Registradores y en el Registro de la Propiedad.

Otra fuente de datos administrativos que ofrece información de la constitución de hipotecas en el año de la transacción de viviendas inmobiliarias es el enlace de la información del Registro de Transmisión de Bienes con el Registro de Constitución de Hipotecas. Esta base de datos permite estudiar características de las hipotecas tales como la ratio valor inicial del préstamo frente a valor de tasación, tipos de interés y duración del préstamo a nivel de operación y a un nivel de desagregación geográfica de código postal de la vivienda (véase Bover et al. (2019) para más detalles). Sin embargo, al igual que la CIR, los Registros no son públicos y además no proporcionan hasta ahora información a nivel de hogar, ni sobre otras dimensiones fundamentales para entender las decisiones de endeudamiento y su distribución en la población (como la renta, la riqueza, la edad o el nivel educativo).

Finalmente, es importante mencionar que los datos de la EFF forman parte de la Household Finance and Consumption Survey (HFCS), una encuesta armonizada que el sistema de bancos centrales del área del euro realiza desde 2011 sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, lo que permite realizar análisis comparativos entre países. Esto es importante para aprender cómo las decisiones de endeudamiento, tenencia de activos y decisiones de gasto, entre

³ Por ejemplo, mientras que la proporción de hogares con deuda hipotecaria es del 25,8% en la EFF, en la CIR es del 29,9%; sin embargo, entre los hogares endeudados, la deuda hipotecaria mediana recogida en la EFF es muy similar a la proporcionada por la CIR, solamente un 0,5% inferior. Por lo que se refiere a deuda no hipotecaria, las diferencias son mayores, pero no sustanciales. La tenencia es del 18% en la EFF y del 23% en la CIR, y la deuda mediana es un 10% inferior en la EFF.

otras cuestiones, se ven condicionadas por las diferencias en las características institucionales de los países de la zona euro. En este sentido, Bover et al. (2016) documentan cómo varía la distribución de distintas medidas de endeudamiento y de la deuda hipotecaria de los hogares por características de los mismos según el marco legal y las instituciones económicas existentes en cada país⁴.

3. EL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS EN ESPAÑA

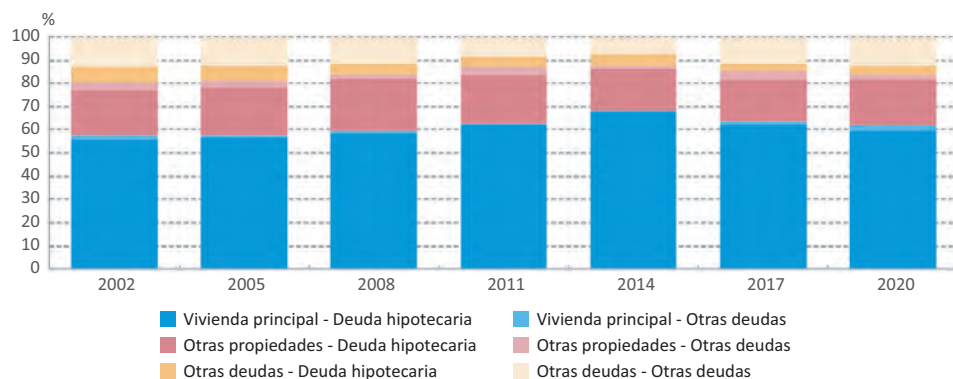
3.1. La composición de la deuda

En una primera aproximación al total de la deuda en manos de los hogares, se observan dos hechos estilizados. En primer lugar, la figura 1 muestra que el componente más importante de la deuda de los hogares españoles es el destinado a la compra de la vivienda principal, el cual representa en media para el periodo 2002-2020 en torno al 61,5% del total de la deuda en manos de los hogares en España. Además, este componente corresponde mayoritariamente a deuda hipotecaria (alrededor del 98% del total de deuda por compra de vivienda principal). En segundo lugar, se observa que la deuda pendiente para la compra de otras propiedades inmobiliarias representa en media en torno al 23% mientras que el peso relativo de las otras deudas pendientes es del 16%⁵. Aunque el peso relativo de estos tres componentes se ha mantenido estable durante todo el periodo analizado, la figura 1 muestra cómo el peso de la deuda asociada a la compra de la vivienda principal aumentó 10 pp entre 2002 y 2014 (desde el 57,5% al 68,2%), como resultado sobre todo de la etapa expansiva y del *boom* inmobiliario que la economía española experimentó hasta el brusco ajuste de 2008. Después de 2014 y hasta 2020 se observa un descenso continuado (hasta el 62%) a favor tanto de la deuda asociada a la compra de otras propiedades inmobiliarias, que se situaba en 2020 en el 22,7%, como de las otras deudas, con un 16% del total de la deuda en 2020.

⁴ Entre todas las características institucionales consideradas en Bover et al. (2016), la duración de los procesos de ejecución hipotecaria es la variable que mejor explica las diferencias en la distribución de la deuda y en las características de la deuda hipotecaria entre países. En los países con periodos de embargo más prolongados, la tenencia de deuda con garantía hipotecaria es menor entre los hogares, los hogares más jóvenes se endeudan con cuantías más reducidas de deuda y los tipos de interés son más elevados entre los hogares con niveles más bajos de renta.

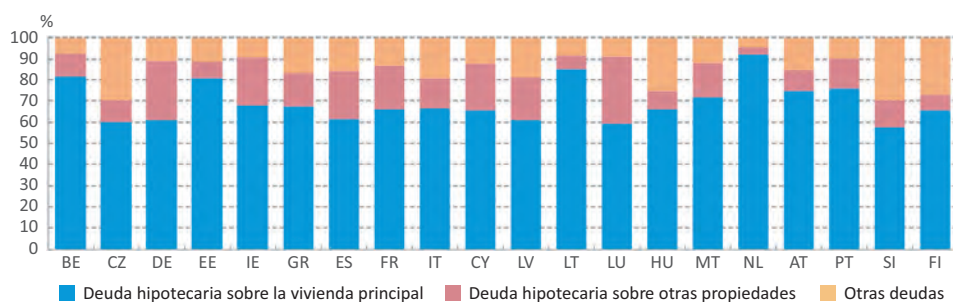
⁵ En otras deudas se incluyen tanto deudas formales con entidades de crédito como préstamos con garantía real, créditos personales, préstamos al consumo y deudas adquiridas a través de tarjetas de crédito, como deudas informales con familiares o amigos.

Figura 1. Composición de la deuda en manos de los hogares en España por tipos de deuda.



Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

Figura 2. Composición de la deuda en manos de los hogares por tipos de deuda en los países del Eurosistema.



Fuente: Household Finance and Consumption Survey, 2021.

En el contexto del Eurosistema, se observa para todos los países el predominio de la deuda hipotecaria asociada a la vivienda principal en el agregado de la deuda total de los hogares (véase figura 2). No obstante, su peso relativo varía mucho entre países. Mientras que en Holanda, Eslovaquia, Lituania, Estonia y Bélgica la deuda hipotecaria asociada a la vivienda principal supera el 80% del total de la deuda, en otros como Alemania y España este porcentaje está cerca del 60%, debido sobre todo al mayor peso de la deuda hipotecaria asociada a otras propiedades inmobiliarias. En concreto, el caso español destacaba en 2020 por un peso relativo de la deuda asociada a otras propiedades inmobiliarias (22,7%) por encima de la media, junto a países como Alemania (28%), Irlanda (22,4%) y Francia (20,8%), y en contraposición con países como Italia (14,3%) o Grecia (15,9%),

con niveles mucho más bajos⁶. Esta variación tan importante entre países no solo se debe a las diferencias en la tasa de propiedad de la vivienda principal y de otras propiedades inmobiliarias sino también en gran medida a diferencias en el recurso y el acceso al crédito hipotecario. Bover et al. (2016) muestran que hay una heterogeneidad en la tenencia y en la cuantía del endeudamiento hipotecario entre países explicada por diferencias institucionales, como por ejemplo la diferente longitud de los plazos de ejecución de embargo.

3.2. La distribución de la deuda hipotecaria entre los distintos grupos de hogares

Dada la importancia relativa de la deuda hipotecaria (incluyendo tanto la asociada a la compra de la vivienda principal como aquella para la adquisición de otras propiedades inmobiliarias) en el total de la deuda en manos de los hogares, es importante entender la distribución de su valor agregado entre los distintos grupos. La figura 3 muestra la evolución del porcentaje de la deuda hipotecaria agregada en manos de distintos grupos de hogares según la edad del cabeza de familia, el nivel de renta y el nivel de riqueza (panel 3.1, 3.2 y 3.3, respectivamente)⁷. Por edad del cabeza de familia, la deuda hipotecaria se encuentra sobre todo concentrada en los grupos entre 35 y 54 años, siendo tradicionalmente mucho menor entre aquellos hogares mayores de 65 años, lo cual es consistente con el perfil de ciclo vital de los hogares⁸. Además, el peso relativo de estos grupos de

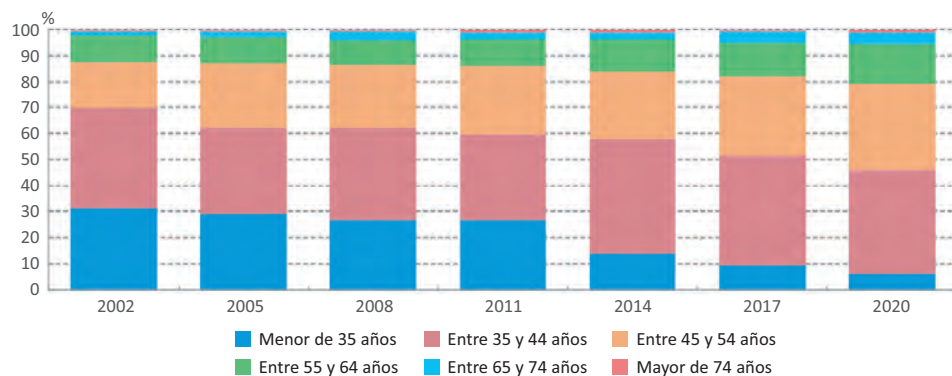
⁶ En lo que respecta a la comparativa con los países del Eurosistema, hay que mencionar que los datos del HFCS se refieren a deuda en la que la vivienda principal u otras propiedades inmobiliarias se ha utilizado como colateral, no tanto como deuda para la adquisición de dichas propiedades, tal y como se define en la EFF.

⁷ Siguiendo la definición empleada en Banco de España (2004), se define como cabeza de familia la persona de referencia designada por el hogar a efectos de responder la encuesta si esta es hombre, o su pareja si la persona de referencia es mujer y su pareja vive en el hogar. Esta definición o convención tiene como único propósito presentar los resultados estadísticos de forma que el cabeza de familia sea siempre la misma persona en el hogar para todas las ediciones en las que el hogar participa.

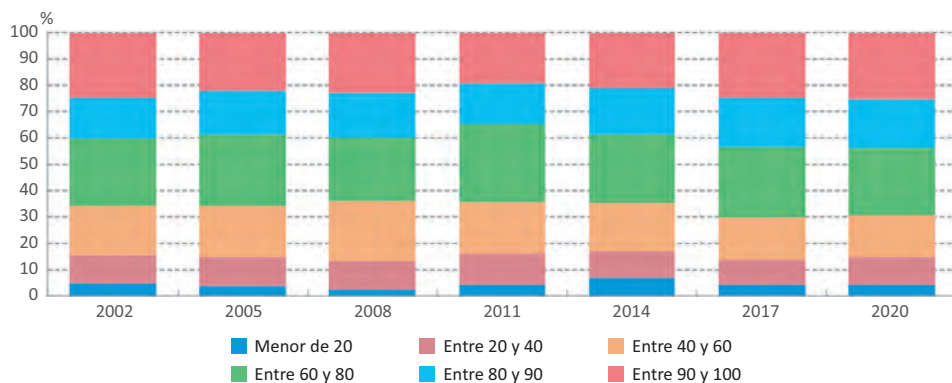
⁸ El análisis del endeudamiento por grupos de edad a lo largo del tiempo no permite separar el efecto de la edad de los hogares según su ciclo vital y los efectos cohortes. Estos últimos se refieren al hecho de pertenecer a diferentes generaciones cuyas preferencias pueden estar influidas por haberse enfrentado a diversas situaciones o experiencias en su vida, por ejemplo, referentes a distintas fases del ciclo económico *booms* inmobiliarios, problemas crediticios, diferentes niveles de seguridad del empleo, etc. Véase Paz-Pardo (2024) y Barceló et al (2023) para una discusión sobre los efectos de ciclo vital y efectos cohortes en la decisión de tenencia de vivienda en países de la zona euro.

Figura 3. Distribución de la deuda hipotecaria agregada por grupos de hogares.

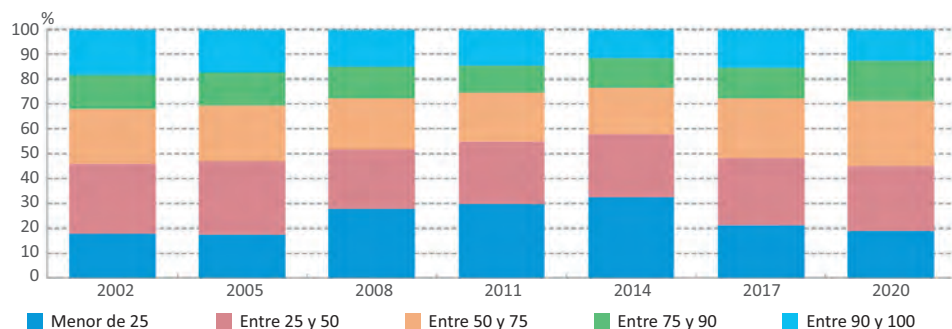
Panel 3.1. Por edad (1)



Panel 3.2. Por percentil de renta



Panel 3.3. Por percentil de riqueza



(1) Edad del cabeza de familia.

Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

hogares ha aumentado sustancialmente a lo largo del tiempo en contraposición a los hogares más jóvenes (menores de 35 años), que han pasado de tener una participación en la deuda hipotecaria del 31% en 2002 a una participación inferior al 6% en 2020, concentrándose gran parte de esta caída en el periodo 2011-2020. Este descenso tan destacado para los hogares más jóvenes está asociado a la caída continuada que se viene observando desde 2011 en la tasa de propiedad de la vivienda principal para este grupo y que se documenta más adelante en este capítulo. En cuanto al aumento en la participación de los hogares con cabeza de familia entre 35 y 54 años, es importante tener en cuenta que parte de este cambio se debe a un efecto cohorte dado que a estos grupos van entrando sucesivamente los hogares jóvenes que en los primeros años de la encuesta contribuían con una participación importante en la deuda hipotecaria agregada (por ejemplo, 31% para los hogares con cabeza de familia menor de 35 años en 2002)⁹.

Por nivel de renta y de riqueza, los patrones observados también muestran algunos cambios significativos. En concreto, cabe destacar el aumento que se observa desde 2014 en la participación en el endeudamiento hipotecario de hogares con riqueza neta entre el percentil 50 y 90, los cuales habrían aumentado su peso del 30,3% al 42,4% (panel 3.3). Estos cambios son consistentes con los mostrados por Cobreros et al. (2023) usando cuentas distributivas basadas en datos procedentes de la EFF y las Cuentas Financieras, las cuales predicen que estas tendencias se extenderán a 2022. En cuanto al nivel de renta, el panel 3.3 muestra que los hogares por encima del percentil 80 han venido acumulando una parte cada vez más importante del endeudamiento hipotecario asociado a la compra de propiedades inmobiliarias desde 2011. En concreto, este aumento en la participación en el endeudamiento es mayor en la decila superior, que pasó del 19,2% en 2011 al 25,2% en 2020. En esta línea, las predicciones de Cobreros et al. (2023) muestran cómo la deuda para la compra de la vivienda se viene acumulando en la decila superior desde ese año, tendencia que también continuará en 2022.

⁹ Estos hogares acumularon por tanto más deuda al haber comprado la vivienda durante el *boom*, con escasa capacidad de ahorro al ser muy jóvenes e hipotecándose con plazos de vencimientos más largos, como veremos en el epígrafe 3.3.

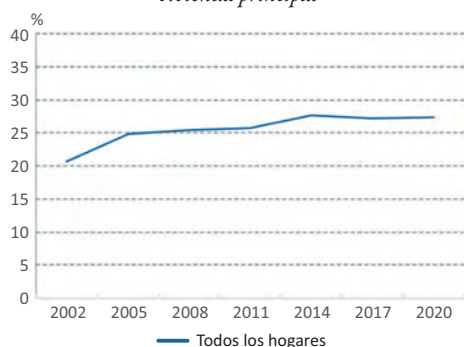
3.3. Caracterización de la deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal

La distribución de la deuda hipotecaria entre los distintos grupos de la población descrita en el epígrafe anterior es el resultado por un lado del porcentaje de hogares endeudados en cada grupo, así como del valor de su endeudamiento. Estos márgenes de tenencia y valor de la deuda están a su vez fuertemente asociados a otras variables o medidas como el coste y los plazos de deuda, que también son relevantes para entender mejor la distribución de la deuda hipotecaria entre los distintos tipos de hogares. Para simplificar el análisis de todos estos márgenes y, dado que el mayor porcentaje de la deuda hipotecaria se corresponde con deuda asociada a la adquisición de la vivienda principal, nos centramos en esta última en el resto del capítulo.

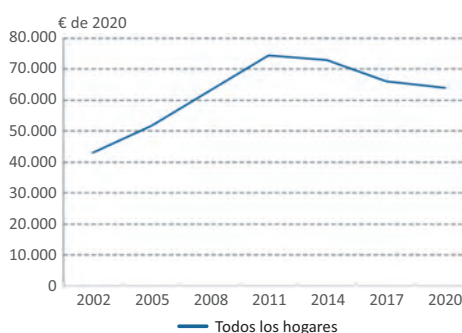
En lo relativo a la probabilidad de poseer deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal, el porcentaje de hogares con este tipo de deuda era en 2020 de 27,4% (véase figura 4, panel 1). Desde una perspectiva temporal, el porcentaje de endeudados con deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal ha aumentado de forma sostenida del 21% en 2002 hasta ese 27,4% en 2020, aunque tal y como se describirá más adelante tras este crecimiento continuo que se observa para el conjunto de la población se esconde un elevado grado de heterogeneidad por grupos de hogares.

Figura 4. Deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal entre los hogares en España.

Panel 4.1. Porcentaje de hogares poseedores de deuda hipotecaria asociada a la compra de la vivienda principal

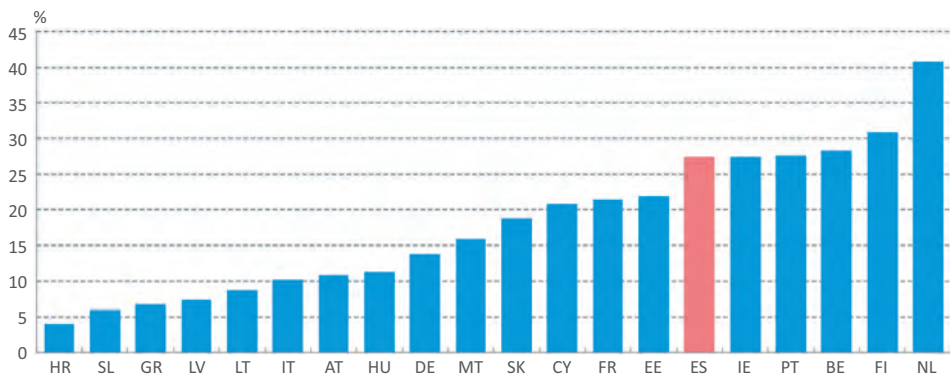


Panel 4.2. Valor mediano de la deuda hipotecaria pendiente por la compra de su vivienda principal



Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

Figura 5. Porcentaje de hogares con deuda hipotecaria pendiente por la compra de su vivienda principal para los países del Eurosistema.



Fuente: Household Finance and Consumption Survey, 2021.

En el contexto del Eurosistema existen también diferencias importantes en la tenencia de deuda hipotecaria asociada a la vivienda principal (véase figura 5), siendo Holanda (40,8%) junto con Finlandia (30,9%), Bélgica (28,2%) y Portugal (27,7%) los países con mayores tasas de endeudamiento en 2021, mientras que en Croacia se observa una tasa del 4%, la menor del Eurosistema. España se situaría en el sexto puesto con un 27,4%. Una parte de estas diferencias puede venir explicada por las diferencias importantes que se observan entre países en la tasa de propiedad de la vivienda principal, mientras que otra parte se debe a las diferencias en la propensión a recurrir al crédito para la compra de una vivienda (esto es, las diferencias en las tasas de endeudamiento condicionadas a que el hogar sea propietario de la vivienda principal).

Entre los endeudados, el volumen mediano creció de forma sostenida hasta 2011, para reducirse suavemente posteriormente (véase figura 4, panel 2)¹⁰. Este crecimiento es consistente con lo ocurrido con las ratios entre el valor del préstamo hipotecario y el valor de la vivienda en el momento de la compra. En concreto, mientras que en los años de la expansión y el *boom* económico la ratio mediana se mantuvo por encima del 90% llegando incluso a superar el 100%, esta se desplomó durante los años posteriores a la crisis financiera de

¹⁰ En lo relativo al valor de la deuda, se analiza por simplicidad únicamente la mediana de la distribución, tanto para el conjunto de los hogares como para las comparaciones entre cada grupo.

2008, estabilizándose en torno al 80% en el resto del periodo (véase figura 6, panel 1)¹¹. Este indicador es de interés en tanto que una ratio alta puede asociarse a una demanda de endeudamiento mayor dado que indica que los hogares están haciendo pagos pequeños en el momento de la compra para hacer pagos relativamente altos a lo largo de la vida del préstamo¹². Mayores valores de la ratio de endeudamiento sobre el valor de la compra de la vivienda también pueden sostenerse con la solicitud de plazos de amortización de las hipotecas más prolongados en el tiempo con el fin de sostener o reducir los pagos mensuales de devolución de los préstamos en función de los ingresos de los hogares (véase figura 6, panel 2). Barceló y Villanueva (2023) documentan este efecto causal utilizando datos de la EFF¹³.

En cuanto al coste de la deuda hipotecaria, el tipo de interés mediano asociado a los préstamos hipotecarios para la compra de la vivienda principal¹⁴ disminuyó entre 2002 y 2005, para subir de nuevo en 2008¹⁵. Tras la crisis financiera, y como resultado de las medidas de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español y de la política monetaria implementada en el área del euro, los tipos de interés empezaron a reducirse de forma sostenida mejorando, en este sentido, las condiciones de financiación de las familias (véase figura 6, panel 3). Además, mayoritariamente la deuda hipotecaria nueva para la compra de la vivienda principal estuvo asociada durante gran parte del periodo a tipos de interés variables, tendencia que cambió a partir de 2014, con una subida en el porcentaje de hipotecas con tipo fijo de 30 pp (del 15,7% hasta el 45,7% en 2017) y que aumentó al 49,1% en 2020 (véase figura 6, panel 4). No obstante, es importante tener en cuenta que, considerando todo

¹¹ Es importante mencionar que la ratio préstamo-valor de la vivienda comprada está calculada en este caso teniendo en cuenta las compras o adquisiciones más recientes, en concreto, aquellas realizadas en los tres últimos años observados en cada edición de la encuesta.

¹² El gráfico 6 muestra el valor mediano de este indicador usando el valor de compra de la vivienda declarado por los hogares en la EFF, que es similar en magnitud al que se obtiene con el precio de la transacción del Registro de la Propiedad, en línea con Bover et al. (2019).

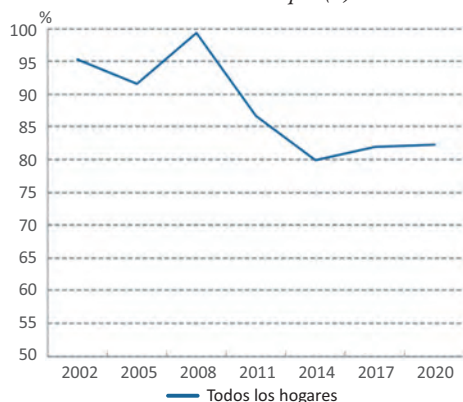
¹³ Barceló y Villanueva (2023) estiman el impacto causal de un aumento de los plazos de vencimiento sobre el endeudamiento de los propietarios de su vivienda principal utilizando como instrumento la liberalización del sector financiero en España con la llegada del euro.

¹⁴ La información sobre el tipo de interés asociado a cada préstamo también es declarada por los hogares en la encuesta.

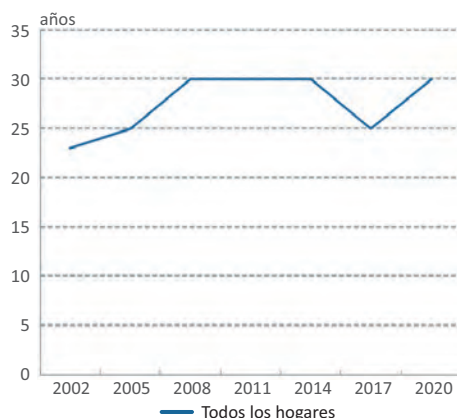
¹⁵ Para el cálculo del tipo de interés mediano también se han tenido en cuenta solo los préstamos contraídos en los tres últimos años observados en cada edición de la encuesta.

Figura 6. Características de la deuda hipotecaria asociada a la compra de vivienda en España (1)

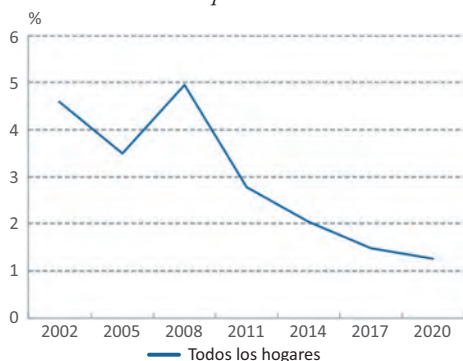
Panel 6.1. Evolución de la ratio entre el valor del préstamo hipotecario y el valor de la vivienda en el momento de la compra (2)



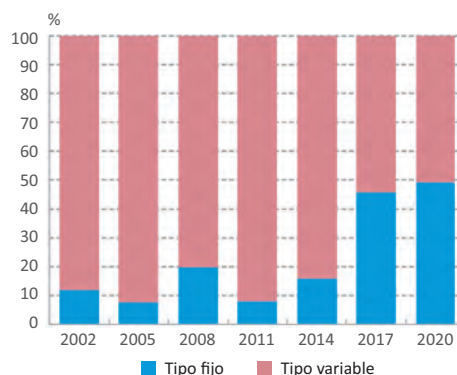
Panel 6.2. Evolución del plazo mediano del préstamo (3)



Panel 6.3. Evolución del tipo de interés mediano del préstamo



Panel 6.4. Evolución del tipo de tipo de interés



(1) Para cada ola, se considera la primera hipoteca concedida para la adquisición de vivienda principal entre los dos años anteriores al de la encuesta y el año de la entrevista.

(2) Ratio mediano.

(3) Hace referencia al plazo inicial total de amortización.

Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

el *stock* de préstamos hipotecarios asociados a la compra de la vivienda principal existentes en 2020, el 74% de los hogares endeudados con este tipo de deuda la tenía a tipo variable. Esta cuestión es importante en la medida que

estos son los hogares susceptibles de verse afectados negativamente por un contexto de alza en los tipos de interés¹⁶.

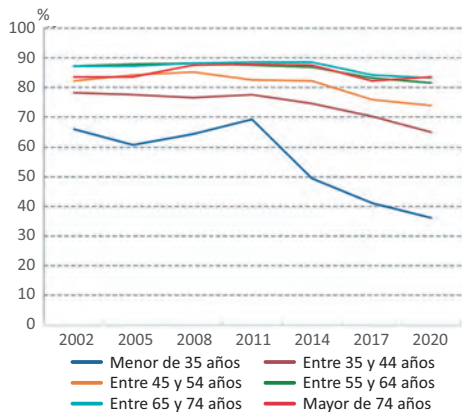
3.4. La distribución de la deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal entre los distintos tipos de hogares

En general, la proporción de hogares tenedores de deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal aumenta con la renta, a excepción de la decila más alta. Asimismo, por edad, los hogares con mayor probabilidad de tener este tipo de deudas fueron hasta 2011 aquellos hogares más jóvenes y aquellos cuyo cabeza de familia tenía entre 35 y 44 años. Sin embargo, considerando todo el periodo 2002-2020, se pueden observar evoluciones diferentes para los distintos grupos (véase figura 7, paneles 1, 2, 3 y 4). Por un lado, el porcentaje de hogares endeudados entre los hogares con cabeza de familia entre 45 y 54 años se incrementó hasta duplicarse mientras que se triplicó para los hogares cuyo cabeza de familia tenía entre 55 y 64 años. Por otro lado, el fenómeno más destacado se observa para los hogares más jóvenes, los cuales experimentan desde 2011 una caída en la tasa de este tipo de endeudamiento de 32 pp, pasando de un 56,5% a un 23,5% en 2020. Como ya se mencionaba en el epígrafe anterior, esta tendencia decreciente está directamente asociada al descenso continuado e intenso en el porcentaje de propietarios de su vivienda principal (del 69,3% al 36%), fenómeno que también se observa a partir de 2014 para los hogares con cabeza de familia entre 35 y 44 años, pero de forma más contenida y suave. En este punto, es importante recordar que la comparación entre distintos grupos de edad a lo largo del tiempo recoge en gran medida, además del efecto edad o ciclo vital, un efecto composición o cohorte, es decir, el hecho de que, a lo largo del tiempo, van llegando a cada grupo de edad nuevas generaciones. Así, por ejemplo, el aumento sostenido observado en la probabilidad de estar endeudado entre los hogares cuyo cabeza de familia tenía entre 45 y 54 es debido fundamentalmente a que en cada año se incorporan a esta franja de edad hogares que

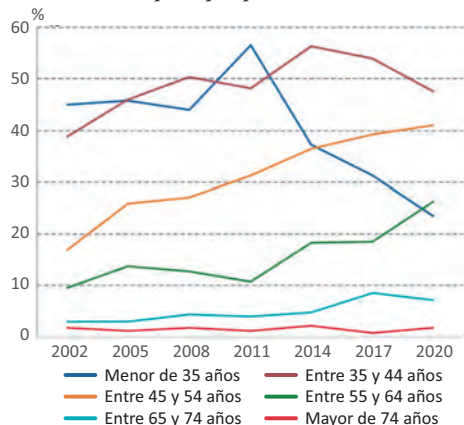
¹⁶ Ganong y Noel (2020) utilizan un quasi-experimento para estudiar la reestructuración de las hipotecas con el fin de aliviar las restricciones de liquidez de los hogares, evitar el impago y sostener el consumo de los hogares en un rediseño en el que ganan todos los agentes económicos, prestatarios, prestamistas y contribuyentes impositivos en un contexto de crisis económica y financiera como la de 2008.

Figura 7. Tenencia de vivienda principal y deuda hipotecaria entre los hogares en España.

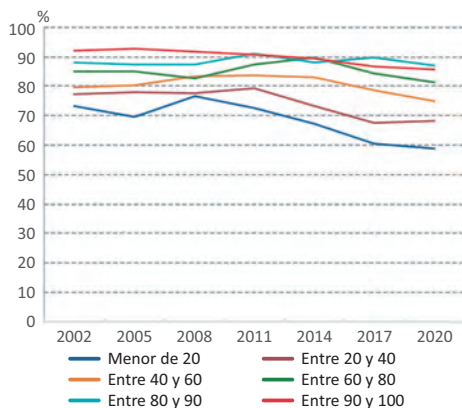
Panel 7.1. Porcentaje de hogares propietarios de su vivienda principal, por edad



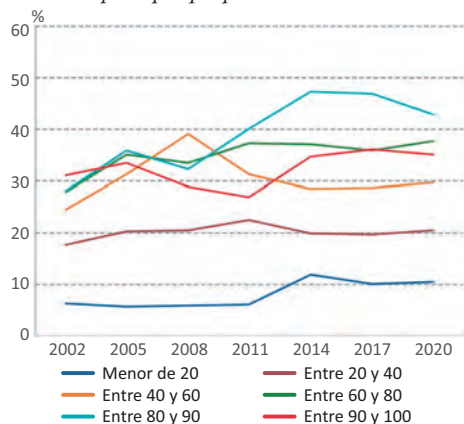
Panel 7.2. Porcentaje de hogares con deuda hipotecaria pendiente por la compra de su vivienda principal, por edad



Panel 7.3. Porcentaje de hogares propietarios de su vivienda principal, por percentil de renta



Panel 7.4. Porcentaje de hogares con deuda hipotecaria pendiente por la compra de su vivienda principal, por percentil de renta



Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

en años anteriores tenían entre 35 y 44 e incluso eran menores de 35 años, y que al menos en los primeros años observados se caracterizaban por tasas de endeudamiento muy elevadas.

En lo relativo al nivel de renta del hogar, la probabilidad de endeudamiento aumentó de forma destacada de 2002 a 2008 para los hogares entre el percentil

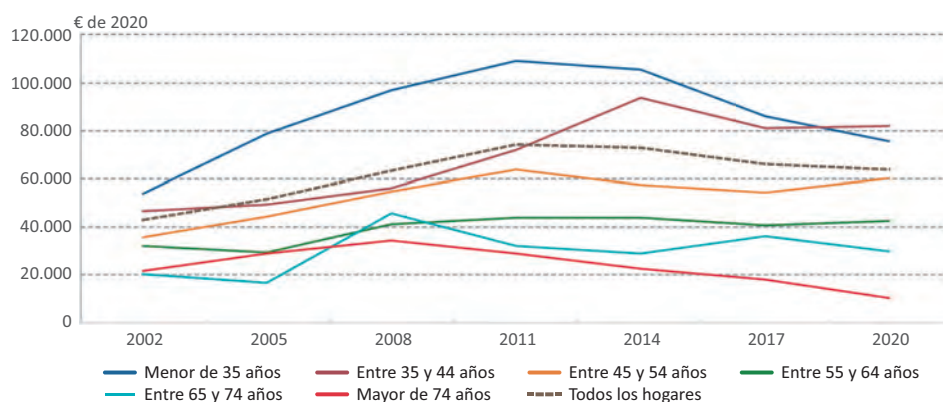
40 y 60 con una caída posterior hasta alcanzar en 2014 niveles parecidos a los iniciales, los cuales se han mantenido estables en el resto del periodo. Por el contrario, destaca el aumento entre 2011 y 2014 para los grupos extremos de la distribución, esto es los hogares en la quinta inferior, y en las dos decilas superiores. Desde 2014 el porcentaje de hogares tenedores de deuda asociada a la compra de la vivienda principal se ha mantenido estable para todos los grupos según el nivel de renta, a pesar de las caídas observadas en la tasa de propiedad de la vivienda principal, más pronunciadas entre los hogares por debajo del percentil 40.

En cuanto a los valores de la deuda hipotecaria pendiente por la compra de la vivienda principal para aquellos que están endeudados, se analizan por simplicidad únicamente las medianas, tanto para el conjunto de los hogares como para cada grupo (véase figura 8, paneles 1 y 2). En concreto, el volumen mediano de deuda pendiente aumenta con la renta y también es mayor para los hogares cuyo cabeza de familia es menor de 35 años. Sin embargo, analizando estos valores desde una perspectiva temporal, se observa que mientras que las diferencias entre hogares por edad del cabeza de familia y renta eran relativamente pequeñas en 2002, estas se ampliaron hasta 2011. En el caso de la edad, esta divergencia se produce por el fuerte crecimiento entre los grupos cuyo cabeza de familia tenía edad por debajo de 54, llegando los hogares jóvenes a niveles considerablemente mayores que el resto de los grupos (panel 8.1.). En caso de la renta, las diferencias entre grupos se amplían por el fuerte crecimiento de los grupos de mayor renta (por encima del percentil 60) frente al estancamiento e incluso caída del valor mediano entre los hogares en las dos quintas inferiores. El elevado endeudamiento entre los hogares jóvenes hasta 2011 en España estuvo asociado principalmente a la concesión de financiación hipotecaria de porcentajes mayores al 80% del precio de adquisición, llegando en ocasiones a superar el 100%. Estas condiciones de crédito hicieron el endeudamiento hipotecario especialmente atractivo a los hogares con escasa capacidad de ahorro para la entrada de la vivienda, como los jóvenes y aquellos de renta baja.

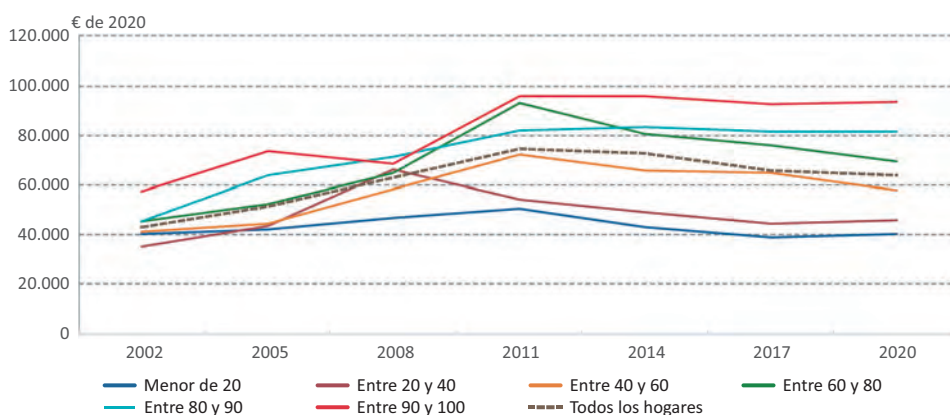
Sin embargo, la crisis financiera y el ajuste del sector bancario supusieron un freno a la financiación hipotecaria en estas condiciones, limitando la relación entre el valor de los préstamos hipotecarios concedidos a los hogares para la compra de vivienda y el valor de la compra. Este hecho, que indudablemente fue positivo para la estabilidad bancaria, tuvo el contrapunto de dificultar el acceso a la vivienda en propiedad para los jóvenes, que aún no han tenido tiempo de acumular ahorros para afrontar la parte no financiada del precio de la vivienda.

Figura 8. Valor mediano de la deuda hipotecaria pendiente por la compra de la vivienda principal.

Panel 8.1. Por edad



Panel 8.2. Por percentil de renta



Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

Las dificultades para el ahorro entre los hogares jóvenes y de menor renta se vieron además acentuadas en el periodo 2011 y 2014 por aumentos importantes en las tasas de desempleo y caídas en los ingresos laborales, que fueron sustancialmente mayores entre los jóvenes y los individuos menos cualificados¹⁷. En este

¹⁷ Véase Ferreira et al. (2024) para una discusión y cuantificación de todos estos efectos utilizando un modelo de ciclo vital en equilibrio. Gimeno y Martínez-Carrascal (2010) estiman utilizando datos agregados la relación entre los precios de la vivienda y la concesión de hipotecas para cuantificar desviaciones de estas variables de sus niveles de equilibrio y evitar situaciones

contexto, al igual que en la tenencia de la deuda, se observa desde 2011 un descenso pronunciado en el valor mediano de la deuda hipotecaria asociada a la compra de la vivienda principal entre los hogares de menor edad. Para la renta, se observan tendencias decrecientes para todos los grupos salvo entre los hogares de las dos decilas superiores, los cuales han mantenido sus niveles durante el resto del periodo analizado hasta 2020.

4. LA CARGA HIPOTECARIA Y LA VULNERABILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES EN ESPAÑA

Los desarrollos analizados en los anteriores epígrafes hacen referencia a la deuda en valores absolutos. Sin embargo, otras de las ventajas de los datos de la EFF es que permiten construir medidas o ratios de carga de la deuda para los distintos tipos de hogares con deudas pendientes. Estas ratios miden la importancia relativa de la deuda pendiente o los pagos por deuda a nivel de hogar en relación a sus recursos de renta o riqueza. En concreto, la ratio de los pagos por deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar es una medida de la carga o compromisos financieros que los hogares tienen que satisfacer en el corto plazo. Dado el objetivo del presente capítulo, resulta de interés analizar qué parte de sus recursos destinan los hogares al servicio de la deuda hipotecaria para la compra de la vivienda principal. En este sentido, se considera que valores de esta ratio superiores al umbral del 40% son indicativos de hogares en una situación de vulnerabilidad o estrés financiero dado que destinan una proporción demasiado elevada de sus recursos a la amortización de la deuda hipotecaria¹⁸.

La figura 9, panel 1, muestra para el valor mediano de esta ratio un comportamiento cíclico desde 2002, con una subida continuada del 13,2% al 19,4% en 2008 y un descenso paulatino hasta el 12,6% en 2020. Este descenso puede estar asociado a factores como la caída en los costes de financiación y en los volúmenes contraídos de deuda para las nuevas hipotecas dada la actitud más prudente de los bancos en los criterios de concesión de créditos. Tal y como se ha documentado

de sobrevaloración de activos de vivienda y sobreendeudamiento que afecten a la estabilidad del sistema financiero.

¹⁸ Véase Martínez-Carrascal (2004) para un primer estudio de la carga financiera de las familias y un análisis pormenorizado de la vulnerabilidad de los hogares por su endeudamiento para la compra de la vivienda principal en el periodo 1994-2004 utilizando datos del Panel de Hogares de la Unión Europea (PHOGUE) para España.

anteriormente, esta mayor prudencia se tradujo en una reducción en la ratio entre el valor de la hipoteca y el de adquisición de la vivienda con el objetivo de reducir el riesgo macroprudencial e incrementar la estabilidad del sistema financiero tras la crisis económica de 2008. Desde 2014, el descenso en la ratio de carga financiera también ha podido verse reforzado por la recuperación en la renta total del hogar que experimentaron la mayoría de los hogares tras las caídas observadas en el periodo 2008-2014 a consecuencia de la crisis financiera.

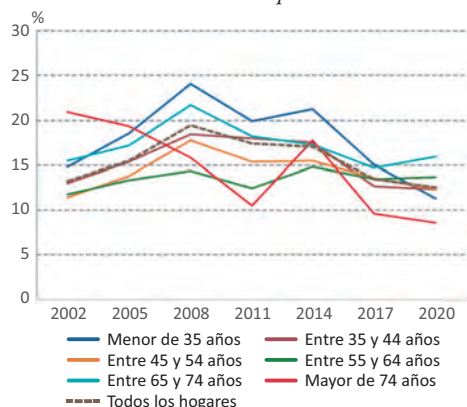
En cuanto a la heterogeneidad entre grupos, además de la caída generalizada en el valor mediano de la ratio para casi todos los grupos desde 2008 (véase figura 9, paneles 1 y 2), destaca de nuevo la dinámica de la carga financiera entre los hogares más jóvenes (panel 9.1.). A pesar de que la carga mediana de la deuda o proporción de renta destinada a los pagos de la deuda ha sido típicamente mayor entre los hogares más jóvenes en el periodo analizado, el descenso observado desde 2014 para este grupo fue tan importante que la carga mediana se situó en un 11,3%, solo por encima de los hogares con cabeza de familia mayor de 74 años. Esta tendencia de caída en la carga financiera de estos hogares se debe principalmente a la reducción de los volúmenes medianos de deuda hipotecaria, al descenso de los tipos de interés de referencia hasta niveles negativos y, desde 2014, a la recuperación de las rentas.

Por niveles de renta, el panel 9.2. muestra cómo la carga mediana de la deuda es mayor para los niveles bajos de ingresos (34,9% en 2020) y disminuye a medida que estos aumentan (7,5% para los hogares de mayor renta en 2020). Aunque para todos los grupos se observa una caída paulatina desde 2008 en la carga mediana de la deuda, los hogares en el quintil más bajo de la distribución de la renta han experimentado un aumento en la misma entre 2017 y 2020, asociado al estancamiento de su renta durante ese periodo frente a los aumentos observados para el resto de los grupos.

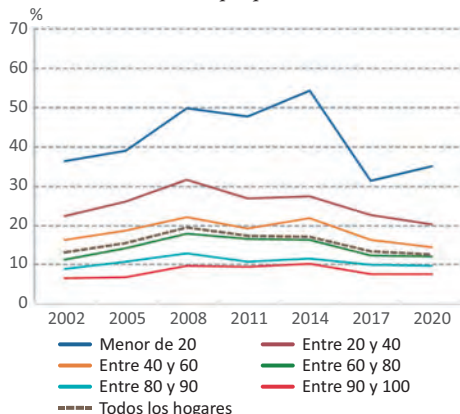
La proporción de hogares cuya carga hipotecaria supera el 40% ha venido cayendo desde 2014 desde un 10% hasta el 5% (véase panel 9.3), nivel similar al observado en 2002. No obstante, se observa un elevado grado de heterogeneidad entre los hogares, sobre todo, a lo largo de la distribución de la renta. En este sentido, aunque el porcentaje de hogares endeudados con hipotecas asociadas a la compra de la vivienda principal es reducido entre los hogares en el quintil inferior (6% en 2002 y 10% en 2020, figura 7, panel 4), el porcentaje de esos hogares que destinan más del 40% de su renta familiar al servicio de la deuda hipotecaria es claramente el más alto respecto al resto de grupos de la distribución (40% en 2020 frente al 6,7% de la segunda quintila inferior).

Figura 9. Carga hipotecaria de los hogares con hipotecas sobre la vivienda principal en España (1).

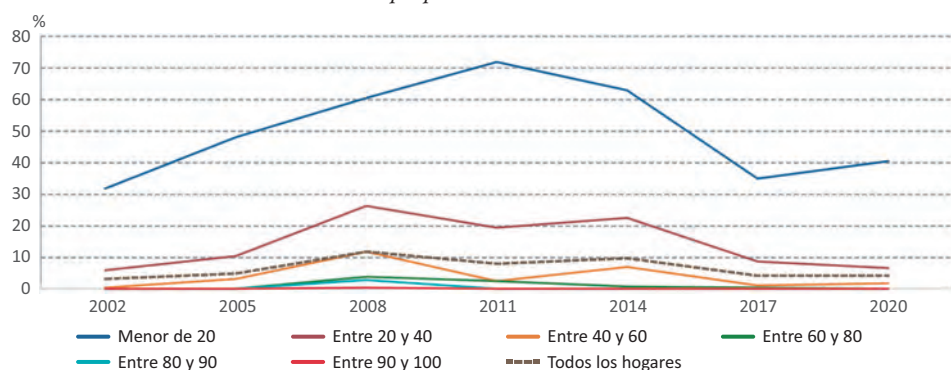
Panel 9.1. Mediana de la ratio cuota hipotecaria sobre renta bruta por edad



Panel 9.2. Mediana de la ratio cuota hipotecaria sobre renta bruta por percentil de renta



Panel 9.3. Proporción de hogares endeudados con carga hipotecaria por encima del 40% por percentil de renta



(1) Incluye hipotecas adquiridas con el propósito de la adquisición de la vivienda principal.

Fuente: Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

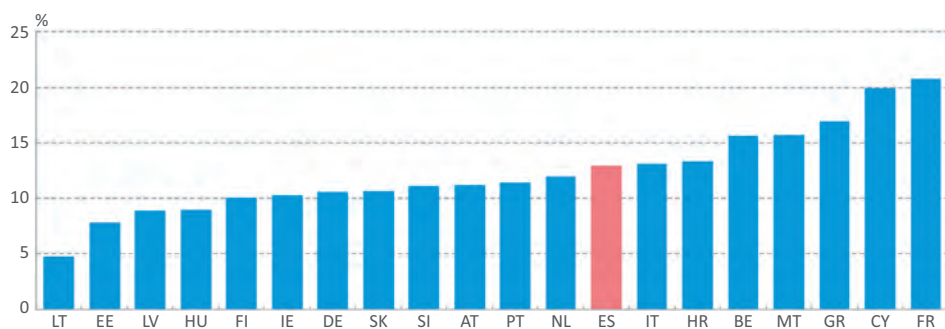
Desde 2002, destaca el aumento vertiginoso de la proporción de hogares vulnerables entre los endeudados en la quinta inferior de renta del 32% al 72% en 2011, reduciéndose de nuevo al 35% en 2017, muy por encima aún del nivel observado para el resto de grupos (véase panel 9.3.). En 2020 se observa un cierto repunte en este grupo hasta el 40%, aunque manteniéndose en niveles bajos en relación a los niveles máximos alcanzados en años anteriores. Tendencias similares se observan entre los hogares endeudados en la segunda quinta inferior

(entre los percentiles 20 y 40) pero con proporciones de hogares vulnerables en niveles mucho más bajos (el nivel máximo, por debajo del 26,5%, se observa en 2008). Finalmente, cabe destacar la diferencia tan destacada que existe aún en 2017 y 2020 en los niveles observados entre los hogares en la quinta inferior de renta y los demás hogares.

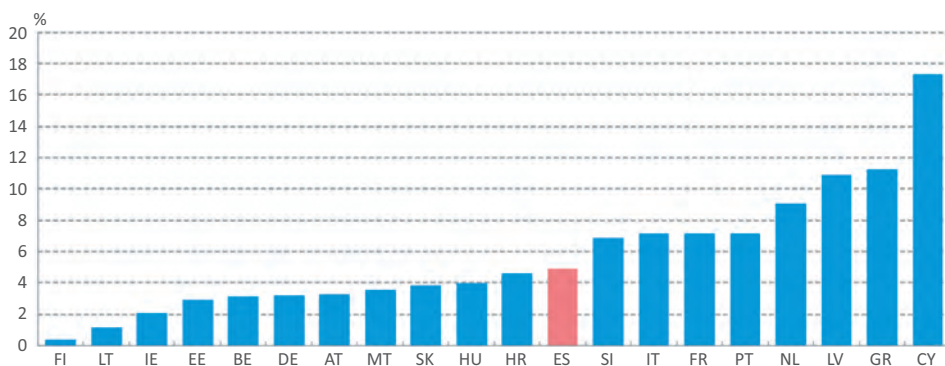
Con independencia de esta heterogeneidad, España se caracterizaba en 2020 por ocupar un nivel intermedio entre todos los países del Eurosistema tanto en el valor mediano de la carga hipotecaria como en lo relativo a la proporción de hogares vulnerables, por debajo de países en esta última dimensión como Francia, Italia y Portugal (véase figura 10, paneles 1 y 2).

Figura 10. Carga hipotecaria de los hogares con hipotecas sobre la vivienda principal en el Eurosistema (1).

Panel 10.1. Mediana de la ratio cuota hipotecaria sobre renta bruta



Panel 10.2. Proporción de hogares con carga hipotecaria por encima del 40%



(1) Incluye hipotecas adquiridas con el propósito de la adquisición de la vivienda principal.

Fuente: Household Finance and Consumption Survey, 2021.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España (2004). “Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares”, Boletín Estadístico, noviembre.
- Banco de España (2023). Boletín Estadístico, noviembre.
- Barceló, C., Bover, O., Guner, N., Kocharkov, G., Di Nola, A. y Villanueva, E. (2023). *Housing over the Life Cycle: Expectations, Inheritance and Policy*, mimeo. Banco de España.
- Barceló, C. y Villanueva, E. (2018). *The risk of job loss, household formation and housing demand: Evidence from differences in severance payments*. Working Paper núm. 1849, Banco de España.
- Barceló, C. y Villanueva, E. (2023). *Consumption Responses to Financial Liberalization: Evidence from Survey Data*, mimeo. Banco de España.
- Bover, O., Casado, J.M., Costa, S., Du Caju, P., McCarthy, Y., Sierminska, E., Tzamourani, P., Villanueva, E. y Zavadil, T. (2016). “The Distribution of Debt across Euro-Area Countries: The Role of Individual Characteristics, Institutions, and Credit Conditions”, *International Journal of Central Banking*, 12(2), pp. 71-128.
- Bover, O., Crespo, L. y García-Uribe, S. (2022). *El endeudamiento de los hogares en la Encuesta Financiera de las Familias y en la Central de Información de Riesgos: Un análisis comparativo*. Documentos Ocasionales núm. 2205, Banco de España.
- Bover, O., Crespo, L., García-Uribe, S., Gómez-García, M., Urcelay, P. y Velilla, P. (2024). Micro and macro data on household wealth, income and expenditure: comparing the Spanish Survey of Household Finances (EFF) to other statistical sources. Documento Ocasional de próxima aparición, Banco de España.
- Bover, O., Torrado, M. y Villanueva, E. (2019). “La ratio préstamo-valor de la vivienda en España durante el periodo 2004-2016”, Boletín Económico, febrero, Banco de España.
- Cobrerros, L., García-Uribe, S. y Gómez-García, M. (2023). “Las cuentas distributivas: una herramienta para el seguimiento de la distribución de componentes de la riqueza y de la deuda de los hogares”, Boletín Económico, 2023/T4.

- Cloyne, J., Ferreira Mayorga, C., y Surico, P. (2020). "Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism", *Review of Economic Studies*, Vol. 87(1), pp. 102-129.
- De Araujo, D., Kiarelly Godoy, B., Ribeiro Blanco, J.B. y Barbone González, R. (2020). "Loan-to-value policy and housing finance: Effects on constrained borrowers", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 42, pp. 1-10.
- Díaz, A., Jerez, B. y Rincón-Zapatero, J.P. (2024). "Housing Prices and Credit Constraints in Competitive Search", *The Economic Journal*, Vol. 134 (January), pp. 220-270.
- Díaz, A. y Luengo-Prado, M.J. (2008). "On the user cost and homeownership", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 11, pp. 584-613.
- Díaz, A. y Luengo-Prado, M.J. (2010). "The Wealth Distribution with Durable Goods", *International Economic Review*, 51(1), pp. 143-170.
- Ferreira, C.F., Gálvez, J. y Pidkuyko, M. (2024). *Housing Tenure, Consumption and Household Debt: Life-Cycle Dynamics during a Housing Bust in Spain*, Working Paper núm. 2424, Banco de España.
- Ganong, P. y Noel, P. (2020). "Liquidity versus Wealth in Household Debt Obligations: Evidence from Housing Policy in the Great Recession", *American Economic Review*, 110(10), pp. 3100-3138.
- Gimeno, R. y Martínez-Carrascal, C. (2010). "The relationship between house prices and house purchase loans: The Spanish case", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, pp. 1849-1855.
- Martínez-Carrascal, C. (2004). "La carga financiera de las familias: un primer análisis desagregado", *Boletín Económico*, junio.
- Paz-Pardo, G. (2024). "Homeownership and Portfolio Choice over the Generations", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16(1), pp. 207-237.
- Scoccianti, F. (2008). *Earnings Persistence, Homeownership Profile, Residential Mobility and Increasing Mortgage Debt*, mimeo. Universidad Carlos III de Madrid.
- Tzur-Ilán, N. (2018). *LTV Limits and Borrower Risk*, Discussion Paper núm. 2018.12, Bank of Israel.
- Van Bakkum, S., Irani, R.M., Gabarro, M. y Peydró, J.-L. (2024). "The Real Effects of Borrower-Based Macroprudential Policy: Evidence from Administrative Household-Level Data", *Journal of Monetary Economics*, Volume 147, Supplement, 103574.

Capítulo 14

VALORACIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS Y EL SISTEMA DE LAS TASACIONES HIPOTECARIAS¹

María de los Llanos Matea
Banco de España

Resumen

En torno a la mitad de las compraventas de viviendas en España se financia con un crédito hipotecario, mientras que en el mundo alrededor de dos tercios del negocio de la banca consiste en la intermediación de ahorros al sector doméstico para la compra de bienes inmuebles. Con el valor de una tasación se determinan tanto la cantidad del préstamo que se concede a un hogar como las reservas de capital de la institución financiera que requiere el préstamo para cubrir las pérdidas inesperadas de este. En consecuencia, la valoración de los activos inmobiliarios es un elemento fundamental del mercado de la vivienda, así como clave en la solvencia y estabilidad del sistema financiero.

La valoración de inmuebles puede dar lugar a intereses potencialmente divergentes entre las distintas partes de una operación. En este contexto, su regulación trata de objetivar los procedimientos de valoración de manera que se permita una homogeneidad en la actividad de valoración y una seguridad en la valoración de colaterales para el sistema financiero, así como limitar la posibilidad de que los distintos interesados influyan sobre los tasadores.

El marco legal de esta actividad en los distintos países de nuestro entorno es muy variado. En líneas generales, se pueden regular cuatro elementos:

En primer lugar, los estándares y la metodología de valoración, para que las valoraciones se realicen con criterios lo más uniformes posible. Algunos países,

¹ Las opiniones y análisis del capítulo son responsabilidad de la autora y, por tanto, no necesariamente coinciden con las del Banco de España o del Eurosistema.

como España, han desarrollado un marco específico, si bien, en otros únicamente se hace referencia a los estándares internacionales aceptados, que básicamente establecen grandes principios.

En segundo lugar, un procedimiento de certificación del valorador, de forma que quienes realizan las tasaciones tengan el conocimiento necesario para llevar a cabo su tarea. En general, los tasadores necesitan cumplir con un requisito mínimo de cualificación académica y de experiencia en materias relacionadas con la valoración inmobiliaria. Además, es frecuente que la actividad de valoración se realice predominantemente por sociedades. En España, los tasadores deben ser arquitectos, aparejadores o arquitectos técnicos para valorar fincas urbanas o solares e inmuebles edificados con destino residencial, mientras que las sociedades de tasación deben estar registradas y homologadas por el Banco de España. Asimismo, los bancos no pueden tener de forma directa o indirecta más del 10% del accionariado de una sociedad de tasación.

En tercer lugar, un modelo estándar de informe, de modo que en el se recoja la información mínima necesaria y las conclusiones de la valoración resulten fácilmente interpretables. España se encuentra entre los países con una regulación estandarizada del informe.

En cuarto lugar, un órgano de supervisión y control de la actividad realizada que vele por la calidad de las valoraciones. En muchos casos se lleva a cabo la autorregulación sectorial realizada por colegios profesionales o asociaciones. Sin embargo, en España la supervisión es responsabilidad del Banco de España.

La singularidad del sistema de tasación para fines hipotecarios en España radica en que, al control de las tasaciones por la sociedad correspondiente, se añade la supervisión del Banco de España.

1. INTRODUCCIÓN

Los sectores inmobiliarios y financieros están estrechamente relacionados, dada la necesidad del primero de importantes sumas de dinero y un periodo de ejecución prolongado para su desarrollo. Por su parte, alrededor del 60% del negocio de la banca consiste en la intermediación de ahorros al sector doméstico para la compra de bienes inmuebles (Jordà, Schularick y Taylor, 2016). En este contexto, algunas de las crisis financieras sistémicas más graves se han asociado con ciclos de auge y caída en los mercados inmobiliarios, como, por ejemplo, las crisis bancarias nórdica y japonesa, la crisis financiera asiática de la década

de 1990 o la iniciada en 2007² (Hartmann, 2015). Como señalan Jordà et al. (2016), los auges hipotecarios son una fuente importante de inestabilidad financiera en la era posterior a la Segunda Guerra Mundial. En este sentido, Crowe, Dell'Ariccia, Igan y Rabanal (2013) obtienen que de las 46 crisis bancarias sistémicas para las que tenían datos sobre los precios de la vivienda, más de dos tercios estuvieron precedidas por patrones de auge y caída de los precios de la vivienda. Esta conexión entre ambos mercados hace que la tasación hipotecaria, por un lado, sea un elemento clave en la financiación de la vivienda y, por otro, su calidad afecte de manera directa al riesgo bancario.

Las tasaciones se pueden solicitar para múltiples finalidades, como es, entre otras, la valoración de los inmuebles de las empresas, la venta de una vivienda, la contratación de una póliza de seguro, la constitución de una hipoteca inversa, el reparto de una herencia, la actualización del valor patrimonial o el cálculo del estado contable de las entidades de crédito. En el caso de las sociedades de tasación homologadas por el Banco de España³, la mayoría de las valoraciones son inmobiliarias, como lo ilustra el hecho de que, de las 1.351 mil tasaciones realizadas en 2022 en España⁴, solo 31 mil fueron tasaciones no inmobiliarias⁵. Además, el grueso de estas tasaciones de bienes inmuebles es de viviendas individuales o de edificios completos para uso residencial (63% en 2022), aunque se valoran todo tipo de bienes raíces, como son terrenos, oficinas, locales comerciales, etc. (véase figura 1).

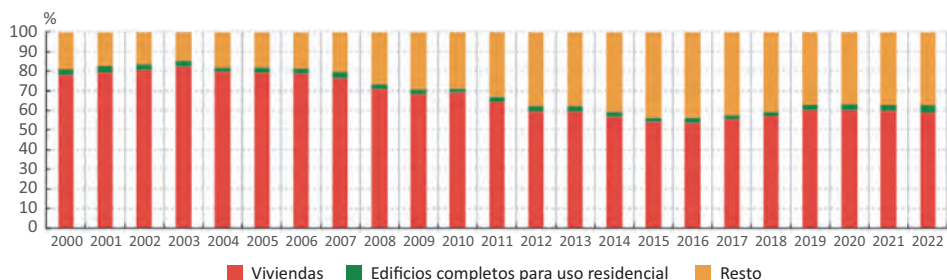
² Para un análisis en profundidad sobre el papel del mercado de la vivienda en la crisis financiera 2007-2009; véase, por ejemplo, Duca, Muellbauer y Murphy (2010) y García-Montalvo (2009) o García-Montalvo y Raya (2018) para el caso español.

³ Las sociedades de tasación homologadas por el Banco de España están autorizadas para que las valoraciones de bienes inmuebles que realizan tengan validez legal en los siguientes casos: a) servir de garantía hipotecaria de créditos o préstamos que vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios emitidos por las entidades, promotores y constructores; b) determinar el valor razonable de las entidades financieras que pueden participar en el mercado hipotecario y determinar los activos y pasivos de las entidades aseguradoras y reaseguradoras; c) determinar el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias; y d) determinar el patrimonio inmobiliario de los fondos de pensiones.

⁴ La finalidad de todas estas tasaciones no es solo la constitución de un préstamo hipotecario, al poderse solicitar para otros fines recogidos en la nota a pie de página número tres, como, por ejemplo, el cálculo del deterioro de préstamos problemáticos.

⁵ Las tasaciones no inmobiliarias son, por ejemplo, sobre activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporativos, fondos de comercio, opciones y derechos.

Figura 1. Tasación de bienes inmuebles.



Fuente: Banco de España.

El presente capítulo se centra en la tasación de viviendas con fines hipotecarios por parte de las sociedades de tasación homologadas por el Banco de España⁶, estructurándose como sigue. Tras esta introducción, en el segundo apartado se analiza la relevancia de las hipotecas en la compraventa de viviendas; en el tercer apartado se tratan las sociedades de tasación. Los dos siguientes apartados se dedican a enumerar los principales elementos que componen un sistema de valoración inmobiliaria (cuarto apartado) y a describir sucintamente el procedimiento que caracteriza el sistema de tasación español (quinto apartado). A continuación, se entra con algo más de detalle en los distintos elementos del sistema de tasación y se realiza una comparación del modelo aplicado en España con el de otros países. En concreto, el sexto apartado se dedica a la metodología y los estándares de valoración inmobiliaria; el séptimo aborda los requisitos técnicos para la certificación de los tasadores; el octavo se centra en el formato y contenido del informe de valoración; y, por último, el apartado noveno aporta información sobre los mecanismos de supervisión y control de la actividad de tasación.

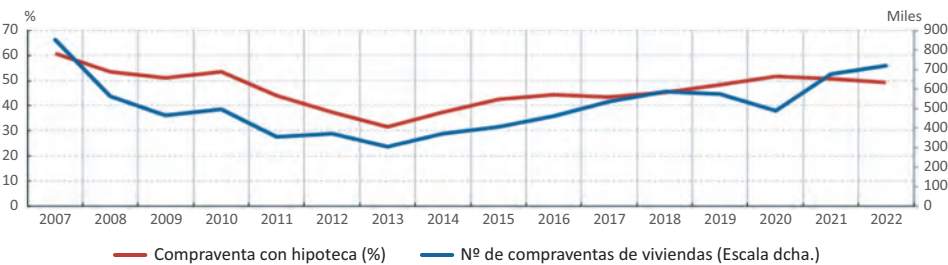
2. RELEVANCIA DE LAS HIPOTECAS EN LA COMPRAVENTA DE VIVIENDAS

Un porcentaje nada despreciable de compraventas de viviendas se financia con un crédito hipotecario, por lo que la valoración de los activos inmobiliarios es un elemento fundamental del mercado de la vivienda. Como se puede apreciar en la figura 2, en los últimos años en torno a un 50% de las adquisi-

⁶ Cabe señalar que los agentes del mercado inmobiliario pueden realizar tasaciones para otros fines distintos a los enumerados en la nota a pie de página número tres con otros sistemas de valoración distintos al que se presenta en este capítulo.

ciones de viviendas en España llevan aparejadas una hipoteca. Este porcentaje varía en función de la actividad del mercado. Así en 2007, momento álgido de la burbuja inmobiliaria, se realizaron 850 mil operaciones, de las que algo más del 60% tenían una hipoteca, sin embargo, este porcentaje se redujo casi a la mitad en 2013, cuando las compraventas de viviendas estaban en torno a las 300 mil.

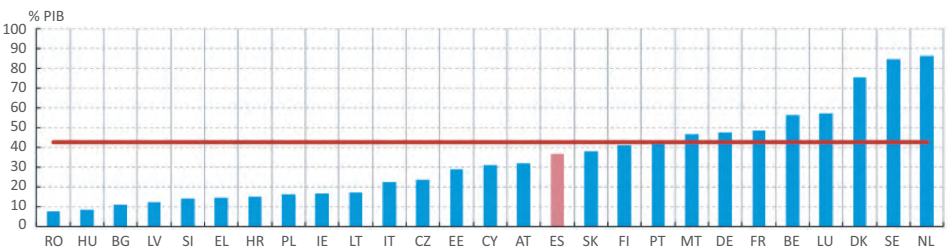
Figura 2. Compraventa de viviendas.



Fuente: Consejo General del Notariado.

La importancia de la financiación de la vivienda en la economía queda de manifiesto por el hecho de que el crédito hipotecario de los hogares españoles para la adquisición de vivienda representaba el 37% del PIB en 2022, seis puntos porcentuales por debajo de la media de los países de la Unión Europea (véase figura 3). En este mismo sentido, el 30% de la población española tenía en 2022 pagos pendientes por la adquisición de su vivienda habitual (véase figura 4).

Figura 3. Crédito con garantía inmobiliaria a hogares para adquisición de vivienda en 2022 (a) (b).



- (a) La línea horizontal representa la UE-27.
- (b) AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: Chequia, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia.

Fuente: European Mortgage Federation.

Figura 4. Población en España con deuda por adquisición de su vivienda habitual (%).



Fuente: Eurostat.

El saldo vivo del crédito con garantía inmobiliaria de los hogares españoles para la adquisición de vivienda llegó a ser de 620 mil millones de euros en el año 2010, y representó el 80%⁷ de la totalidad de la deuda de los hogares en 2014⁸ (véase figura 5). Sin embargo, desde 2010 la cifra del crédito hipotecario a los hogares para la compra de vivienda ha ido disminuyendo, hasta situarse en los 487 mil millones en 2022 y suponer el 76% de la deuda total de los hogares.

Como se puede comprobar en la figura 6, panel 1, la mayoría de las hipotecas en España las conceden actualmente los bancos (89% en 2022), si bien, hasta el año 2011 las cajas de ahorros eran las principales entidades prestamistas con garantía hipotecaria sobre bienes inmuebles. Dicho cambio se produjo como consecuencia de la práctica desaparición de las cajas de ahorros por la reestructuración del sector tras la crisis financiera, que favoreció la conversión de las cajas de ahorros en bancos, siendo algunos de ellos absorbidos por otros bancos.

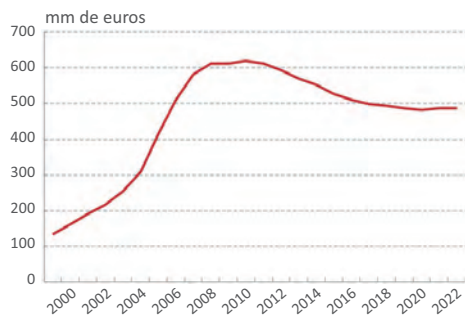
En relación a las características de las hipotecas en España, el plazo medio de estas es de unos 25 años (véase figura 6, panel 2), si bien, de acuerdo con European Mortgage Federation (2023) en nuestro país el plazo típico para los primeros compradores es de 30 años y el periodo de amortización real suele ser menor, en torno a los 15 años.

⁷ Si se añade el crédito concedido a los hogares con garantía de vivienda, pero destinado a un uso distinto al de su adquisición (rehabilitación, consumo duradero, educación, etc.), este porcentaje fue del 89% en 2014 y del 76% en 2022.

⁸ En todos estos porcentajes se excluye la financiación a hogares para actividades productivas.

Figura 5. Crédito con garantía inmobiliaria a hogares para adquisición de vivienda.

Panel 5.1. Crédito con garantía inmobiliaria a hogares para adquisición de vivienda



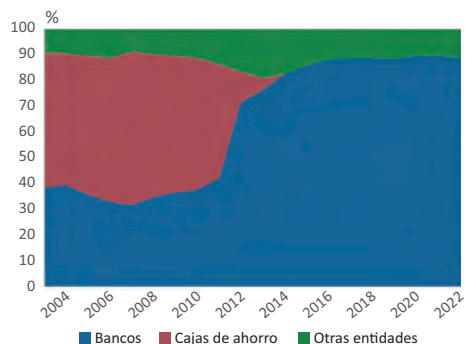
Panel 5.2. Peso sobre el total de los créditos a hogares



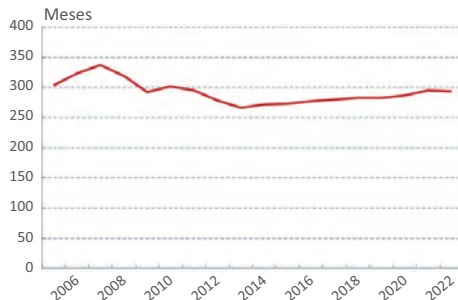
Fuente: Banco de España.

Figura 6. Hipotecas constituidas.

Panel 6.1. Entidades prestamistas



Panel. 6.2. Plazo medio de las hipotecas



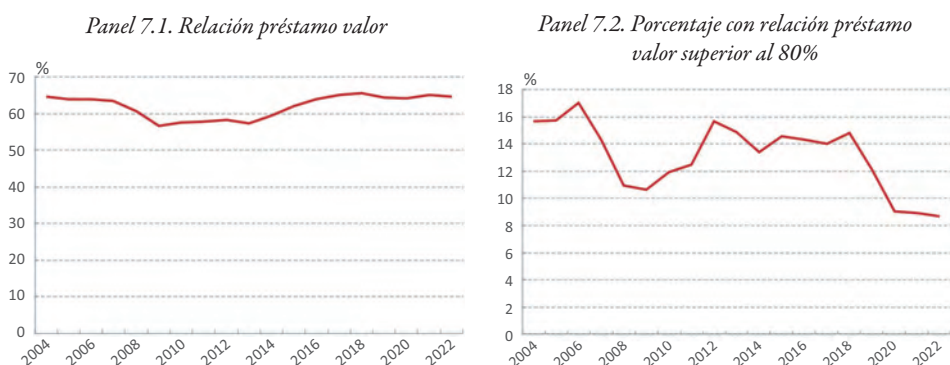
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

La ratio de la hipoteca concedida sobre el precio pagado por la vivienda o, lo que es lo mismo, la relación préstamo valor (conocida por su abreviatura en inglés, LTV –loan-to-value ratio–) en España está en el entorno del 65%, aunque un 9% de las hipotecas tienen un LTV superior al 80% (véase figura 7). Según la European Mortgage Federation (2023), el LTV más común para los primeros compradores en nuestro país es del 80%, mientras que para las segundas residencias el nivel máximo es normalmente del 70%. Hace algo más de una década el porcentaje de hipotecas con un LTV superior al 80% era casi el doble

que en la actualidad⁹ y, lo que es más relevante, como se describe con algo más de detalle en el siguiente apartado, diversos estudios apuntan a que durante el *boom* inmobiliario se pudo producir una sobrevaloración de las tasaciones hipotecarias, que enmascaró que en el préstamo concedido pudiera incluso superior al 100% del precio pagado por la vivienda¹⁰.

García-Montalvo y Raya (2018) estiman que en el periodo 2005-2010 los préstamos hipotecarios tenían en promedio una ratio préstamo precio de transmisión del 110%¹¹.

Figura 7. Relación préstamo valor de las nuevas hipotecas (media anual).



Fuente: Banco de España.

3. SOCIEDADES DE TASACIÓN

La normativa hipotecaria exige a las entidades de crédito una valoración de los bienes inmuebles con garantía hipotecaria. Las sociedades de tasación son las entidades especializadas en dicha valoración. Al ser las encargadas de valorar las garantías inmobiliarias aceptadas por las entidades financieras, juegan un papel

⁹ Para un mayor detalle sobre la evolución del LTV, véase Banco de España (2018).

¹⁰ No obstante, una estimación concreta de la sobrevaloración se enfrenta a la dificultad de que los precios de transacción eran, en general, superiores a los que se reflejaban en los contratos.

¹¹ La sobrevaloración ha sido una práctica generalizada también en otros países, si bien, España destaca por alcanzar los niveles más elevados. En García-Montalvo y Raya (2018) y Galán y Lamas (2023) se pueden consultar referencias bibliográficas sobre este punto.

relevante para la solvencia y estabilidad del sistema financiero y para la protección de los inversores en títulos del mercado hipotecario.

Las sociedades de tasación han registrado un importante proceso de concentración de manera que las 32 actuales son un tercio de las que se contabilizaban a finales del siglo XX (véase figura 8, panel 1). Esta evolución se intensificó en los años 2013-2014, coincidiendo con la introducción de importantes cambios regulatorios en la actividad de tasación. Hasta entonces las entidades de crédito tenían participaciones significativas en empresas especializadas en valorar inmuebles.

En concreto, en 2005 había 58 sociedades de tasación en España, de las cuales 11 estaban participadas en más del 90% por entidades de crédito¹². Al mismo tiempo, estas sociedades participadas por las entidades de crédito realizaron el 41% del total de las tasaciones certificadas por el sector (46% del importe total), y su facturación con su principal accionista superaba el 90% de su negocio total en la mayoría de los casos (López y Matea, 2020). Durante el *boom* inmobiliario, los valores de tasación incorporaban con frecuencia expectativas de subidas de precios, de modo que las valoraciones en determinados segmentos de mercado fueron superiores al valor económico real del inmueble (Bover, Torrado y Villanueva, 2019). Por otra parte, cabe destacar la importancia de los bonos hipotecarios como fuente de financiación mayorista de las entidades crediticias¹³. La cifra de cédulas hipotecarias y otros activos hipotecarios titulizados pasó de 11.020 millones de euros en 2000 a 575.168 millones de euros en 2011, cifra máxima alcanzada hasta hoy.

Con las modificaciones legislativas se trataba de abordar el posible conflicto de intereses entre tasadoras y entidades de crédito identificado en la literatura. Así, Akin, García-Montalvo, García-Villar, Peydró y Raya (2014), a partir de datos de una sociedad de intermediación inmobiliaria presente en la mayoría de provincias españolas, consideran que, ante la regulación relativa a la LTV, las sociedades de tasación pudieron comenzar a introducir un sesgo positivo en los valores de tasación para satisfacer a sus accionistas o a sus clientes más importantes (bancos

¹² Además, una sociedad de tasación estaba participada íntegramente por compañías de seguros.

¹³ Los bonos cubiertos están garantizados con activos de alta calidad, como las hipotecas con una ratio préstamo valor de hasta el 80% y la deuda pública. Por tanto, las valoraciones de las sociedades de tasación son determinantes a la hora de establecer qué hipotecas pueden incluirse en el grupo de hipotecas para respaldar la emisión de bonos garantizados.

y caja de ahorros), y estiman que durante el periodo 2005-2010 la sobrevaloración de las tasaciones fue del 29%, mientras que García-Montalvo y Raya (2018) para el mismo periodo lo cifran en el 25%¹⁴. La sobrevaloración provoca, además, una espiral en las tasaciones siguientes, debido a que uno de los factores más importantes en la valoración de un inmueble es el valor de tasación de inmuebles de características comparables vendidos un poco antes en la zona [García-Montalvo (2009)], Por su parte, Bover et al. (2019), enlazando las estadísticas de compraventas de viviendas de los Registros de Transmisión de Bienes y de Constitución de Hipotecas, obtienen que la mediana de la ratio préstamo-valor entre 2004 y 2007 se habría situado entre el 70%, si se utiliza el valor de tasación, y el 107%, de acuerdo con el precio de transmisión. Estos mismos autores documentan que la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España también apunta a esa sobrevaloración, al haberse registrado una ratio mediana del préstamo inicial sobre el precio efectivamente pagado por las viviendas adquiridas claramente superior al límite recomendado del 80%. En concreto, esa ratio fue del 97% entre 2006 y 2009 y del 91% entre 2002 y 2005¹⁵.

Entre los cambios más destacados, hay que tener en cuenta la Ley 1/2013, de 14 de mayo¹⁶, que estableció que las sociedades de tasación cuyos ingresos totales deriven al menos en un 10% de su relación de negocio con una entidad de crédito o con el conjunto de entidades de crédito de un mismo grupo, deberán disponer de mecanismos adecuados para favorecer la independencia de la actividad de tasación y evitar conflictos de interés. Además, en la misma norma se prohíbe la adquisición o mantenimiento por parte de las entidades de crédito, de forma directa o indirecta, de una participación del 10% o superior en una sociedad de tasación. Idéntica prohibición se extiende a todas aquellas personas físicas o jurídicas relacionadas con la comercialización, propiedad, explotación o financiación de bienes

¹⁴ García-Montalvo y Raya (2018) analizan como el sesgo al alza de los valores de tasación dependía de las características de los solicitantes y de las entidades financieras que concedían las hipotecas.

¹⁵ Aun así, estos porcentajes deben tomarse con ciertas cautelas, dado que hay incentivos a declarar precios de venta por debajo de los reales.

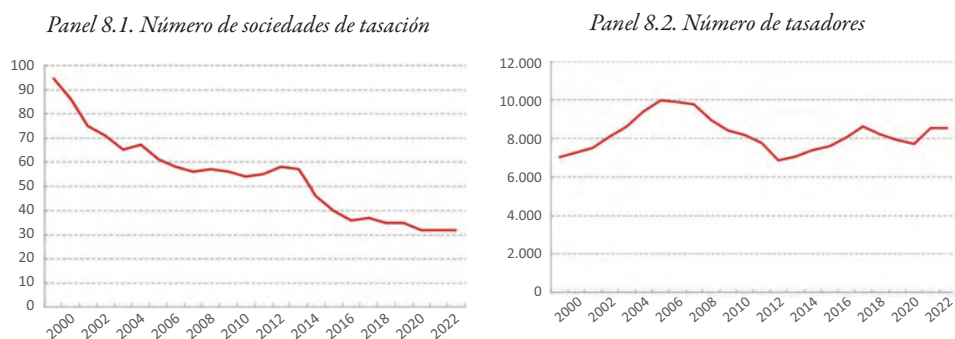
¹⁶ La Ley 1/2013, de 14 de mayo, modificaba la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario. Esta última fue derogada por el Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, si bien, mantuvo los cambios sobre los mecanismos para favorecer la independencia de la actividad de tasación y las limitaciones a la participación de las entidades de crédito en las sociedades de tasación introducidos con la Ley 1/2013, de 14 de mayo.

tasados por la misma. A partir de la entrada en vigor de esta ley, las entidades de crédito vendieron sus participaciones en las sociedades de tasación, de manera que ya en 2014 ningún banco tenía una participación significativa en una sociedad de tasación. Simultáneamente, las sociedades de tasación fueron reduciendo su dependencia de la principal entidad de crédito que hasta entonces le encargaba una tasación y los casos en los que la facturación con esta última representaba más del 50% pasaron del 62 % en 2004 al 14% en 2018 (López y Matea, 2020).

Estas medidas fueron complementadas con la Circular 3/2014, de 30 de julio, del Banco de España, que introduce la necesidad de disponer de un reglamento interno de conducta en el que consten los mecanismos que las sociedades de tasación hayan establecido para favorecer la independencia de la actividad de tasación y evitar conflictos de interés. Adicionalmente, desde 2015 el Banco de España requiere información detallada de cada una de las tasaciones realizadas por las sociedades de tasación para realizar un análisis masivo de los datos que permita identificar debilidades de calidad de datos y hacer análisis comparativos de la actividad de valoración a efectos supervisores.

En relación con el número de tasadores, este está muy relacionado con la actividad del mercado inmobiliario. Así, alcanzó su cifra máxima en los años del *boom* inmobiliario, llegando a ser casi unos 10 mil tasadores. Con la crisis ese colectivo mermó, si bien volvió a recuperarse posteriormente hasta situarse en la actualidad en el entorno de los 8.500 tasadores (véase figura 8, panel 2). La gran mayoría de los mismos no están ni estaban vinculados a una sociedad de tasación. Los tasadores vinculados además son ahora proporcionalmente menos que

Figura 8. Sociedades de tasación.



Fuente: Banco de España.

hace dos décadas. En concreto, de los casi 600 tasadores vinculados a una sociedad de tasación que había a principios de siglo, en la actualidad son un poco más de 300. Esta circunstancia se explica, al menos en parte, por la reducción del número de las sociedades de tasación, dado que a estas se les exige tener al menos tres tasadores vinculados que trabajen en exclusividad para cada una de ellas.

4. SISTEMAS DE VALORACIÓN INMOBILIARIA

El valor de una tasación es un factor fundamental para determinar tanto la cantidad del préstamo que se concede a un hogar como las reservas de capital de la institución financiera que ofrece el préstamo para cubrir las pérdidas inesperadas de este. Por esta razón, la valoración de inmuebles puede dar lugar a intereses potencialmente divergentes entre las distintas partes de una operación¹⁷. En un estudio realizado por Levy y Schuck (1999) mediante una encuesta a tasadores en Nueva Zelanda, ponen de manifiesto la importancia, entre otros factores particulares de cada operación, del marco legal y los criterios metodológicos de la tasación a la hora de frenar las presiones de los agentes que intervienen en la contratación de un crédito hipotecario.

La regulación de las tasaciones se ha usado para objetivar los procedimientos de valoración de manera que se permita una homogeneidad en la actividad de valoración y una seguridad en la valoración de colaterales para el sistema financiero y, en particular, para los títulos emitidos en el mercado hipotecario, así como limitar la diversidad de factores que permiten a los clientes influir sobre los tasadores (López, 2019).

En líneas generales, se busca una mayor seguridad del sistema a partir de cuatro elementos:

- a) Unos estándares y metodologías de valoración, de modo que las valoraciones se realicen con criterios lo más uniformes posible.

¹⁷ Véanse, por ejemplo, para Estados Unidos los trabajos de Smolen y Hambleton (1997), Chinloy, Cho y Megbolugbe (1997), Díaz y Hansz (2010), Ben-David (2011), Tzioumis (2017); para Nueva Zelanda, el de Levy y Schuck (2005); para el Reino Unido, el de Baum, Crosby, Gallimore, McAllister y Gray (2000); para Nigeria, los de Nwuba, Egwuatu y Salawu (2015) y Amidu y Aluko (2007); para Singapur, el de Shi-Ming (2002); para Malasia, el de Achu (2011); para Taiwán, el de Yao Chen y Ming Yu (2009); o, para España, el de Akin, García-Montalvo, García-Villar, Peydró y Raya (2014).

- b) Un procedimiento de certificación del valorador, de forma que quienes realizan las tasaciones tengan el conocimiento necesario para llevar a cabo su tarea.
- c) Un modelo estándar de informe, de modo que en el se recoja la información mínima necesaria y las conclusiones de la valoración resulten fácilmente interpretables.
- d) Un órgano de supervisión y control de la actividad realizada que vele por la calidad de las valoraciones para que se cumplan los requisitos señalados anteriormente.

5. EL SISTEMA ESPAÑOL DE TASACIÓN

El modelo español de valoración inmobiliaria, a efectos de garantía inmobiliaria, es un modelo regulado desde 1981¹⁸, que se basa en una metodología detallada y un modelo de informe estandarizado y que apostó por un modelo societario, al objeto de reforzar el control de las tasaciones. A las sociedades de tasación homologadas se les exige un nivel adecuado de medios técnicos y humanos. Además, en 1997 se encomendó la supervisión de dichas sociedades al Banco de España¹⁹.

La singularidad del sistema de tasación para fines hipotecarios en España radica en que al control de las tasaciones por la sociedad correspondiente se añade la supervisión del Banco de España a esta última. Además, la forma societaria permite una mayor profesionalización de la actividad, al disponer cada sociedad de un elenco de especialistas en todas las materias relacionadas con la naturaleza de los bienes que se han de valorar. Asimismo, la configuración societaria facilita disponer de mejor tecnología, aplicaciones avanzadas sobre bases de datos y herramientas de control interno para mejorar la calidad de los trabajos. Todo ello permite incrementar la eficiencia en la elaboración de los informes.

¹⁸ Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario. En la actualidad, es el Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, el que regula las sociedades y los servicios de tasación.

¹⁹ Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación.

La mecánica para la concesión de un préstamo hipotecario²⁰ en el sistema español es la siguiente:

- **Primero.** El banco o el solicitante del préstamo²¹ demandan una valoración a una sociedad de tasación homologada por el Banco de España. Si es el banco el que solicita la tasación, normalmente realiza una selección aleatoria entre las sociedades de tasación con las que mantiene acuerdos para la tasación de sus hipotecas.
- **Segundo.** La sociedad de tasación encarga la tasación a un tasador de entre los que trabajan para ella, asegurándose de que sea el más adecuado por su formación y localización para tasar el inmueble y de que no incurra en incompatibilidades o tenga conflicto de intereses.
- **Tercero.** El tasador debe realizar una serie de comprobaciones, que incluyen una identificación física del inmueble, mediante su localización e inspección ocular, comprobando su localización, calidades, estado de conservación y superficie, así como su estado de ocupación y uso o explotación al que se destine. Asimismo, para poder calcular el valor de tasación necesita disponer al menos de la documentación registral, catastral y urbanística del inmueble. Con todo ello, y utilizando uno de los métodos de valoración que se detallan más adelante, estima el valor de tasación del inmueble y elabora la tasación, que se materializa en un informe que remite a la sociedad de tasación.
- **Cuarto.** La sociedad de tasación, a través de procedimientos automatizados y personal técnico de control, lleva a cabo una revisión técnica y formal del contenido de la tasación, analiza si el valor es coherente con las características y ubicación del inmueble, y, posteriormente, valida y certifica la tasación. Toda tasación debe estar firmada por el tasador que la ha realizado y por la sociedad de tasación –encargada de supervisar el trabajo del profesional correspondiente–, que finalmente es quien la emite.

²⁰ Sobre la regulación de los contratos de crédito inmobiliario, véase la Ley 5/2019, de 15 de marzo.

²¹ Hasta diciembre de 2007 eran los bancos los que solicitaban la tasación a las tasadoras, pero a principios de dicho mes se modificó la Ley 2/1981 para obligar a las entidades de crédito a aceptar cualquier tasación que aporte el cliente, siempre que sea certificada por un tasador homologado por el Banco de España. No obstante, lo más frecuente es que siga siendo el banco el que solicite la tasación.

Además, las sociedades de tasación envían al Banco de España, en base a las circulares emitidas, principalmente la Circular 3/1998²², información estadística de su actividad y sobre las tasaciones realizadas, lo que le permite a este llevar a cabo la supervisión y realizar periódicamente actuaciones in situ en las sociedades de tasación.

6. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA METODOLOGÍA Y ESTÁNDARES DE VALORACIÓN INMOBILIARIA

Ferreira (2015) señala que en todos los estándares de valoración de activos inmobiliarios existe, en mayor o menor grado, un componente subjetivo en la determinación del valor. Consecuentemente, si bien la existencia de una metodología por sí misma no va a ser suficiente para eliminar los componentes subjetivos, sí servirá normalmente para acotarlos. La metodología ha de fijar tanto las reglas de determinación de los parámetros por los que se define el valor, como la finalidad de la tasación²³.

Por otro lado, la existencia de metodologías de tasación uniformes facilita la comprensión de los resultados de las tasaciones al homogeneizar la información generada. La globalización ha hecho aún más imperiosa, si cabe, la necesidad de disponer de estándares comunes que favorezcan la comparabilidad de las tasaciones de los inmuebles. No obstante, el marco legal existente en los diferentes países de nuestro entorno es muy variado. Hay países que han desarrollado un marco específico relativo a la tasación de bienes inmuebles, mientras que en otros únicamente se hace referencia a los estándares generalmente aceptados. En este último caso, los estándares internacionales básicamente establecen grandes principios y se centran en aspectos relativos a condiciones de contratación, conductas o cuestiones generales de valoración. Los estándares internacionales más difundidos, y reconocidos por la Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de febrero de 2014, sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, son

²² Circular que ha sido modificada numerosas veces desde su publicación.

²³ La metodología que se ha de aplicar y la finalidad de la tasación están íntimamente relacionadas con lo que se conoce como base de valor. Esta constituye la declaración de los supuestos y principios fundamentales sobre los que se basa la valoración. Estos supuestos pueden variar según sea la finalidad de la tasación.

los estándares internacionales de valoración (International Valuation Standards, IVS)²⁴, el Libro Rojo²⁵ y, a escala europea, los estándares europeos de valoración, conocidos como European Valuation Standards (EVS)²⁶.

Algunos países cuentan con estándares o metodología específica nacional de tasación (tabla 1): Alemania, Dinamarca, Eslovaquia, España, Estados Unidos, Italia, México, Polonia, Rumanía y Suecia. Estas metodologías nacionales normalmente están en línea con los estándares internacionalmente aceptados, y suelen ser más prescriptivas que dichos estándares. En España, la normativa específica que regula la valoración de bienes inmuebles con fines de garantía hipotecaria es la Orden ECO 805/2003. En ella se establece el valor hipotecario como base de valor. Se diferencia así entre el valor de mercado, que es el valor estimado de compraventa en una fecha determinada, y el valor hipotecario, que es el valor sostenible a lo largo del tiempo sin incluir elementos especulativos²⁷.

El valor hipotecario tiene como finalidad que el valor de la garantía hipotecaria se mantenga en el tiempo a salvo de las potenciales fluctuaciones negativas del mercado. Es, por tanto, la base de valor más adecuada para reducir pérdidas derivadas de caídas de valor de las garantías. Este es el criterio de valoración que se ha venido aplicando en Alemania desde hace más de 100 años para obtener un valor sostenible de la garantía a la hora de financiar inmuebles (Quentin,

²⁴ El International Valuation Standards Committee (IVSC), organización que aglutina asociaciones de profesionales de la valoración de todo el mundo, elabora los estándares internacionales de valoración (IVS, por sus siglas en inglés). Entre los miembros del IVSC se encuentra la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).

²⁵ Para conseguir la homologación RICS se requiere aplicar los estándares de evaluación IVS y los estándares profesionales y éticos del Libro Rojo (Red Book en inglés) elaborado por la RICS.

²⁶ Los EVS han sido elaboradas por The European Group of Valuer's Associations (TEGoVA), que es una agrupación internacional que une a 71 asociaciones de tasadores de 37 países y elabora reglas de autorregulación de la profesión. TEGoVA imparte cursos de tasación y certifica que sus asociados tienen la cualificación necesaria para llevar a cabo dichas tasaciones, pero no realiza ningún tipo de control sobre las tasaciones.

²⁷ La Orden ECO 805/2003 define el valor hipotecario como el valor de la propiedad determinado por una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, teniendo en cuenta los aspectos duraderos a largo plazo de la misma, las condiciones de mercado normales y locales, su uso en el momento de la tasación y sus usos alternativos correspondientes, pero sin incluir los posibles elementos especulativos.

Tabla 1. Marco regulatorio y metodología de valoración de los préstamos hipotecarios en países de nuestro entorno (a).

País	Marco regulatorio	Metodología de valoración	Base de valor
Alemania	Property Valuation Directive y Property Valuation Guidelines	Nacional: Pfandbrief Act	Valor hipotecario
Bélgica		EVS (b)	Valor de mercado
Bulgaria	Ley de tasadores independientes 2008	IVS (c)	Valor de mercado
Croacia	Real Estate Valuation act 2015	IVS (c)/EVS (b)	Valor de mercado
Dinamarca	Mortgage Credit Act Executive Order Concerning Mortgage Banks' Valuation	Nacional: Danish Valuation Order	Valor de mercado
Eslovaquia	Act 483/2001 y otros	Nacional: Decree núm. 492/2004 Coll.	Valor de mercado
España	Real Decreto 775/97	Nacional: ECO/805/2003	Valor hipotecario
Estados Unidos	FIRREA (d)	Nacional: USPAP (e)	Valor de mercado
Francia	Law on Saving and Financial Security	EVS (b)	Valor de mercado
Grecia		EVS (b)/IVS (c)	Valor de mercado
Hungría	Decreto del Ministry of Finance 25/1997	EVS (b)/IVS (c)/RICS (f)	Valor hipotecario
Irlanda		EVS (b)/RICS (f)	Valor de mercado
Italia	Banca d'Italia circular núm. 285	Nacional ABI (g)/EVS (b)/IVS (c)	Valor de mercado
Luxemburgo			Valor de mercado
México	Ley de Transparencia	Nacional	Valor de mercado
Países Bajos		EVS (b)/IVS (c)	Valor de mercado
Polonia	Real Estate Management Act	Nacional	Valor hipotecario
Portugal	Ley 153/2015	IVS (c)/RICS (f)	Valor hipotecario
Reino Unido		RICS (f)	Valor de mercado
República Checa	Act núm. 190/2004 Coll.	IVS (c)/EVS (b)	Valor hipotecario
Rumanía	Regulación núm 5/2013	Nacional/EVS (b)/IVS (c)/RICS (f)	Valor de mercado
Suecia		Nacional	Valor de mercado
Turquía	RERSAT (h)	IVS (c)	Valor de mercado

(a) Las celdas están vacías si no es de aplicación en el país.

(b) EVS: European Valuation Standards.

(c) IVS: International Valuation Standards.

(d) FIRREA: Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act.

(e) USPAP: Univorm Standards of Professional Appraisal Practice.

(f) RICS: Royal Institution of Chartered Surveyors.

(g) ABI: Associazione Bancaria Italiana.

(h) RERSAT: Real Estate Regulation and Supervision Agency of Turkey.

Fuentes: EMF (2012 y 2017), USPAP, ANUVAC y RERSAT.

2009)²⁸. Otros países en los que también se aplica el valor hipotecario son España, Hungría, Polonia, Portugal y República Checa (véase última columna de la tabla 1). No obstante, la mayoría de los países utilizan el valor de mercado para actualizar el valor de las garantías. Aunque las definiciones de este concepto en cada país se pueden considerar similares, existen grandes diferencias en los criterios y las prácticas aplicados en cada caso, lo que hace difícil establecer comparaciones internacionales (Hordijk, Nelisse y Koerhuis-Gritter, 2011)²⁹.

Tanto si se considera como base de valor el valor de mercado como el valor hipotecario, los métodos de valoración aplicados son los mismos. La diferencia entre ambos radica en que el valor hipotecario es el valor de mercado menos las posibles minusvalías que pueda sufrir el valor en el futuro como consecuencias de situaciones cíclicas de mercado. Los métodos de valoración inmobiliaria internacionalmente aceptados son tres: método de comparación, método de coste o reemplazo y método de actualización de rentas (también denominado “de capitalización de ingresos”). En realidad, como señala Özdilek (2010), estos tres métodos de valoración (comparación, coste y actualización de rentas³⁰) son aproximaciones complementarias, de modo que cada una supone una opinión adicional e independiente.

El método de comparación permite estimar el valor del inmueble a partir de los precios de inmuebles similares o comparables al que se va a valorar, en términos de sus características. Los precios de los inmuebles comparables se deben obtener de datos de compraventas y, en caso de no disponer de estos, pueden extraerse de precios de oferta publicados, que deben corregirse apropiadamente al precio estimado al que previsiblemente se efectuará la compraventa. Su aplicación requiere un número suficiente de inmuebles comparables, con información de calidad no solo del precio, sino también de otras muchas características de cada uno de ellos. Este método, al ser más directo y basarse en la situación del mercado, es el más utilizado.

²⁸ La utilización del valor hipotecario en Alemania se remonta a la ley de Banca Hipotecaria (Hypothekendarlehenbankgesetz) de 1900, que fue sustituida en 2005 por la Ley de Pfandbrief (Pfandbriefgesetz).

²⁹ Por ejemplo, como recogen Hordijk et al. (2011), hay diferencias notables entre países en la definición de la superficie del inmueble considerado (superficie exterior bruta, área externa bruta, superficie interior bruta, superficie útil neta, área interna neta, etc.).

³⁰ El método residual, que se utiliza en nuestro país para la valoración de terrenos cuando no es posible aplicar el método de comparación, es un desarrollo del de actualización de rentas, si bien, por su importancia y complejidad, supone una cuarta metodología en sí mismo.

En el caso de España, la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, establece que para poder aplicar este método se requiere que exista un mercado representativo de los inmuebles comparables y disponer de datos adecuados para estimar la evolución de los precios de compraventa en el mercado local de comparables durante al menos los dos años anteriores a la fecha de valoración y de información suficiente de al menos seis transacciones u ofertas firmes apropiadamente corregidas de inmuebles comparables que reflejen adecuadamente la situación actual de dicho mercado. Además, la sociedad tasadora deberá incluir una advertencia específica y ajustar el valor de mercado si estima que existe una probabilidad elevada de que el mismo experimente una reducción significativa en términos nominales, antes de transcurrido un año desde la fecha de la tasación, que dure al menos 3 años. El valor de tasación final (el valor hipotecario) será el valor de mercado ajustado.

El método de reemplazo o coste permite obtener el valor del activo calculando el coste actual de reposición o reproducción de un activo (valor del terreno, coste de edificación y otros gastos como impuestos, licencias...), una vez realizadas las deducciones por deterioro físico y todas las demás formas relevantes de obsolescencia. La principal dificultad de este método radica en la estimación de la depreciación y de las mejoras.

El método de actualización de rentas permite obtener el valor al convertir los flujos de efectivo futuros en un solo valor actual. Bajo el enfoque de rentas, el valor de un activo se determina por referencia al valor de los ingresos, el flujo de efectivo o el ahorro de costes generado por el activo, utilizándose una tasa de capitalización para actualizar dicho valor. En este caso, la elección de la tasa de capitalización es el elemento que puede ser más controvertido.

7. REQUISITOS TÉCNICOS PARA LA CERTIFICACIÓN DE LOS TASADORES EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Según el IVSC, una definición de un profesional de la tasación debe contemplar tres conceptos: a) un marco de competencias básicas; b) los tipos de habilidades que se necesitan alcanzar; y c) un marco general de las credenciales y requisitos mínimos.

En general, los tasadores necesitan cumplir con un requisito mínimo de cualificación académica y de experiencia en materias relacionadas con la valoración inmobiliaria. Es más excepcional el requisito legal de que se disponga de unos medios técnicos y humanos mínimos, o de que haya que constituirse

como sociedad. El uso del título de tasador suele estar protegido por el marco legal (con licencia) o el marco profesional (véase primera columna de la tabla 2). Es una práctica normal que las propias entidades de crédito realicen procesos de homologación del tasador y, en muchos casos, utilizan tasadores internos conjuntamente con externos independientes.

Si bien los tasadores suelen contar con una certificación a nivel individual, es frecuente que la actividad de valoración se realice predominantemente por sociedades, dado que ello presenta ciertas ventajas, tal y como manifiestan Babawale y Ajayi (2011). Este es el caso, por ejemplo, de España y México, donde las compañías de tasación se encargan de la formación y establecen los requisitos específicos de los tasadores en función de su ámbito profesional. En cambio, en algunos países, como Bélgica y Luxemburgo, no existen requisitos legales o profesionales específicos obligatorios referidos a los tasadores. En Alemania, aunque la ley no recoge que el tasador deba tener una certificación específica, las cámaras de comercio, los tribunales y algunos organismos certifican la calidad de estos profesionales. Por el contrario, en Grecia, aunque el Ministerio de Hacienda tiene un registro de tasadores certificados, el Banco Central de Grecia no obliga a los bancos a solicitar servicios de valoración de garantías a los tasadores certificados, excepto, por ejemplo, en casos de hogares en dificultades que se declaren en bancarrota y que no estén de acuerdo con la garantía o revaloración del banco (Banco Central Europeo, 2017).

En España, los tasadores deben poseer un título universitario en arquitectura o ingeniería³¹, que los habilita para la tasación de un determinado tipo de propiedad. Por su parte, las sociedades de tasadoras deben estar registradas y homologadas por el Banco de España, que las supervisa. Entre los requisitos para la homologación de estas sociedades se encuentran la limitación de su objeto social a la valoración de todo tipo de bienes, empresas o patrimonio y disponer de al menos diez profesionales, de los cuales tres deben ser profesionales

³¹ En concreto, para valorar fincas urbanas o solares e inmuebles edificados con destino residencial deben ser arquitectos, aparejadores o arquitectos técnicos, mientras que en los demás casos deberán ser ingenieros o ingenieros técnicos de la especialidad correspondiente, según la naturaleza del objeto de la tasación (Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo).

vinculados³² que trabajen en exclusividad con la tasadora, con título universitario y un mínimo de tres años de experiencia en la realización de valoraciones.

Como se ha comentado anteriormente, en España los bancos no pueden tener de forma directa o indirecta más del 10% del accionariado de una sociedad de tasación, lo que en la práctica ha eliminado este tipo de participaciones. Además, estas sociedades deben establecer un reglamento interno de conducta con las incompatibilidades de sus directivos y administradores³³, así como otros aspectos que resulten adecuados para la entidad, atendiendo a su tamaño, tipo de negocio y demás características. El Banco de España debe verificar que dichas incompatibilidades son adecuadas, y puede establecer requisitos mínimos que deberán ser adoptados por la sociedad de tasación.

Según se ha indicado anteriormente, la regulación europea permite la existencia de tasadores internos de entidades de crédito, si bien, establece que estos no deben participar en el proceso de concesión del préstamo hipotecario y, además, han de cumplir con el régimen de incompatibilidades respecto al deudor y no tener conflictos de interés. Por lo general, en todos los países el tasador puede ser interno o externo, si bien, en la mayoría de los casos, como sucede en España³⁴, lo usual en la práctica es que el tasador sea externo (véase segunda columna de la tabla 2). Encontramos excepciones a esta situación en Alemania, Dinamarca, Eslovaquia y Polonia, donde lo más frecuente es que los tasadores internos realicen las tasaciones. En muchos casos en los que se utilizan los dos tipos de

³² Profesionales vinculados son aquellos profesionales que, contando con una experiencia mínima de tres años en la actividad de tasación, hayan celebrado con la sociedad de tasación, o con la entidad de crédito correspondiente, un contrato de naturaleza civil, mercantil o laboral con la finalidad de garantizar permanentemente la efectividad de los mecanismos de control interno necesarios para asegurar un adecuado conocimiento de la situación y condiciones del mercado inmobiliario sobre el que han de operar, el cumplimiento uniforme de las normas de valoración aplicables y la observancia de otras obligaciones e incompatibilidades.

³³ En la práctica, el reglamento interno de conducta reproduce las incompatibilidades recogidas en el Real Decreto 775/1997, de 30 de mayo, si bien, en ocasiones ampliándolas, por ejemplo, al personal no directivo, y desarrolla los procedimientos para controlar el cumplimiento de las incompatibilidades.

³⁴ La legislación española contempla la figura del servicio interno de tasación, que implica que el propio banco realiza la tasación. Sin embargo, en la práctica no hay ningún servicio interno operativo en la actualidad, entre otras razones porque el modelo ha avanzado hacia una mayor separación entre los bancos y los tasadores, al objeto de potenciar la independencia de estos respecto de aquellos.

Tabla 2. Certificación de los tasadores y su relación con las entidades de crédito en los países de nuestro entorno (a).

País	Certificación del tasador	Tipo de tasador más frecuente (b)
Alemania		Interno
Bélgica		Cada entidad de crédito tiene su propia política
Bulgaria	Colegios profesionales	Externo
Dinamarca	Colegios profesionales	Interno
Eslovaquia	Registro del Ministerio de Justicia	Interno. Si bien, para el valor de mercado el tasador interno utiliza como base una valoración de un tasador externo
España	Banco de España (c)	Externo
Estados Unidos	Colegios profesionales	Externo
Francia		Cada entidad de crédito tiene su propia política
Grecia	Ministerio de Hacienda	n.d.
Hungría	Colegios profesionales	Los internos suelen supervisar y aprobar las tasaciones de los externos. Las tasaciones más complejas las realizan los internos
Irlanda	Colegios profesionales	Externo. Los internos proporcionan instrucciones y revisan los resultados de los externos
Italia	Colegios profesionales	Externos. Los internos realizan las valoraciones de activos de alto valor y controlan la calidad de los externos
Luxemburgo		Externos. Solo las grandes entidades de crédito tienen internos
México	Unidades de Valuación	Externo
Países Bajos	Colegios profesionales	Cada entidad de crédito tiene su propia política
Polonia	Ministerio de Infraestructuras y Construcción	Interno. Si la entidad de crédito no tiene un tasador interno, solicita la valoración a un externo
Portugal	CMVM (d)	Externo
Reino Unido	Colegios profesionales	Externo
República Checa	Colegios profesionales	n.d.
Rumanía	Colegios profesionales	Externo
Suecia	Colegios profesionales	Cada entidad de crédito tiene su propia política
Turquía	Colegios profesionales	n.d.

(a) Las celdas están vacías si no es de aplicación en el país.

(b) Relación del tasador con la entidad de crédito.

(c) El Banco de España homologa a las sociedades de tasación y se exigen unos requisitos mínimos a los tasadores.

(d) CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

n.d.: No disponible.

Fuentes: Banco de España, EMF (2012 y 2017), USPAP, ANUVAC y RERSAT.

tasadores, los internos se limitan a funciones de control o a valorar inmuebles muy concretos, como sucede en Hungría con las tasaciones más complejas.

Por otro lado, la Directiva 2014/17/UE permite que las tasaciones hipotecarias con particulares sean realizadas por profesionales independientes. En España, la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario, abre esa posibilidad, si bien está pendiente el desarrollo reglamentario correspondiente. Esta medida, que básicamente trata de potenciar la libertad de elección de los particulares, reducir el coste para el consumidor y promover la competencia, puede presentar varios problemas, ya que los tasadores individuales, por razones de economías de escala, normalmente no disponen de los mismos medios técnicos o mecanismos de control que una sociedad, por lo que, posiblemente se viera afectada la calidad de las tasaciones y, de ser numerosos, el control ejercido por el supervisor.

8. INFORME DE VALORACIÓN: FORMATO Y CONTENIDO EN LOS DISTINTOS PAÍSES

El modelo de informe en el que se reflejan los resultados de la valoración certificados por el tasador, así como las bases e hipótesis en las que dicho valor se basa, es fundamental para dotar de transparencia al proceso de valoración. Adicionalmente, facilita la captura de datos de un modo estructurado, que permite la generación de bases de datos para el análisis y supervisión del sector. En general, el informe no suele estar estandarizado y lo normal es que no se especifiquen los aspectos mínimos a tratar. Así, los estándares internacionales no suelen precisar el formato del informe, ni su contenido mínimo, ni la documentación a adjuntar, sino que se limitan a establecer una serie de instrucciones no vinculantes sobre la forma, el contenido y el alcance del informe que, no obstante, señalan, quedará a criterio del valorador.

Los EVS aplicados en algunos países europeos, como Bélgica, Francia, Hungría, Polonia, Portugal o República Checa (véase última columna de la tabla 1), señalan que toda valoración será presentada por escrito y de forma clara, de acuerdo con un estándar profesional, y que sea transparente respecto al encargo, finalidad, enfoques, bases, métodos y conclusiones de la valoración, así como el uso al que se destinará, según se habrá expresado en las condiciones de contratación. A partir de aquí, se establecen una serie de instrucciones no vinculantes sobre la forma y contenido del informe, que, no obstante, quedarán a criterio del

valorador. Por su parte, el Reglamento (UE) núm. 575/2013 sobre requisitos de capital, indica que la entidad requerirá al tasador independiente que documente el valor de mercado de forma clara y transparente, pero nada establece en cuanto a la amplitud del contenido, comprobaciones ni metodología del informe.

En Estados Unidos, los Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP) se limitan a señalar que, dependiendo del tipo de informe, en el modelo de informe más amplio se describe (en inglés, describe), en el intermedio se resume (summarize) y en el más corto solo se hace una breve referencia (state). No obstante, en Estados Unidos, a partir de 2012, bajo la dirección de la Federal Housing Finance Agency (FHFA) y de Fannie Mae y Freddie Mac (GSEs), se implementaron métodos homogéneos de informe para mejorar la fiabilidad y la calidad de los datos sobre préstamos entregados a estas entidades³⁵. La posibilidad de disponer de datos estandarizados de las tasaciones, tal y como señalan Venkataraman y Sitaraman (2015), permite que dicha información pueda ser accesible por las partes interesadas (bancos, tasadores, clientes, supervisores, etc.).

La legislación española fija unos requisitos mínimos sobre la estructura y el contenido del informe de tasación (Orden ECO/805/2003). Esta circunstancia también se da en otros países como Alemania, Croacia, Eslovaquia, Estados Unidos, Hungría, México, Polonia y Turquía (véase tabla 3).

Indiscutiblemente, el hecho de disponer de una regulación en la que se establecen los requisitos y contenido mínimos del informe de tasación mejora el control de las tasaciones.

Tabla 3. Comparación internacional de la regulación de los informes de valoración.

Países con regulación estandarizada del informe de tasación	Países sin regulación estandarizada del informe de tasación
Alemania, Croacia, Eslovaquia, España, EE. UU., Hungría, México, Polonia, Turquía	Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, Rumanía, Suecia, Reino Unido, República Checa

Fuentes: EMF (2012 y 2017), USPAP, ANUVAC y RERSAT.

³⁵ Esto se realiza a partir del Uniform Mortgage Data Program (UMDP), que ha estandarizado los informes mediante el denominado Uniform Appraisal Dataset (UAD). El UAD es un componente fundamental del UMDP, y en él se definen todos los campos requeridos para la remisión de los informes de tasación para los préstamos mencionados anteriormente, con definiciones estandarizadas que cubren una serie de campos clave.

9. MECANISMOS DE SUPERVISIÓN Y CONTROL DE LA ACTIVIDAD DE TASACIÓN EN LOS DISTINTOS SISTEMAS DE TASACIÓN

La supervisión de los agentes que se dedican a la actividad de tasación hipotecaria se lleva a cabo en muchos casos mediante mecanismos de autorregulación sectorial realizada por colegios profesionales o asociaciones. Sin embargo, la supervisión prudencial bancaria resulta también relevante, puesto que, como se indicó anteriormente, es frecuente que los solicitantes de las tasaciones puedan tratar de ejercer algún tipo de influencia sobre los tasadores para alterar los valores de acuerdo con los intereses de aquellos.

Levy y Schuck (1999) señalan básicamente cuatro factores que mitigan las influencias no deseadas en el proceso de valoración de un inmueble: las características del entorno (marco legal, condiciones del mercado o criterios metodológicos); las características del tasador (sociedad o profesional); las características del cliente; y las características del inmueble que se ha de valorar (depende de la información disponible en el mercado sobre dicho inmueble y de la complejidad del encargo a realizar). El papel de la supervisión, acompañada de un adecuado marco legal, será el de establecer un entorno favorable para la actividad de valoración inmobiliaria, de modo que se facilite el cumplimiento de los principios metodológicos y se limiten los aspectos subjetivos de la valoración derivados del primer factor que cita Levy y Schuck (1999). Acotar la influencia del resto de factores será más difícil.

La supervisión de las garantías hipotecarias comenzó fundamentalmente en el ámbito de los bonos garantizados con hipotecas, para dar seguridad a los potenciales inversores de la calidad de los activos transmitidos. Posteriormente se empiezan a vigilar dichas garantías en el ámbito de la supervisión prudencial. Como se puede comprobar en la tabla 4, en Alemania, Dinamarca, España, México, Polonia, Portugal, Turquía y Estados Unidos existe una autoridad pública encargada de la supervisión (en el caso de Estados Unidos, se trata de sociedades patrocinadas de aseguramiento de hipotecas). La autorregulación de los tasadores se da en Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Países Bajos y Reino Unido.

En España, la supervisión del sector de sociedades de tasación es responsabilidad del Banco de España desde la entrada en vigor del Real Decreto 775/1997, que establece dicha competencia. En particular, el Banco de España vigila el cumplimiento de los requisitos para obtener y conservar la homologación de las sociedades de tasación, así como el cumplimiento de las disposiciones que sean

Tabla 4. Organismo supervisor de los tasadores (a).

País	Organismo supervisor de los tasadores
Alemania	Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) (b)
Bélgica	
Bulgaria	
Croacia	
Dinamarca	Danish Financial Supervisory Authority (Danish FSA) (b)
Eslovaquia	
España	Banco de España (b)
Estados Unidos	Sociedades de Aseguramiento de Hipotecas: Federal National Mortgage Association / Federal Home Loan Mortgage Corporation
Francia	Autorregulación
Grecia	
Hungría	Autorregulación
Irlanda	Autorregulación
Italia	Autorregulación
Luxemburgo	
México	Sociedad Hipotecaria Federal (SHF)
Países Bajos	Autorregulación
Polonia	Urząd Komisja Nadzoru Finansowego (UKNF) (b)
Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)
Reino Unido	Autorregulación
República Checa	
Rumania	
Suecia	
Turquía	Real Estate Regulation and Supervision Agency of Turkey (RERSAT)

(a) Las celdas están vacías si no hay un organismo supervisor de los tasadores.

(b) Autoridad de supervisión bancaria.

Fuentes: EMF (2012 y 2017), USPAP, ANUVAC y RERSAT.

aplicables para la elaboración de los informes y certificados de tasación, cuando estos vayan a tener efectos dentro del ámbito del mercado hipotecario o sean requeridos por las normas que rigen a las entidades de crédito.

Para realizar su función, el Banco de España hace un seguimiento continuado de las sociedades de tasación a partir de la información que estas le proporcionan

periódicamente. En particular, realiza un tratamiento estadístico de la información recibida que facilita el seguimiento a distancia, la comparación de la actividad de valoración del sector y la asignación de recursos supervisores. El seguimiento se complementa con visitas de inspección periódicas, en las que se verifican todos los aspectos relacionados con la homologación: medios técnicos y humanos, capital mínimo, honorabilidad de consejeros y directivos, seguro obligatorio, cumplimiento de incompatibilidades, conflicto de intereses, etc. Además, en dichas visitas se revisan la metodología y los controles internos para cumplir con la Orden ECO 805/2003, llegando a realizar muestras de tasaciones para contrastar su aplicación.

BIBLIOGRAFÍA

- Achu, K. (2011). *Do Clients Influence Valuations Carried Out for Financial Reporting Purposes? Some Evidence from Malaysia*, 17th Pacific Rim Real Estate Society Conference.
- Akin, O., García-Montalvo, J., García-Villar, J., Peydró, J.L. y Raya, J.M. (2014). “The real estate and credit bubble: evidence from Spain”, *Series*, Vol. 5, núms. 2 y 3, pp. 223-243.
- Amidu, A.-R. y Tajudeen Aluko, B. (2007). “Client influence in residential property valuations: an empirical study”, *Property Management*, Vol. 25, Núm. 5, pp. 447-461.
- Babawale, G.K. y Ajayi, C.A. (2011). “Variance in residential property valuation in Lagos, Nigeria”, *Property Management*, Vol. 29, núm. 3, pp. 222-237.
- Banco Central Europeo (2017). *Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs*, junio.
- Banco de España (2018). “Evolución de los estándares de crédito a partir de la ratio préstamo-valor de la garantía”, *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo 2018, Recuadro 2.3, pp. 46-47.
- Baum, A.E., Crosby, N., Gallimore, P., McAllister, P. y Gray, A. (2000). *The influence of valuers and valuations on the workings of the commercial property investment market*. En Royal Institution of Chartered Surveyors/Investment Property Forum, Londres.

- Ben-David, I. (2011). “Financial constrain and inflated home prices during the real estate boom”, *American Economic Journal*, vol. 3, núm. 3, pp. 55-87.
- Bover, O., Torrado, M. y Villanueva, E. (2019). “La ratio préstamo-valor de la vivienda en España en el periodo 2004-2016”, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2019, Banco de España.
- Chen, Y.F. y Yu, S.M. (2009). “Client influence on valuation: does language matter?”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 42, núm. 4, pp. 542-565.
- Chinloy, P., Cho, M. y Megbolugbe, I.F. (1997). “Appraisals, transaction incentives and smoothing”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 14, enero, pp. 89-111.
- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. y Rabanal, P. (2013). “How to deal with real estate boom: Lessons from country experiences”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 9, núm. 3, septiembre, pp. 300-319.
- Díaz, J. y Hansz, J.A. (2010). “A taxonomic field investigation in to induced bias in residential real estate appraisals”, *International Journal of Strategic Property Management*, Vol. 4, núm. 1, pp. 3-17.
- Duca, J.V., Muellbauer, J. y Murphy, A. (2010). “Housing markets and the financial crisis of 2007–2009: Lessons for the future”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 6, núm. 4, diciembre, pp. 203-217.
- European Mortgage Federation (2023). *A review of Europe’s mortgage and housing markets*.
- Ferreira, J. (2015). “Real estate appraisal and subjectivity”, *European Scientific Journal*, Special Edition, marzo, pp. 55-66.
- Galán, J.E. y Lamas, M. (2023). “Beyond the LTV ratio: lending standards, regulatory arbitrage, and mortgage default”, *Journal of Money, Credit and Banking*, de próxima publicación.
- García-Montalvo, J. (2009). “La financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera”, *Papeles de Economía Española*, núm. 122, pp. 55-85.
- García-Montalvo, J. y Raya, J.M. (2018). “Constraints on LTV as a macroprudential tool: a precautionary tale”, *Oxford Economic Papers*, vol. 70, núm. 3, julio, pp. 821-845.

- Hartmann, P. (2015). "Real Estate Markets and Macroprudential Policy in Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, núm. 51, marzo-abril, pp. 69-80.
- Hordijk, A., Nelisse, P. y Koerhuis-Gritter, L. (2011). "European valuation practices: how to compare valuations across borders? Initial findings", *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 29, núm. 4/5, pp. 575-581.
- IVSC International Valuation Standards Committee (2010). *Discussion paper definition of a professional valuer definition of a professional valuer*, julio.
- Jordà, O., Schularicck, M. y Taylor, A.M. (2016). "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy*, Vol. 31, núm. 85, pp. 107-152.
- Levy, D.S. y Schuck, E.J. (1999). "The influence of clients on valuations", *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 17, núm. 4, pp. 380-400.
- Levy, D.S. y Schuck, E.J. (2005). "The influence of clients on valuations: the clients' perspective", *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 23, núm. 2, pp. 182-201.
- López, M.A. (2019). *Modelos para la detección de desviaciones de valor sistemáticas en las tasaciones de viviendas y sus causas*, tesis, Universitat Politècnica de València.
- López, M.A. y Matea, M.L. (2020). *El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, núm. 2010, Banco de España.
- Nwuba, C.C., Egwuatu, U.S. y Salawu, B.M. (2015). "Client's means of influence on mortgage valuation in Nigeria", *Property Management*, Vol. 33, núm. 4, pp. 367-385.
- Özdilek, Ü. (2010). "On price, cost, and value", *The Appraisal Journal*, Vol. 78, núm. 1, pp. 70-80.
- Quentin, J. (2009). "The subprime crisis-implications for property valuation? The revival of mortgage lending value", *Appraisal Journal*, Vol. 77, núm. 4, pp. 312-318.
- Smolen, G.E. y Hambleton, D.C. (1997). "Is the real estate appraiser's role too much to expect?", *The Appraisal Journal*, Vol. 65, núm. 1, enero, pp. 9-17.

- Tzioumis, K. (2017). Appraisers and Valuation Bias: An Empirical Analysis, *Real Estate Economics*, Vol. 45, núm. 3, pp. 679-712.
- Venkataraman, M. y Sitaraman, U. (2015). *Standardising Valuation Reports*, Indian Bank's Association, Vol. II, núm. 7, enero.
- Yu, S.M. (2002). *Client pressure in residential valuations-evidence from Singapore*, Department of Real Estate, National University of Singapore.

Quinta Parte

LA VISIÓN DEL PROFESIONAL DEL MERCADO INMOBILIARIO

Capítulo 15

RETOS DE LOS AGENTES DE GESTIÓN Y COMERCIALIZACIÓN DE ACTIVOS

Vicenç Hernández

CEO de Tecnotramit

Presidente de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios
de España (ANAI-API España) y Catalunya (AIC)

Resumen

Se aborda la problemática de la vivienda asequible desde la óptica de empresa del sector. España necesita construir 761.000 viviendas asequibles en los próximos 20 años para aliviar la presión del mercado de alquiler y ofrecer soluciones residenciales a las familias que enfrentan tasas de esfuerzo superiores al 35%. La colaboración público-privada y la atracción de capital extranjero son esenciales para financiar estos proyectos. Los proyectos de vivienda asequible deben ofrecer rentabilidades moderadas (7%-9% TIR anual) y cumplir con parámetros técnicos y financieros específicos. La ubicación, la demanda potencial, y la eficiencia en costos son cruciales. Además, se discuten las ayudas a la construcción y la fiscalidad como factores determinantes para la viabilidad de estos proyectos. La implementación de ecobarrios mediante derechos de superficie y la mezcla de alquiler y propiedad temporal son estrategias propuestas para evitar la creación de guetos y aumentar la oferta de vivienda pública.

1. INTRODUCCIÓN

Pese que el sector inmobiliario es transversal y repleto de diferentes actores, no se puede hablar del sector sin mencionar a sus principales agentes protagonistas en la gestión y comercialización de activos. Todos ellos se enfrentan a un claro proceso de reestructuración acorde con los vientos de cambio que está generando el entorno y las propias dinámicas que genera el sector en sí mismo.

Pero al igual que estos agentes son claves para el desarrollo de la industria es necesario separar su función a la hora de establecer cuál debe ser su cambio de modelo y los retos que conllevan sus procesos de reestructuración. En este sentido se debe separar la función de la llamada “capa alta” formada por empresas denominadas *servicers* o empresas gestoras de activos y empresas de BPO¹, de la “capa baja” formada por agentes de la propiedad inmobiliaria y administradores de fincas. Estos cuatro tipos de empresas son y seguirán siendo relevantes a la hora de explicar el funcionamiento de la gestión de activos y comercialización, pero su reestructuración y redefinición es clave para su correcta adecuación a un nuevo entorno que requiere empresas más ágiles y transversales.

En el caso de los *servicers*, la presencia de estas empresas en España es relativamente reciente si lo comparamos con el recorrido que tienen en otros países donde esta figura estaba más avanzada. La crisis financiera de 2008 dio lugar a la entrada en el mercado de compañías especializadas en la gestión de carteras de activos inmobiliarios en cualquiera de las fases de su ciclo de vida y cadena de valor, desde su origen hasta el propio producto final. Asimismo, fueron asumiendo también la posibilidad de gestionar carteras de deudas para su saneamiento y posterior venta. El papel de este tipo de empresas ha sido fundamental para profesionalizar e higienizar un mercado que en aquellos momentos estaba en plena crisis, pero basaron gran parte de su generación de valor en la externalización de sus servicios a compañías de BPO que, en el caso de España, muchas venían del negocio tradicional de la gestión hipotecaria y que han sabido generar un modelo de negocio a base de la especialización y la asunción del riesgo laboral que los *servicers* no querían asumir.

Tanto *servicers* como empresas de BPO permitieron a las entidades financieras sanear en gran medida sus balances de activos “tóxicos” para que pudieran centrar su actividad hacia su negocio tradicional. Esto posibilitó que gran parte del sistema financiero en el país recuperara el equilibrio perdido poniendo las bases de una recuperación económica lenta pero consistente.

Este tipo de empresas están especializadas en todo el proceso necesario para la optimización de un activo inmobiliario y carteras de deuda, y requieren de equipos con conocimiento en diferentes materias abarcando todo el ciclo de

¹ Las empresas de BPO (*business process outsourcing*) son también denominadas subservicers, ya que han sido proveedores principales de las empresas de *servicing*.

vida del activo y todos los segmentos del sector inmobiliario. A ello se suma el necesario conocimiento jurídico y una infraestructura tecnológica específica, entre otros muchos factores.

Respecto a los agentes de la propiedad inmobiliaria y los administradores de fincas, ambas profesiones han ido convergiendo con el paso de los años. Partiendo de una definición básica, un agente de la propiedad inmobiliaria (API) es el profesional destinado a ayudar a comprar o vender una vivienda y prestar el asesoramiento necesario para llevar a cabo esta función, mientras que el administrador de fincas (AdF), es el profesional que ayuda los propietarios de una finca para la correcta administración de los inmuebles e interviene para favorecer la relación de todos los vecinos de una misma finca al tener elementos comunes que afectan a su convivencia.

Dicho de otra manera, un agente inmobiliario tiene una relación de tipo transaccional, que dura el tiempo único y necesario para la obtención, compra y liquidación de una propiedad. Mientras que toda relación que se tenga con un administrador de propiedades se empieza cuando ya se es propietario de una vivienda. Por lo que, esta última relación interpersonal suele ser mucho más larga en el tiempo y se extiende mucho más allá de la venta o alquiler de una vivienda.

Esta definición ha sido superada por la realidad del mercado ya que muchos de los API son a la vez AdF y viceversa, por lo que más allá de establecer un límite demasiado rígido a cada una de las funciones, el interés del presente capítulo radica en la incertidumbre sobre su modelo de negocio y los riesgos y oportunidades que a ambos les espera en un futuro cercano. Por su tipología de negocio, tamaño, ámbito local y estructura operacional, son dos profesiones que se enfrentan a una situación paralela a la de *servicers* y empresas de BPO.

En el presente capítulo analizaremos el estado actual de este tipo de empresas y cuál debe ser su enfoque a futuro para garantizar su subsistencia y viabilidad futura.

2. SECTOR DEL *SERVICING* Y EMPRESAS DE BPO

Cuando se trata del tablero de juego donde *servicers* y empresas de BPO son los principales protagonistas, entender el negocio bancario y en especial, todo lo relacionado con la actividad hipotecaria y concesión de préstamos es fundamental. Al crear una línea cronológica y analizar el ciclo de vida del producto podríamos ver que este tipo de empresas aparecen una vez las entidades financieras requieren

gestionar sus créditos hipotecarios y carteras de préstamos fallidos. Esta situación les aboca a tener que ejecutar dichos contratos para recuperar parte del principal invertido, y es donde las empresas de *servicing* y BPO entran en acción para profesionalizar la gestión y dar servicio en origen a las entidades financieras, que deben sanear sus balances para proseguir con su actividad tradicional.

A nivel crediticio, los índices ligados a la morosidad han continuado moderadamente bajos debido a una política menos laxa a la hora de conceder préstamos junto con una supervisión bancaria más estricta, por lo que las carteras de préstamos sensibles a gestionar un futuro impago son más reducidas. Si añadimos el hecho de que el parque de viviendas de difícil gestión y comercialización es más restringido y que los márgenes son cada vez más bajos el resultado es que la compra-venta de carteras de activos y gestión de préstamos, base de negocio fundamental para los *servicers* y empresas de BPO, va a tender hacia operaciones de menor tamaño y más enfocadas hacia la calidad.

Esto va a generar que este tipo de negocios sufra una leve contracción de actividad, por lo que se hace necesario obtener economías de escala en un entorno de márgenes cada vez más ajustados. Este escenario abre la posibilidad a la entrada de nuevos *players* con mayores capacidades tecnológicas, así como la disrupción de empresas que ofrecen servicios especializados en diferentes partes de la cadena de valor del servicio (*proptech*, *fintech*). Por tanto, el sector está obligado a acometer un proceso de plena transformación donde la consolidación de movimientos empresariales debe ponerse en el centro de las estrategias a corto y medio plazo no descartando la posibilidad de combinación de integraciones tanto verticales como horizontales.

Actualmente el mercado el *servicing* está condicionado por una serie de factores que impactan directamente en el rumbo que está tomando el sector.

Por un lado, la economía refleja una tendencia claramente positiva donde los indicadores macroeconómicos pronostican un escenario propicio para atraer el interés de capital inversor. El descenso de la tasa de paro y la tasa de temporalidad junto con el aumento de la tasa de remuneración por empleado presupone un aumento en la renta disponible, capacidad de compra y predisposición a un crecimiento de créditos e hipotecas. También hay que añadir factores demográficos que afectan tanto al aumento de demanda por parte de extranjeros como a la movilidad interna hacia grandes ciudades que genera una fuerte asimetría de precios en función de la zona del país que se analice.

Otro factor a tener en cuenta es la evolución de las operaciones inmobiliarias a medio plazo. La bajada de tipos de interés junto con un precio/m² al alza hace que las proyecciones de operaciones de compraventa sigan a buen ritmo, pero el desequilibrio cada vez mayor entre oferta y demanda puede hacer que se incurra en un riesgo real que derive en diferentes problemas, entre ellos, la conflictividad social.

Los factores antes mencionados afectan a la evolución del número de compraventas teniendo una fuerte derivada en el precio, variable clave en los ingresos del sector. Aunque el riesgo de descontrol de la inflación sigue en el aire la convicción general del sector es de un crecimiento moderado en las transacciones del mercado de vivienda, teniendo en cuenta diferentes factores que van a seguir presionando al alza la demanda por encima de la oferta. Del total de operaciones realizadas en los últimos años en el mercado inmobiliario español, una media del 70% han sido financiadas, pero otro tema que va a tener relevancia es si la financiación de operaciones hipotecarias seguirá siendo monopolio de la banca.

Este crecimiento asimétrico puede verse frenado o equilibrado por tres factores; jóvenes en edad de comprar que no pueden ahorrar el 30% del precio del inmueble, una Ley de Vivienda que favorece la puesta de inmuebles en venta, y la estabilización de concesión de créditos que optará hacia más calidad que cantidad.

Existe un tercer factor relevante en el incremento de la demanda de servicios por parte de fondos/bancos. Aunque las grandes entidades bancarias siguen siendo las principales tenedoras de carteras de NPL², el mercado sigue ofreciendo interesantes operaciones en las que intervienen fondos de inversión. Además, un entorno de márgenes estrechos unido a la estrategia de aligeramiento de estructuras hará la externalización de servicios siga con buena salud.

Desde la crisis del 2008, las entidades bancarias españolas se han erigido como los principales tenedores de activos, aunque con los años han ido deshaciéndose de carteras que han sido adquiridas por fondos de inversión o en menor medida, ventas minoristas.

La escasez de producto y la bajada de precios de negociación en la compra de carteras va a llevar a la reducción de márgenes y a favorecer el poner el foco en las

² NPL, o *non performing loans* por sus siglas en inglés, se trata de deuda bancaria, generalmente con garantía real (hipotecaria o menos frecuentemente prenda sobre bienes muebles), que ha resultado impagada por el prestatario, estando vencida por un plazo superior a 90 días.

operaciones de mantenimiento y gestión de la cartera, por lo que la externalización de aquellas tareas no *core* a proveedores con altos niveles tecnológicos será cada vez mayor. En el caso de las entidades financieras una política de reducción de plantilla y cierre de oficinas acelerará el interés de la externalización.

Estos factores llevan irremediablemente a una concentración en el sector, ya que la estabilidad de la tasa de mora y la falta de activos inmobiliarios está generando una ausencia de actividad en el sector, provocando la posibilidad de una concentración de *players* en el mercado de gestión de NPL's y REO's³. Los movimientos de carteras van a seguir constantes, aunque el escenario ha cambiado por dos grandes factores; la licitación de nuevas carteras y el producto disponible se encuentran en mínimos históricos por lo que aquellos que hasta ahora han sido los *players* más relevantes del sector están perdiendo presencia poco a poco. El mercado seguirá siendo dinámico, pero cambiando estructuralmente el modelo de *servicing*.

2.1. Retos a futuro para las empresas de *servicing* inmobiliario

Considerando la situación antes mencionada, el sector del *servicing* debe afrontar y gestionar los siguientes retos:

- 1) Menor número de licitaciones de carteras. Tanto en mercados primarios como secundarios, y esta tendencia no cambiará mientras la mora siga en niveles bajos históricos ya que no nutre de producto al mercado. Los volúmenes actuales de carteras en licitación son cada vez más bajos, lo cual va a requerir un pool de proveedores más reducido y licitaciones más periódicas para presionar los precios a la baja.
- 2) Consolidación a través de operaciones de M&A. Al disponer de niveles de AUMs⁴ y NPL/REOs más bajos y con una mora más controlada en el corto/medio plazo, se ha generado un proceso de reestructuración interna en los servicios actuales que debe llevara concentración en el sector.

³ Los bienes raíces en posesión o REO inmobiliario (*real estate owned*), son activos inmobiliarios que han sido adjudicados tras un proceso de ejecución hipotecaria, el cual se origina por la falta de pago del préstamo no rendido o NPL. Por lo general, la entidad que toma posesión del inmueble lo pone en venta para recuperar el dinero debido.

⁴ Convención habitual en el sector para denominar a los activos bajo gestión por las iniciales de su nombre en inglés (*assets under management*).

La sobrecapacidad de los servicios y las pocas carteras disponibles en el mercado provocan la aparición de procesos de restructuración de plantillas y concentración de los *players*. El sector del *servicing* se enfrenta a una serie de retos que obliga a cambiar el modelo de negocio y generará un número muy importante de operaciones de M&A que buscan crear valor añadido en una nueva etapa. Aquellos *players* que sean capaces de generar cooepetencia o en casos más avanzados, consolidación con otras empresas similares y complementarias, se asegurarán su existencia en este sector.

- 3) Estabilización de márgenes a la baja. La tendencia de los principales tenedores es pagar cada vez menos por servicios que licitan de manera recurrente y que recaen sobre actividades de menor valor añadido, aunque sean parte importante de la cadena de valor.
- 4) Transformación tecnológica. Necesidad de minimizar costes de gestión a través de la inversión en nuevas tecnologías y desarrollo de nuevas herramientas. Esta transformación busca por un lado ahorrar costes en la gestión *end-to-end* del servicio y buscar formas de optimizar los gastos sin afectar la calidad del servicio.
- 5) Desarrollo de nuevas líneas de negocio. Se debe apostar por el desarrollo de nuevas líneas de negocio de gestión de activos que lleguen a cubrir las necesidades completas del cliente *retail* final más allá del mantenimiento básico. En este ejercicio de diferenciación, los *servicers* deberán abordar nuevas líneas de negocio y/o especializarse en los servicios ya existentes:
 - *Rehabilitación de activos con fondos de la UE*. El mercado de reformas es una alternativa para aumentar la oferta de vivienda en un parque que, además, necesita una actualización en base a criterios de movilidad y eficiencia energética.
 - *Reperforming*. El control de la morosidad tanto en una fase previa como posterior de rápida intervención serán cruciales. En la primera, las entidades financieras gozan de mejor posición para atender a este problema. En el segundo caso externalizarán más este servicio de vigilancia y gestión. En el caso del mercado de alquiler será fundamental el control de morosidad para poder tener una gestión activa que minimice impactos reputacionales, sobre todo en el área de gestión de alquiler social.
 - *Underperforming*. Identificar patrones de conducta que permita realizar una gestión de vigilancia proactiva en una etapa anterior a la

actual (créditos de dudoso cobro) para anticipar situaciones futuras de impago. Aquí las entidades financieras gozan de ventaja competitiva al tener pautas de consumo, ahorro y gasto monitorizables para hacer esta labor sin necesidad de externalizarla.

- *Gestión de deuda temprana*. Trabajo fácilmente externalizable que libera tiempo a las oficinas con más vocación comercial.
- *Tokenización*. Proceso mediante el cual los derechos de propiedad de un inmueble son convertidos en una participación dentro del *blockchain*, permitiendo su venta o comercialización a un mayor número de clientes potenciales. Es una buena solución para generar liquidez de inmuebles con poca salida al mercado.
- *Formalización de créditos*. El proceso de formalización hipotecaria será cada vez más externalizable y clave en la concesión de hipotecas y generación de mayor cuota de mercado. Proceso altamente digitalizable pero con componente humano todavía importante.
- *Gestión patrimonial del alquiler social*. Administrar los activos destinados al alquiler social, garantizando la habitabilidad de los activos y asegurando la continuidad. Área poco profesionalizada en España y con alto recorrido potencial.
- *Desarrollo de suelos*. Trabajo muy capilarizado en despachos de arquitectura pequeños. Fata una estrategia global para dar servicio a CC. AA. y promotoras inmobiliarias.

El volumen de licitaciones y por tanto, producto a gestionar, está en niveles muy bajos y los *servicers* disponen de exceso de recursos, un modelo de comisionamiento insostenible, y una falta de previsión futura de proyectos alternativos habiendo externalizado no solo el trabajo, sino también el *know how* a sus proveedores (mayoritariamente empresas de BPO), por lo que es necesario replantear nuevas soluciones. Esta escasez de producto y falta de diversificación del modelo de negocio tiene un impacto directo al requerir un estricto dimensionamiento de recursos a la baja por lo que veremos dos tipos de actuaciones; o reducción de plantilla a través de ERE's⁵ o fusiones entre *servicers* que aseguren su viabilidad futura.

⁵ Acrónimo en castellano de “expediente de regulación de empleo”. Se trata de un procedimiento administrativo contemplado en la legislación española mediante el cual una empresa en crisis busca

La revisión del modelo de negocio debe hacerse desde tres ópticas diferentes que deben ser gestionadas de manera conjunta; generar nuevas líneas de servicios o especializarse en algunos de los servicios existentes, apalancarse en una tecnología que ofrezca nuevas soluciones y que reduzcan los costes o buscar alianzas que garanticen el crecimiento orgánico e inorgánico.

2.2. Retos a futuro para las empresas de BPO o *subservicing*

De igual manera, el sector del *subservicing* debe afrontar y gestionar una serie de retos a futuro que pueden ir de la mano de los retos de las empresas de *servicing* en algunos casos, y en otros, de manera independiente y más enfocado al sector bancario:

- 1) Generar un modelo colaborativo. Es necesaria una especialización mediante acuerdos con empresas más pequeñas y especializadas en partes muy concretas de la cadena de valor. En este sentido, el sector del *proptech* y *fintech* generan buenas oportunidades como empresas de nicho muy específico, pero con necesidad de validar sus modelos de negocios mediante acuerdos con empresas más grandes.
- 2) Reconsideración del modelo de *pricing*. El modelo de *pricing* ha de ir de la mano de los objetivos de inversión de los clientes, pero esto solo se puede hacer mediante acuerdos de colaboración diferentes a los de cliente-proveedor actuales, con duraciones contractuales superiores a 3 años, sin la supervisión tan subjetiva de las mesas de compras y con relaciones bilaterales más equitativas.

En la situación actual los acuerdos se hacen mediante intermediarios donde se paga por cada etapa del servicio y se genera un coste fijo para el cliente final (*servicer*). Esta situación genera un desequilibrio para la empresa de BPO que se traduce, además, en unos bajos márgenes. La tendencia primaria es que los contratos se firmen con el cliente final y el pago se variabilice hacia el final del servicio. Esto puede generar un mayor beneficio al BPO, pero tal y como comentaba, esta tendencia sólo se puede soportar cambiando la tipología de relación donde el mayor riesgo

obtener autorización administrativa para suspender o despedir muchos trabajadores. Este procedimiento se utiliza para la reducción de la jornada laboral, la suspensión o extinción del contrato.

financiero para la empresa de BPO al cobrar parte variable hacia el final del servicio se debe compensar con márgenes más altos y contratos más longevos que permitan una planificación tecnológica y de personal adecuada al riesgo asumido.

- 3) Desarrollo interno a nivel tecnológico. Crear una tecnología de desarrollo y control propio es un factor claramente diferenciador ante la concentración del mercado y permitirá a las compañías de BPO diferenciarse para tratar directamente con los tenedores de activos.

El desarrollo propio de valor añadido permite una serie de ventajas tales como un acceso directo a cliente final mucho más estrecho, competitividad en precio, diferenciación, flexibilidad ante cambios en la gestión de la cartera y escalabilidad para asumir mayores volúmenes de gestión.

- 4) Sistemas de control y *reporting* independiente del cliente. Mejorar la capacidad de control mediante la gestión de los datos y análisis de información que pueda substituir o complementar los modelos de seguimiento al cliente. Esto forma parte de la externalización potencial de temas tecnológicos que cada vez será más recurrente y que se trata de un tema complejo, ya que durante años los sistemas no ofrecían la posibilidad de generar pasarelas de información adecuadas, lo cual duplicaba la carga de personal sin disminuir la capacidad de error.

En definitiva, y teniendo en cuenta todo lo mencionado anteriormente creo fundamental atender a una serie de diferentes palancas estratégicas. En primer lugar, está la reconsideración del modelo de negocio operativo y tecnológico adaptado a una nueva visión, misión y valores de la compañía. Esto debe llevar a una nueva propuesta que genere valor diferencial, que sea escalable y con la agilidad suficiente para adaptarse a los más que previsibles cambios del mercado.

En segundo lugar, se debe poner encima de la mesa la posibilidad de hacer operaciones corporativas que permitan más concentración en el sector del *servicing* y BPO, orientado a generar capilaridad territorial y especialización funcional. La empresa que consiga tener una columna vertical más tecnológica sin perder la calidad de servicio será la gran triunfadora los próximos años en el sector.

Otro factor determinante es cambiar el enfoque en las nuevas licitaciones de contratos de *servicing* poniendo la atención hacia la diversificación, el pago por

éxito, modelos contractuales con mayor simetría entre derechos y obligaciones, agilidad y flexibilidad operativa y eficiencia en costes.

La compraventa de carteras será otro elemento importante por lo que intervenir directamente donde se deciden las grandes operaciones es un paso adelante que deben hacer tanto los *servicers* como *BPOs* que quieran posicionarse alto. Esto puede llevar a acuerdos de coinversión que requieren de respaldo financiero.

Tanto las empresas de *servicing* como las de BPO, o las resultantes de posibles operaciones corporativas, debe generar nuevas vías de generación de ingresos mediante el análisis de los puntos de la cadena de valor en los que puede identificar nuevas necesidades de sus clientes o tendencias de mercado y cómo diseñar e implementar el modelo de gestión que permita cubrirlas.

La Nueva Directiva de Servicing se debería acabar de transponer en España para iniciar su adopción en el corto plazo, por lo que las empresas deberán acometer los cambios propuestos, entre los que se incluye la obligatoriedad de tener una licencia para operar, la estandarización de la transmisión de información y elevar los estándares de gestión de riesgos y de transparencia.

3. SECTOR DE LOS AGENTES DE LA PROPIEDAD INMOBILIARIA Y LOS ADMINISTRADORES DE FINCAS

En el caso de las profesiones de agente de la propiedad inmobiliaria (API) y los administradores de fincas (AdF) se trata de dos profesiones relevantes dentro del sector, pero alejadas de las derivadas del negocio de *servicing* y BPO. Hablar de la profesión de API y AdF es hablar de una profesión más enraizada en el conocimiento general del cliente final entre otras cosas, por tener mucha más antigüedad como profesión y dedicarse especialmente a prestar servicios de gestión y asesoramiento a personas físicas. Por tanto, y utilizando argot inglés ampliamente conocido en el mundo del management, el negocio de *servicing* y BPO se podrían considerar modelos B2B mientras que el de API y AdF modelos B2C⁶.

⁶ B2B (business to business o de empresa a empresa) son las siglas de un modelo comercial en el que las empresas venden productos o servicios para solucionar problemas de otras empresas. En cambio, utilizamos B2C (business to consumer o de empresa a consumidor) para definir a la venta de productos y servicios directamente a los consumidores.

Desde sus inicios, a mitad del siglo pasado, el rol del API ha sido fundamental para facilitar y asesorar en transacciones inmobiliarias que a menudo son complejas y suponen una de las inversiones más importantes de cualquier persona a lo largo de su vida. Además, este tipo de operaciones abarcan hipotecas, contratos y otros instrumentos financieros que no resultan familiares para la gran mayoría de los ciudadanos. Esta profesionalización fue de particular importancia durante el auge económico de las décadas de 1980 y 1990, cuando el mercado inmobiliario en España vivió una expansión notable, pero sus orígenes a nivel institucional datan de principios del siglo XX con el nombre de Corredores de Fincas.

En el ámbito legislativo, el cambio más significativo para el colectivo fue la liberalización de la profesión en el año 2000, ya que supuso la instauración de la colegiación voluntaria. Este hecho abocó a una situación anómala que contribuyó, al contrario de lo que se pretendía, a una alteración del normal funcionamiento del mercado inmobiliario, que inmerso en plena burbuja derivó en un deterioro reputacional de la profesión.

Respecto a los AdF, ya en el siglo XIX se encuentran antecedentes de la profesión, ya que los profesionales dedicados a la labor que conocemos hoy en día actuaban con el nombre de procuradores y su principal actividad era la de vigilar y realizar las gestiones necesarias para el cuidado y mantenimiento de las fincas, formalizando además los contratos de alquiler y gestionando el cobro de las rentas.

La figura del AdF nace en Barcelona en 1936, con la aprobación de los Estatutos de la Asociación de Administradores de Fincas de Barcelona. El funcionamiento de esta Asociación se vio interrumpido por la Guerra Civil y durante la posguerra los AdF se vuelven a agrupar en pequeñas asociaciones locales con el objetivo de defender los intereses de sus asociados. Posteriormente, en abril de 1968, se funda ya como una Corporación de carácter profesional el Colegio Nacional Sindical de Administradores de Fincas de España, que dispondrá de plena capacidad jurídica para el cumplimiento de sus objetivos y el ejercicio de sus facultades, disfrutando, a los efectos civiles y administrativos, del rango y privilegio de las Corporaciones de Derecho Público.

Hoy en día ambas profesiones convergen en muchos servicios, y para el público en general no es fácil distinguir las funciones independientes de unos y otros ya que existen muchas empresas y profesionales autónomos que realizan,

bajo el amparo y el cumplimiento de las obligaciones específicas de cada profesión, tareas y servicios cruzados.

Pero tal y como comentaba en la introducción del presente capítulo, el interés no es tanto la separación correcta de las funciones de ambas profesiones sino establecer los retos a futuro que deben afrontar para asegurar la viabilidad de sus respectivos negocios. Las empresas y profesionales de ambas profesiones comparten similitudes en cuanto a tamaño y tipo de negocio que deben ser revisados ante un entorno en plena transformación.

Pero a diferencia de las empresas de *servicing* y BPO, tratar los cambios que deben experimentar los profesionales del mundo de los API y AdF tiene una complicación adicional, tanto por el punto de partida inicial como por tratarse de un negocio altamente sensible a variables externas. Obviamente todos los sectores están condicionados por elementos externos que escapan al control ya no de la propia empresa, sino también del propio sector, pero debido al tamaño y naturaleza de este tipo de empresas y el estar más afectos a una normativa legislativa muy cambiante, la planificación prospectiva es más compleja a la hora de establecer estrategia de cambio y reestructuración.

3.1. Retos a futuro en la profesión de Agentes de la Propiedad Inmobiliaria y Administradores de Fincas

- 1) Se trata mayoritariamente de empresas pequeñas, de ámbito local y muy enraizadas a su territorio de actuación. Uno de los problemas de la falta de competitividad de muchas empresas en entornos de incertidumbre es el tamaño, que tiene una gran afectación en la rentabilidad, en la capacidad para innovar y disponer de protagonismo en operaciones corporativas. Ambas profesiones tienen un gran número de empresas y profesionales que forman parte de la categoría de microempresa y en el caso de los API, profesionales independientes que trabajan por su cuenta al amparo o no, de una marca. Esto representa un serio problema de viabilidad futura ya que los procesos de trabajo colaborativo se hacen más complejos, aunque no imposibles.

Es necesario un replanteamiento general que permita la unión de profesionales y empresas para generar una mayor eficiencia en costes, capitalidad territorial y la formulación de modelos de negocio basados en tecnología que solventen la necesidad de presencia física. Esta unión

tiene ciertas complejidades ya que al tratarse de empresas pequeñas existe una notoria falta de experiencia y cultura en operaciones corporativas. Este tipo de operaciones solo pueden venir de una de tres opciones: a) unión de varias empresas y profesionales bajo el amparo de una nueva marca u otra ya existente; b) mediante la venta a grupos industriales más grandes, con capacidad financiera y estructuras ya en funcionamiento; y c) mediante la venta a fondos financieros que disponen de la capacidad financiera pero no la estructura base. En este último caso, se habla de operaciones de *build up* cuando un fondo de inversión pone el capital y varias empresas se unen para establecer un grupo industrial de nueva creación. A diferencia de la opción b, en un *build up* es necesario el liderazgo de una de las empresas y como todo, dispone de una serie de dificultades que la opción b ya tiene solventadas.

Pero sea la opción que se escoja, competir en un mundo global de manera individual solo es posible generando un valor diferencial muy remarcable y que el consumidor lo pueda percibir fácilmente.

En este sentido es importante mencionar que a diferencia del sector de *servicing* y BPO, donde la mayor parte de empresas tienen un tamaño medio/alto, en sectores con un número de empresas pequeñas y profesionales independientes es imprescindible la existencia de instituciones representativas que no solo cumplan con la función de representación institucional del sector, sino que actúen como verdaderas organizaciones de servicios que permitan actuar como central de compras para que puedan proveer a sus miembros de muchos productos y servicios que de manera individual les sería más difícil y caro. En el caso de los API, la Associació d'Agents Immobiliària de Catalunya (AIC) y la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios de España (ANAI) cumplen esta función proveyendo de servicios a sus asociados que de manera independiente les resultaría difícil y en la mayor de las ocasiones, más caro.

- 2) Transformación digital. La gestión tanto de los profesionales API como de AdF ha ido evolucionando de forma drástica en los últimos tiempos. El proceso de transformación digital tardó en llegar a unos modelos de negocio clásicos que funcionaban bien gracias a su penetración en el mercado y en empresas con entornos culturales tradicionales. Pero el Covid tuvo una gran afectación al modo en cómo nos planteamos vivir y esto, añadido a una evolución del mercado de la vivienda que está generando

desajustes y asimetrías sociales ha hecho cobrar mucho protagonismo a las dos profesiones. Los cambios cada vez son más rápidos no solo a nivel tecnológico, sino también a nivel social y de comunicación, y sin la tecnología correcta será difícil aceptar estos cambios y adecuarlos para generar nuevos modelos de negocio.

En este sentido los API han sido pioneros en levantar la mano y empezar a trabajar para establecer unas nuevas bases de colaboración con el mundo *proptech*⁷ al liderar la plataforma mapaproptech.com donde se busca poner en valor y ordenar el universo de empresas de este nuevo sector económico para buscar alianzas y proyectos de colaboración entre este tipo de empresas y empresas más tradicionales. Asimismo, el colectivo API y sus instituciones representativas con mayor número de miembros han sido cofundadores de la Asociación Proptech España para dotar de representación institucional a este colectivo de empresas que trabajan codo a codo con diferentes empresas del sector inmobiliario.

Para las empresas del mundo de los API y los AdF es extremadamente necesario adecuar las nuevas tecnologías no solo a su oferta de servicios sino también y más importante, a un proceso de cambio cultural que les lleve a transformar sus modelos de negocio. Para esto es importante destacar que las nuevas tecnologías que ya existen en el mercado pueden ayudar a este tipo de empresas de tres maneras diferentes; mejorando la toma de decisiones de sus respectivos negocios, mejorando la interacción con los usuarios y consiguiendo más eficiencia en sus operaciones.

- 3) Complejidad normativa. Aunque este tema no depende de las decisiones propias que se tomen en la actividad profesional y empresarial, sí tiene una fuerte repercusión, y más en un sector donde las decisiones políticas siguen criterios ideológicos y son más susceptibles a cambios constantes en función de quién gobierna en un momento determinado. En este sentido es importante que este tipo de empresas y profesionales estructuren organizaciones ágiles y con fuerte capacidad de adaptación, diversificando su cartera de servicios y estableciendo modelos de

⁷ El concepto *proptech* sirve para denominar un nuevo sector de actividad que combina los conceptos “*property*” y “*technology*” y se refiere a empresas que utilizan tecnología para mejorar o reinventar servicios dentro del sector inmobiliario.

negocio que les permita balancear sus fuentes de ingresos en función de cambios repentinos en el mercado.

También es importante que ambas profesiones sigan trabajando a nivel institucional para ser parte de las soluciones a un problema que tanto en España como en otros países está generando problemas estructurales con capacidad de revolucionar la estabilidad económica y social del país. Tanto los profesionales API como AdF tienen en sus manos el mejor termómetro social y conductual del mercado, por lo que es importante que sepan liderar un estado de opinión que aporte soluciones a las instituciones políticas y sean protagonistas de las nuevas regulaciones.

Por último, hay que mencionar la importancia reputacional que supondría la regulación de la profesión inmobiliaria, sobre todo en el caso de los API. Con la liberalización del sector se abrió la puerta a que cualquier persona pudiera dedicarse a la profesión de intermediario inmobiliario al ser una profesión transaccional y no continua en su relación con el cliente. Esto ha traído intrusismo y poca profesionalización en una actividad donde el consumidor final decide una de las operaciones económico-financieras más importantes de su vida.

Esta obligación debe ser igual de exigible a los AdF, donde solo existe el control y supervisión que ejercen los respectivos colegios profesionales. No tiene sentido que en otras profesiones se deba tener una titulación para ejercer la profesión y para asesorar a una familia en una decisión con fuerte repercusión económica se deje vía libre para que lo pueda hacer cualquier persona. Desde el sector se persigue una regulación similar a la vivida en el sector financiero a principios del presente siglo donde hoy en día no se puede ejercer el asesoramiento financiero sin una titulación que requiere de formación continua acreditada y la membresía a una organización regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Si queremos conseguir un nivel de seriedad y profesionalización que haga a España competitiva a ojos de inversión extranjera y genere confianza y seguridad a los consumidores, la vía de actuación debe ser la misma, por lo que hay que apostar por la regulación mediante el registro obligatorio de profesionales inmobiliarios, algo que pasa en solo tres comunidades autónomas, y la membresía del profesional o empresa a una asociación que esté supervisada por el Ministerio correspondiente con atribuciones en materia de vivienda.

- 4) Modelos de negocio centrados en el producto. El cambio de modelo de negocio se fundamenta por pasar de ser empresas *product centric* a *customer centric*. En la actualidad los modelos de negocio de la gran mayoría empresas y profesionales del sector ponen en el centro el producto, y a partir de aquí establecen la línea de servicios alrededor de él. El gran cambio pasa por generar modelos de negocio donde el centro lo ocupe el cliente, y en base a las necesidades posibles que pueda tener alrededor de la vivienda establecer la oferta de productos y servicios.

La clave del futuro de ambas profesiones pasa por ser asesores globales de vivienda alargando el ciclo de vida de servicio al cliente más allá de centrarse en momentos concretos. Estos cambios requieren de formación, capacidad de acompañamiento y asesoramiento en el proceso, capacidad de negociación, atracción de talento y transparencia. Pero para conseguir estos objetivos hay que hacer un fuerte trabajo de reposicionamiento de marca y empezar a cambiar ciertas nomenclaturas, como dejar de hablar de comisiones y hablar de honorarios cuando el servicio vaya más allá de una actividad concreta. En este sentido, la integración de tecnologías basadas en Inteligencia Artificial es sumamente importante para tener una mayor información de los clientes, tener mayor capacidad predictiva de necesidades potenciales y establecer una cartera de productos y servicios más adecuados a estas necesidades.

- 5) Desequilibrio de género. El sector inmobiliario sigue siendo un sector eminentemente dominado por el género masculino, y aunque cada vez más las mujeres están entrando en el sector dentro de otros ámbitos de actividad, en el caso de las profesiones de API y AdF hay un fuerte recorrido paritario potencial por hacer. En este sentido, no se trata de la paridad por la paridad, sino la necesidad de unos cambios que afectan a los modelos de negocio y cuyo objetivo es conseguir empresas y capacitaciones profesionales donde la mujer tiene la posibilidad de aportar un mayor valor añadido en adaptación a los nuevos tiempos y los cambios de la sociedad.
- 6) Envejecimiento y relevo generacional. De igual manera que en materia de atracción y retención de talento es necesario políticas que hagan atractivo la entrada de más mujeres en estas profesiones, hay que hacer una reflexión sobre el relevo generacional y su aproximación al colectivo más joven. Para ello es fundamental acercar los cambios orientados a modelos

de negocio digitales, donde la tecnología no solo genere un mayor atractivo de la profesión sino también una mejor aportación al equilibrio entre la vida profesional y la personal, y se ponga en valor la aportación de esta profesión en la mejora de la vida de las personas. También es importante mejorar la difusión de ambas profesiones teniendo más relación con institutos y colegios, ligando esta actividad a la difusión para un mayor nivel de cultura financiera.

- 7) La sostenibilidad como elemento troncal. Aunque la sostenibilidad se sigue percibiendo en muchos sectores como un elemento externo añadido dentro del día a día de la empresa, la realidad es que diversos factores nos tienen que llevar a pensar que va a formar parte de la columna vertebral de la estrategia de cualquier organización y, por lo tanto, formar parte de su cultura corporativa.

Hablar de sostenibilidad va más allá de la concienciación con el medio ambiente y establecer políticas que cumplan por encima los criterios de ESG⁸.

Dentro del sector inmobiliario la sostenibilidad llega mediante la concienciación ciudadana, la aplicación de los fondos Next Generation y la aplicación de normativas cada vez más exigentes en cuanto a las certificaciones energéticas de los inmuebles. Esto implicará nuevas leyes que medirán el impacto ambiental en la economía ya que la taxonomía europea es un parte del desarrollo reglamentario de la Comisión Europea que pretende vincular a los diferentes sectores en la consecución de los Objetivos de Descarbonización de la Economía europea y el cumplimiento de los ODS⁹ de las Naciones Unidas.

Desde el año 2023 las empresas de más de 250 trabajadores con más de 40 millones de euros de facturación y más de 20 de euros de activos, deberán presentar una memoria no financiera donde deben incluir qué porcentaje de la facturación de la empresa se realiza en actividades económicas

⁸ Acrónimo en inglés que hace referencia a los criterios ESG sobre factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (*environmental, social and governance*) que se tienen en cuenta a la hora de invertir en una empresa. Aunque su origen no es nuevo y se remonta a varias décadas atrás, en los últimos años se han convertido en la referencia a la hora de hablar de la inversión socialmente responsable (ISR).

⁹ Objetivos de Desarrollo Sostenible.

que se consideren medioambientalmente sostenibles, incluyendo los inmuebles. Pero la aplicación de normativas no solo impactará a grandes empresas, ya que la financiación de inmuebles se va a ver afectada en sus condiciones y autorización en función de su nivel de eficiencia energética, y en el caso de las tasaciones, se tendrán en cuenta no solo criterios del propio inmueble sino también criterios de sostenibilidad y medioambiente. Ambos factores influyen en la comercialización y gestión de las viviendas, y por tanto afectación directa al trabajo de API y AdF.

En definitiva, tanto empresas de *servicing*, BPO, agentes de la propiedad inmobiliaria y administradores de fincas tienen un serio reto en el medio plazo que pasa por una transformación global de sus estructuras organizativas que generen nuevos cambios de modelo de negocio para que sean más adecuados a los cambios que la sociedad está provocando en el sector inmobiliario.

Capítulo 16

¿HACER VIABLE UN PROYECTO DE VIVIENDA ASEQUIBLE?

Francisco Javier Pérez Medina
Consejero delegado de Culmia

Celso Gómez Labrador
Director de Estrategia de Culmia

Carlos Paredes Obispo
Responsable de Proyectos Estratégicos de Culmia

Resumen

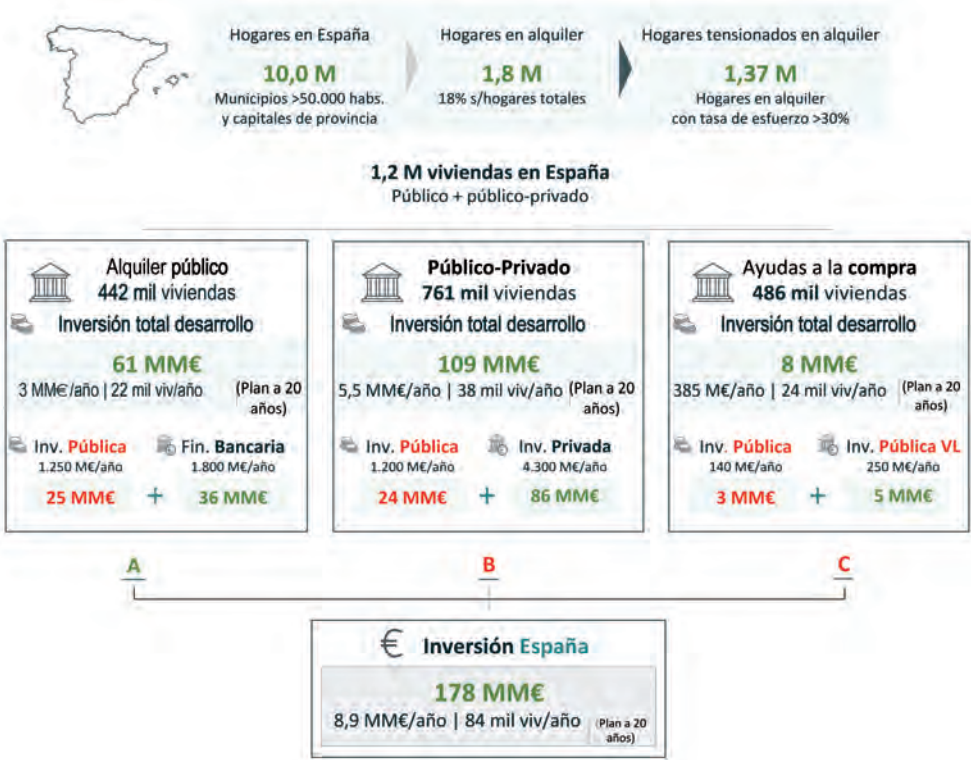
En este capítulo se presenta la visión de tres profesionales del mercado de la vivienda. En él se destaca la necesidad de construir vivienda asequible en España y la importancia de la viabilidad del proyecto para atraer capital institucional, que en general, se encuentra fuera del país. Se estima que se necesitan 761.000 viviendas asequibles en los próximos 20 años. Para atraer inversión, es crucial analizar y mejorar la rentabilidad de estos proyectos, asegurando al mismo tiempo la accesibilidad a la vivienda. La rentabilidad objetivo se sitúa entre el 7% y el 9% de TIR anual. Factores clave para el éxito de estos planes incluyen la ubicación, la renta del proyecto, la configuración de lotes, los parámetros técnicos, la financiación y la fiscalidad. Los autores proponen escalar la colaboración público-privada a nivel de barrio para incrementar notoriamente la oferta de vivienda. Las administraciones deben aumentar la inversión en vivienda pública para solucionar el problema de accesibilidad. En resumen, se subraya que la viabilidad de los proyectos es esencial para atraer el capital extranjero necesario para desarrollar la vivienda asequible en España.

1. LA NECESIDAD DE ATRAER CAPITAL A ESPAÑA PARA CONSTRUIR VIVIENDA ASEQUIBLE

España necesitaría construir alrededor de 761.000 viviendas asequibles en los próximos 20 años para destensar el mercado de alquiler, y ofrecer una solución residencial a esas tantas familias que están hoy sufriendo tasas de esfuerzo por encima del 35%, que los organismos internacionales consideran saludable.

Existen ya experiencias de planes de vivienda asequible que están funcionando con éxito, y que están marcando el camino de lo que la vivienda asequible puede y debe ser en España. Un ejemplo es el Plan Vive I de la Comunidad de Madrid, donde Culmia ha construido 1.763 viviendas que ya están siendo alquiladas. En sus 12 promociones, ubicadas en Alcorcón, Getafe, Alcalá de Henares,

Figura 1. Necesidad de inversión en vivienda asequible, pública y ayudas a la compra para, mediante un plan a 20 años, terminar con el tensionamiento del mercado de alquiler.



Fuente: datos de hogares de la Encuesta de Características Esenciales de la Población y Viviendas (ECEPOV) de INE, 2022, y datos de mercado de Idealista datados a fecha junio de 2024.

S. Sebastián de los Reyes y Tres Cantos, 1.600 familias están pudiendo vivir en hogares de uno y dos dormitorios, abonando rentas de entre 580 y 900 euros al mes, es decir, entre un 20% y un 40% por debajo del mercado libre.

Para edificar estas 761.000 viviendas asequibles necesarias, habría que invertir 109 mil millones de euros, de los que el sector privado tendría que aportar 86 mil millones si se ejecutaran en colaboración público-privada.

Este capital no se encuentra hoy en España. Hay que atraerlo del extranjero, compitiendo en el mercado global contra otros proyectos con el mismo riesgo, y en muchas ocasiones, mayor retorno.

Por ello, es necesario un análisis de la rentabilidad que ofrecen hoy estos proyectos, y cómo mejorarla, manteniendo la accesibilidad a la vivienda, pero permitiendo que la asunción de riesgo por el inversor privado reciba una ajustada recompensa, en línea con lo ofrecido en similares planes en países de nuestro entorno.

2. RENTABILIDAD OBJETIVO DE UN PROYECTO DE VIVIENDA ASEQUIBLE

Los proyectos de vivienda asequible en alquiler se conciben como proyectos de inversión con rentabilidades moderadas a largo plazo, en el entorno de entre un 7% y un 9% de TIR anual dependiendo del perfil del inversor y su estrategia de permanencia.

Dada la escasez de suelo para construir en España, así como las elevadas tasas de esfuerzo de las familias tanto para acceder a una vivienda en alquiler como de venta, se entiende que la demanda potencial para estos proyectos es muy alta. Prueba de ello es el éxito ya comentado que estamos viviendo en la comercialización de las viviendas del Plan Vive de Madrid. Este efecto de la demanda implica poder asumir a largo plazo tasas de ocupación cercanas al 100% y niveles de rotación limitados, lo que permiten compensar las ajustadas rentas.

Dicha rentabilidad se limita debido a contar con un precio de alquiler que se ubica al menos en un 20% por debajo de la renta media del mercado para poder ser un alquiler asequible. De modo que, como nos encontramos ante una situación en la que los costes de construcción de vivienda nueva han crecido significativamente desde los último 3 años, el balance entre la renta y el total de la inversión, entendido comúnmente a través del parámetro de la *Yield on Costs* (Renta neta / Total inversión), está muy acotado.

Debido a todo esto, para poder llegar a esa rentabilidad objetivo de entre 7% y 9% de TIR anual, la *Yield on Costs* de los proyectos no debería ser hoy día inferior a un 5,5%-6%.

Esta *Yield on Cost* vendrá determinada tanto por la renta neta a percibir por el inversor, como por el total de la inversión a realizar en la construcción del proyecto, de tal manera que:

- Renta neta (renta bruta – gastos de explotación): la renta bruta del proyecto siempre se deberá situar en el entorno de un 20% por debajo de la renta del mercado, tanto si es para un proyecto en concesión o derecho de superficie como si no lo es, de lo contrario, no sería un proyecto de vivienda asequible. Este uno de los principales parámetros que se explicita en los pliegos de las licitaciones. Sobre dicha renta bruta, se tomarán una serie de hipótesis de ocupación, rotación, gastos de mantenimiento, gastos de gestión, *capex*, impuestos, ...que definen la cuenta de explotación del proyecto, y que una vez descontados de la renta bruta, nos lleva a la renta neta o *NOI (Net Operating Income)*. En función de la renta bruta del proyecto y/o de las características de los pliegos de condiciones de los planes, la renta neta puede oscilar entre un 80% y un 70% de la renta bruta.

El hecho diferencial en las asunciones de explotación de un edificio en alquiler asequible con respecto a uno de mercado es poder considerar ocupación casi total y rotación mínima gracias a la ventaja que supone ser adjudicatario de una de estas viviendas, con un alquiler por debajo de mercado, estabilidad durante los 7 años de contrato, y calidad de la oferta.

- Total de la inversión (costes de construcción + costes asociados + costes de gestión): los costes de construcción ("*Hard costs*") vendrán determinados por los parámetros técnicos del producto, las exigencias de la normativa y del pliego, y en general, no deberían superar 100.000 euros por vivienda si queremos conseguir un proyecto eficiente y rentable. Sobre dichos costes, contamos con otros gastos asociados entre un 15% y un 20% ("*Soft Costs*") así como costes de gestión, los cuales sitúan el precio total de la vivienda en el entorno de 120.000-125.000 euros. A esto hay que sumar entre 15.000 y 20.000 euros de impuestos a la construcción, situando el coste total en el entorno de los 140.000 euros por vivienda.

Cabe destacar, que en proyectos con rentas por debajo de 8 euros/m² útil, no conseguiríamos llegar al objetivo de la rentabilidad, pues

nos encontraríamos en umbrales por debajo de 5,5% de *Yield on Costs*. Por tanto, en la medida que puedan existir ayudas a la construcción por parte de las Administraciones, podremos desarrollar proyectos con rentas objetivo por debajo de 8 euros/m² útil, siempre y cuando podamos encontrar esa *Yield on Costs* por encima del 5,5%.

A su vez, para llegar a las rentabilidades comentadas, hay dos factores que también son determinantes para viabilizar estos proyectos, que son la financiación y la fiscalidad. La subida de los tipos de interés tiene un impacto negativo muy significativo en los proyectos inmobiliarios sustentados en la actividad de alquiler, drenando sus flujos de caja y, por tanto, penalizando su rentabilidad.

La construcción de vivienda asequible sobre suelo público es, a priori, considerada una inversión de poco capital, *capital light*, puesto que no hay que desembolsar el coste del suelo el día uno. Sin embargo, precisamente por esto, los bancos financian de manera distinta estos proyectos. Introducen el concepto del *equity first*, que obliga al adjudicatario a invertir entre un 10% y un 35% del importe total de los gastos financiados previamente a recibir ninguna disposición del préstamo promotor. Esto, junto a la inversión en gastos no financiados hace que las necesidades de capital de estos proyectos sean muy altas, limitando el número de operadores con capacidad para soportarlas. Por tanto, debido al componente social implícito de estos planes, se debería apostar por parte de las entidades financieras, tanto la banca comercial como la banca pública, por disponer de financiación o bien con tipos más bajos o bien subsidiados, así como con plazos de amortización muy largos para favorecer la sostenibilidad económica de los proyectos.

De la misma manera, la fiscalidad que aplica para proyectos de alquiler varía significativamente en el caso de llevar a cabo la explotación de la actividad bajo un régimen de Socimi, un régimen de EDAV o una sociedad patrimonial.

En cualquier caso, hay que mencionar que estos planes soportan una fiscalidad intensa y mayor que el de la promoción privada tanto para venta como para alquiler. Esto es debido a que si la sociedad adjudicataria de un plan pretende construir y alquilar con la misma figura jurídica, deberá soportar los siguientes impuestos: AJD de la inscripción de la adjudicación del plan o TPO de la adjudicación de la concesión, IVA al 21% del canon si existe, IVA al 10% de la construcción, IVA al 21% de los gastos asociados a la construcción, ICIO, Tasas urbanísticas, Tasa de calificación de VPP si es vivienda protegida, IAE, IVA al 21% de los servicios de mantenimiento durante la explotación, IVA al 21% de

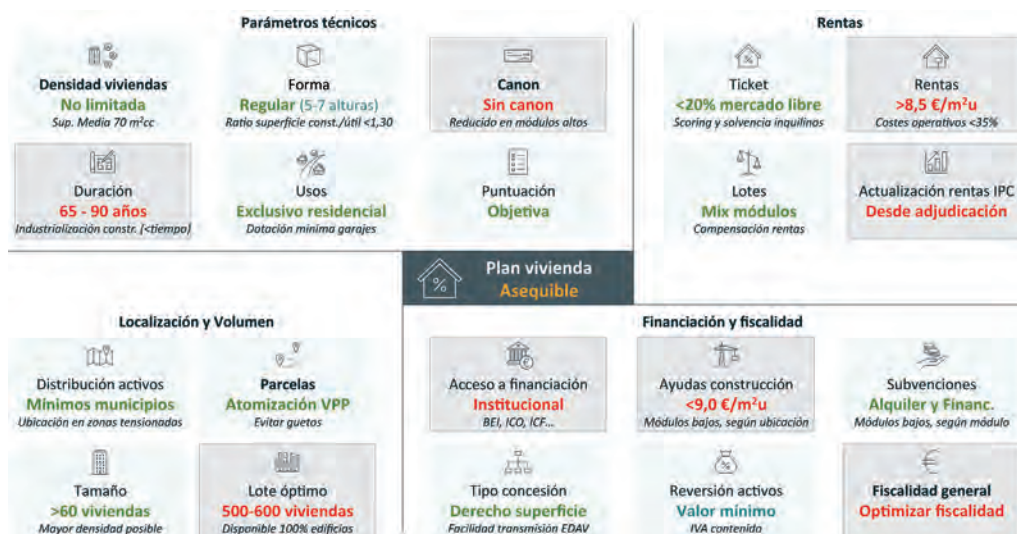
las obras de rehabilitación que ejecute, Impuesto de Sociedades de los beneficios anuales, y finalmente IVA al 21% de la reversión del inmueble si es derecho de superficie. En línea con el espíritu de desarrollar proyectos con un alto componente social, se deberían buscar mecanismos o estructuras para reducir el impacto fiscal de estos proyectos, tanto a nivel de impuesto de sociedades como a nivel de tributos locales o regionales.

“La rentabilidad buscada para el desarrollo de estos planes se sitúa en horquillas entre el 7% y el 9% de TIR anual en función de la tipología de inversor que participe en los mismos”

3. FUNDAMENTOS PARA EL DESARROLLO DE UN PLAN DE VIVIENDA ASEQUIBLE ÓPTIMO

Un proyecto de vivienda asequible en alquiler que sea exitoso debe contar con una serie de componentes fundamentales que conforman la base de su rentabilidad final. Es por ello, que consideramos que la viabilidad de esta gira en torno a cuatro ejes: la asequibilidad de la renta, la ubicación y volumen, los parámetros técnicos y la financiación y condiciones fiscales.

Figura 2. Fundamentales para un plan óptimo.



3.1. Localización y demanda potencial

El primer punto crítico a la hora de analizar un Plan es la localización de las parcelas donde se va a desarrollar. Deben ubicarse en ámbitos, sectores, barrios o ciudades en los que exista una demanda de alquiler sólida. Para ello son óptimas las grandes ciudades, en las que existe más tensión en los alquileres, donde precisamente se focaliza el problema.

Es importante que los suelos estén cerca de grandes medios de transporte público, que aseguren conectividad con sus áreas metropolitanas, aumentando la demanda potencial desde el municipio a toda el área metropolitana.

A nivel de viabilidad financiera, una alta demanda es una condición indispensable para proporcionar niveles de ocupación próximos al 100% a lo largo de toda la vida del plan.

3.2. Renta del proyecto y su relación con la renta de mercado. ¿Se trata de una renta asequible?

Para poder considerar un proyecto como asequible, el *ticket* total del alquiler mensual debe estar al menos un 20% por debajo de la renta media de mercado libre de su zona. Esto es, junto con la condición de una potencial demanda fuerte, el otro parámetro indispensable para asegurar que se pueda plantear una ocupación cercana al 100% en el largo plazo.

Por lo tanto, no siempre funciona que las administraciones lancen pliegos en los que el módulo de renta máximo sea alto, suficiente para viabilizar la inversión, sino que estos módulos altos sólo serán válidos en localizaciones donde el mercado libre está muy tensionado, es decir, las grandes áreas urbanas. En el resto, deberán plantearse módulos que generen alquileres al menos un 20% por debajo del mercado, y después ver cómo viabilizar el Plan desde otros ángulos como el de la inversión, la financiación, el producto o la fiscalidad.

A la vez que el módulo máximo, los costes de explotación de la actividad de arrendamiento (desde el mantenimiento preventivo y correctivo hasta los impuestos) son el otro elemento que condiciona las rentas, puesto que normalmente los pliegos, como la LAU, permiten repercutirlos, al menos en parte, a los inquilinos. Estos gastos no deben superar el 30% a 35% de las rentas aplicables, y en pliego se debe tender a permitir repercutirlos según LAU, sin limitaciones. De esta forma, los ingresos netos se acercarán al 80% de los brutos. Para ello,

el producto debe tender a ser eficiente, no sólo en su construcción, sino en su mantenimiento futuro.

3.3. Configuración de lotes y volumen

En este tipo de proyectos, entendemos que el tamaño óptimo se sitúa a partir de 500 viviendas por lote, concentrando los activos en el mínimo posible de municipios y siempre evitando la creación de barrios exclusivos de vivienda protegida para no generar guetos. A su vez, es importante poder disponer del 100% del edificio y que los mismos cuenten, idealmente, con un mínimo de 100-150 viviendas.

En el caso de que una Administración lanzara un concurso de vivienda asequible con lotes indivisibles con diferentes parcelas y diferentes rentas, el mismo puede ser viable siempre y cuando los proyectos con rentas altas (> 10 euros/m² útil) lleguen a compensar los de rentas más bajas (7 euros/m² útil). De esta manera, se puede llevar a cabo planes que abarquen más público objetivo con diferentes necesidades.

3.4. Tipo de cesión de propiedad, índice de actualización de rentas, canon, plazo del Plan y transmisibilidad

Las administraciones están lanzando concesiones y derechos de superficie, en función del tipo de suelo que esté cediéndose. Para los suelos de dominio público es imperativo plantear concesiones. Esto ocurre por ejemplo en suelos calificados como equipamiento. Para suelos pertenecientes a los bienes patrimoniales de las administraciones, se puede plantear derechos de superficie. Desde el punto de vista de la viabilidad del plan, este segundo esquema funciona mejor, dado que esta figura permite al adjudicatario tener la propiedad temporal, facilita la transmisión, la financiación, permite una optimización fiscal mayor, la subdivisión del derecho de superficie, y se puede alargar hasta los 90 años.

Este punto del plazo es también muy importante. Para poder rentabilizar la altísima inversión inicial, se necesita publicar planes de al menos 65 años, siendo lo óptimo alrededor de los 75 años. Planes más cortos no funcionan para todos los tipos de inversores, por lo que para aumentar la liquidez del plan conviene proponer 65-75 años.

Respecto al precio que las administraciones están cobrando, el canon, sólo aquellos planes que presentan un módulo muy alto son capaces de absorberlo,

pero incluso en estos, es a costa de perder varios puntos de rentabilidad y debido a ello, se puede ofrecer menos descuento durante la licitación en las rentas a pagar por los inquilinos.

En proyectos a largo plazo como estos, es vital el índice al que está ligada la actualización de las rentas de alquiler. El IPC es el único índice que asegura el mantenimiento del valor de los edificios. Cualquier otro índice, como el nuevo que plantea la Ley de Vivienda, implica un riesgo regulatorio operacional que ahuyenta a los inversores, y hace menos atractivo el Plan. Este riesgo se materializa desde el 1 de enero de 2025 en todos los planes basados en vivienda libre, puesto que la LAU, en su disposición adicional primera, permite a las Autonomías legislar el índice a aplicar en cuanto a las viviendas protegidas, y hasta ahora están actualizando principalmente conforme a IPC.

Por último, dado que la vida de estos planes es larga, deben ser fácilmente transmisibles, permitiendo la venta del Plan en cualquier momento con las menores restricciones posibles. Esto aumentará su liquidez, y por tanto facilitará la entrada de inversores.

3.5. Parámetros técnicos de los proyectos

El desarrollo de un producto eficiente es fundamental para poder optimizar la operativa futura del edificio y los costes de construcción. En este sentido consideramos que el tamaño medio de vivienda no debe superar los 70 m² de superficie construida y que idealmente, para poder alcanzar este tamaño medio, no exista límite de densidad de viviendas en las parcelas. Si el tamaño medio se acerca, como ocurre en muchos planes parciales, a los 100 m²/unidad, el resultado serían viviendas mucho más grandes de lo que la demanda potencial de estos planes puede pagar, dejando fuera de ellos a familias monoparentales, ancianos, jóvenes, etc., que no pueden permitirse tanto espacio, y que tampoco lo necesitan. Dichas parcelas deben ser finalistas (sin cargas de urbanización) preferiblemente que sean protegidas, o bien de equipamientos, pero donde se puedan calificar las viviendas como protegidas. Esto permite que el régimen jurídico del plan sea más robusto, y en la mayoría de las autonomías se autoriza la actualización de rentas a IPC.

También, si queremos optar por desarrollar un parque de vivienda asequible en alquiler sostenible a largo plazo, debemos pensar en la industrialización y para ello, se deben dar condiciones de forma, fondo, longitud y gálibo en las

parcelas para poder conseguirlo. Además de para esto, el coeficiente de forma del edificio es muy importante, buscando inmuebles de entre 6-8 plantas de forma rectangular, puesto que permiten una eficiencia en proyecto y obra mayor.

Ayudará a la rentabilidad no contar con edificabilidad comercial (que sea toda residencial) y tener una dotación mínima de plazas de garaje, incluso, según el módulo de renta asociado al plan, especialmente en planes con rentas por debajo de 8,5 euros/m² útil, la no necesidad de hacer bajo rasante para plazas de garaje y trasteros. Con relación al *mix* de producto, un factor de gran impacto será el desarrollo de viviendas de 1 y 2 dormitorios principalmente, evitando estudios y minimizando las viviendas de 3 dormitorios. Para ello es fundamental el tema comentado de limitar lo mínimo posible la densidad máxima de viviendas.

3.6. Financiación y subvenciones

Un pilar clave es poder contar con financiación atractiva por parte de los bancos comerciales tanto para la construcción de los edificios como para su explotación.

En este sentido, a nivel general, un promotor necesitará en los entornos de 70% de *Loan to Cost*, suprimiendo la condición de proyectos con alto impacto en capital (y el consiguiente coste de capital para las entidades financieras) y ampliando en el modelo de riesgos la capacidad de repago hasta un plazo acompasado con el del plan. Se necesitará financiar el IVA de la construcción (si aplica) así como los acopios en el caso de vivienda industrializada. Estos son dos costes muy importantes, que, a día de hoy, sólo se pueden sufragar mediante capital propio. A su vez, los tipos de interés no deberían situarse por encima de 150 bps, a través de incentivos en el coste de capital para estos productos (incluyendo avales del ICO).

Sin embargo, las condiciones de financiación una vez iniciada la actividad de alquiler, debería situarse en niveles de 60% de *Loan to Value*, idealmente con 3 años de carencia durante la obra, y una amortización mínima (1%) hasta el vencimiento del préstamo, con un tipo de interés de máximo 100 bps. Así mismo, la cobertura durante esta fase debería ser voluntaria e idealmente, evitar avales de accionistas para el *equity first*.

Otro aspecto muy relevante de cara a la optimización de la rentabilidad es la existencia de ayudas a la construcción. Hasta hoy se han articulado solamente a través de los Fondos *Next Generation*. En el caso de estos fondos, permiten subvencionar hasta un máximo de 50.000 euros por vivienda de costes

de construcción, y, por tanto, este efecto ayuda a optimizar el *capital* a disponer por parte del promotor y a reducir la deuda para el proyecto y, por tanto, sus costes financieros.

Sin embargo, llevan aparejado que sólo se puedan actualizar las rentas desde la firma del primer contrato de alquiler, no pudiendo compensar con incremento de rentas el incremento de costes por inflación durante la construcción. Este efecto, es en algunos planes tan negativo que casi neutraliza la mejora producida por la ayuda.

Por otro lado, no se está planteando desde las Administraciones aún planes con ayudas a la construcción procedentes de otro tipo de subvenciones, siendo ya imposible que se publiquen más planes con Next Generation porque ya no entrarían en plazo para ser finalizados antes de junio de 2026 como marca la normativa asociada a ellos.

Por lo tanto, sería interesante que comiencen a explorarse planes con otro tipo de ayudas a la construcción, porque allí donde los módulos no pueden subir por mercado por encima de los 9 euros/m² útil, la viabilidad de los planes sin ayudas se ve muy comprometida.

3.7. Fiscalidad

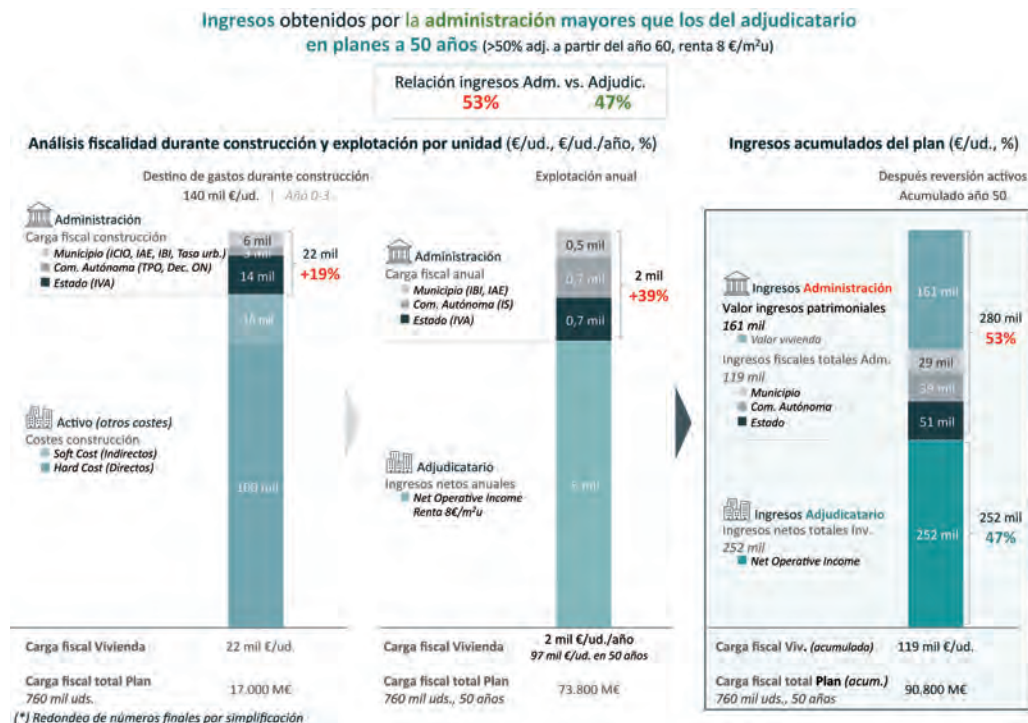
Por último, el otro gran parámetro que impacta directamente en la viabilidad de los planes asequibles es la fiscalidad.

Estos planes, como ya se ha mencionado, están gravados con todos los impuestos que cargan sobre el sector de la producción y explotación inmobiliaria: AJD, IVA, ICIO, tasas municipales, IBI, IAE, IS, plusvalías, etc.

Sin embargo, por la propia idiosincrasia del objetivo de los planes, en los que un adjudicatario se compromete a construir y alquilar el activo, estas sociedades se ven penalizadas con respecto a la promoción para venta o la promoción libre para alquiler.

En tanto en cuanto que estos planes responden a un objetivo social, se debería tratar de bonificar por parte de todas las administraciones una parte importante de la carga impositiva, puesto que eso se traduciría inmediatamente en que con menores rentas de alquiler muchos más proyectos podrían resultar viables y rentables. Es decir, aumentando la asequibilidad, se aumenta también la viabilidad.

Figura 3. Fiscalidad sobre una vivienda asequible para un plan de módulo 8euros/m² útil y duración 65 años.



Adicionalmente, en caso del impulso de proyectos en formato de colaboración público-privada, consideramos que hay una serie de puntos adicionales que se deberían tener en cuenta para mejorar la viabilidad de estos planes, como por ejemplo la gestión privada de los inquilinos, la ausencia de valor de reversión en caso de derechos de superficie, la posibilidad de repercutir los gastos de mantenimiento según LAU, acotar las peticiones de servicios complementarios como piscinas, la bonificación de superficies comunitarias, etc.

4. ESCALAR LA COLABORACIÓN PÚBLICO-PRIVADA AL NIVEL DE BARRIO DE TITULARIDAD PÚBLICA

La escala que plantean la mayoría de los planes es demasiado pequeña con respecto al reto que tenemos, porque desde las administraciones se está haciendo, de momento, desde la parcela, planteando intervenciones en solares sueltos, o como máximo ubicadas dentro de un mismo sector.

Existe la posibilidad de, en grandes parcelas públicas, generar ecobarrios articulados mediante derechos de superficie, que amplíen la escala de la generación de vivienda asequible desde la parcela al barrio, pero siempre manteniendo la propiedad pública del suelo.

Estos ecobarrios funcionarían mediante derechos de superficie cuyos adjudicatarios se encargarían de urbanizar el sector, y luego generar vivienda tanto en alquiler asequible, como en propiedad temporal. Esta propiedad temporal se articularía subdividiendo el derecho de superficie una vez terminado el edificio, vendiéndose cada vivienda a familias que pagarían un 30% menos sobre el precio de mercado libre, obteniendo una solución residencial para 2 o 3 generaciones al adquirir la propiedad temporal, que tras el fin del plazo revertiría en la administración. De esta manera, mezclando en el mismo ecobarrio alquiler y propiedad asequibles, se evita el efecto gueto y se amplía la capacidad de las administraciones de generar a coste mínimo grandes bolsas de vivienda pública.

A modo de conclusión, sólo en las grandes áreas urbanas van a poder crearse planes de vivienda asequible que sean lo suficientemente rentables como para competir en el mercado global por la atracción del capital necesario. En el resto de localizaciones, son las administraciones quienes deben coinvertir junto al sector privado en la creación de ese parque público que se necesita.

Se indica constantemente desde la política y la sociedad civil, que uno de los grandes problemas de España es la accesibilidad a la vivienda. Sin embargo, hasta ahora, esto no se está traduciendo en un gran incremento de inversión presupuestaria. Las administraciones deben asumir su responsabilidad y aumentar considerablemente la inversión en generación de vivienda pública tanto en alquiler como propiedad temporal.

“El éxito de un plan de vivienda asequible en alquiler, en formato de colaboración público-privada, se fundamenta en generar proyectos capaces de atraer inversión a rentabilidades moderadas donde se encuentre un equilibrio entre la asequibilidad del alquiler y la eficiencia de los costes del proyecto. Hay que trabajar mucho, bien, juntos y pronto”

Figura 4. Parámetros estudiados, y orden de estudio, a la hora de analizar la viabilidad de un Plan de Vivienda Asequible.

	Plan Vive I	Madrid Ayuntamiento I	Valencia Comunidad I (2022)	Málaga Universidad	Esplugues Llobregat (Montesa)	Madrid Ayuntamiento III	Proyecto Viena
	<i>CAM</i>	<i>Ayto. Madrid</i>	<i>EYHA (Gen. Val.)</i>	<i>Ayto. Málaga</i>	<i>Incasol (GenCat)</i>	<i>EMVS (Ayto. Madrid)</i>	<i>Sureb</i>
Localización.	Área metropolitana Madrid	Madrid ciudad	Lotes mezclando ciudades y pueblos	Málaga ciudad	Área metropolitana Barcelona	Madrid ciudad	Lotes mezclando ciudades y pueblos
Demanda potencial	9,5 euro/m ² u	14 euro/m ² u	7,5 euro/m ² u	6,2 euro/m ² u	10,01 euro/m ² u	11,23 euro/m ² u	6,80-9,4 euro/m ² u
Módulo máximo	> 20%	> 20%	Gap variable según localidad (*)	> 20%	> 20%	> 20%	Gap variable según localidad (**)
Gap con mercado libre							
Tipo de propiedad	Concesión	Derecho Superficie	Derecho Superficie	Derecho Superficie	Derecho Superficie	Derecho Superficie	Derecho Superficie
Configuración de los lotes	Varios lotes de más de 1.000 uds./lote	Varios lotes de c. 400 viviendas	3 lotes. c. 300-400 viv./lote	Un lote c. 500 viviendas	Un lote c. 400 viviendas	7 lotes c. 200 viv./lote	7 lotes 350-700 viviendas
Unidades	1.763 Culmia	430 + 437 Lotes Culmia	556	534	402	1.687 en 7 lotes	3.700 en 7 lotes
Índice actualización	IPC	IPC + Nuevo Índice	IGC	IPC	IPC	IPC	IPC + Nuevo Índice
Repercusión de gastos	<18%	Solo IBI	<20%	Según LAU	Según LAU	<18%	<10%
Plazo	50 años	45 años	75 años	75 años	75 años	65 años	80 años
Transmisibilidad	Sí. Ok automático si cumple solvencia	Sí. Ok automático si cumple solvencia	Sí. Aprobación necesaria	Sí. Ok automático si cumple solvencia	Sí. Ok automático si cumple solvencia	Sí. Ok automático si cumple solvencia	Sí. Ok automático si cumple solvencia
Canon	No	Sí, al inicio, y alto 300-400 euro/m ²	Sí, anual, pequeño	No	Sí, anual, tras año 30 al 8%	Sí, al inicio, 50-100 euro/m ²	No
Ayudas construcción	No	No	700 euro/m ² u	700 euro/m ² u	No	No	No
Coste construcción/vivienda neteada	130.000	135.000	87.000	90.000	137.000	142.000	139.500
ayudas							
Yield on costs c/ ayudas (%)	4,89%	5,75%	4,85%	6,10%	5,35%	5,75%	4,64%

(*) En *Valencia Comunidad I* se mezclaban en cada lote localizaciones viables, como Valencia ciudad, con municipios menores, en una proporción mucho mayor de estos últimos, en los que no hay diferencia con mercado libre. Esto inviabilizaba los lotes.

(**) En *Proyecto Viena* se proponen lotes muy dispersos con preeminencia de municipios donde el gap es mínimo, aunque mezclados con algunas localizaciones de grandes o medias ciudades. Sin embargo, la proporción de estas últimas no es suficiente para viabilizar los lotes.

Capítulo 17

LA FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

Miguel Martínez
Managing Director
en Debt Advisory de Colliers

Resumen

Se aborda la problemática de la financiación, que es fundamental para el mercado de la vivienda, y su evolución ha sido dinámica y cambiante. Antes de la crisis de 2008, el sistema financiero español se caracterizaba por políticas de riesgos laxas y una abundante oferta de crédito. La crisis llevó a una reestructuración del sistema financiero, con una fuerte concentración bancaria y la creación de un mercado de compraventa de carteras de deuda (NPLs). La financiación alternativa ha surgido para cubrir las necesidades que la banca tradicional no atiende, ofreciendo flexibilidad, pero a un mayor costo. Se destacan las ventajas y desventajas de la financiación alternativa, así como su importancia en el sector inmobiliario actual. La financiación de promociones para la venta (*Build to Sell*) y para el alquiler (*Build to Rent*) presenta diferentes estructuras y desafíos. La financiación alternativa, incluyendo préstamos puente y préstamos promotor con *profit sharing*, ofrece soluciones para proyectos que enfrentan limitaciones tradicionales de apalancamiento o riesgos asociados a etapas tempranas de desarrollo.

1. INTRODUCCIÓN

Antes de entrar a desgranar el mercado de financiación de la vivienda, conviene reflexionar sobre algunos conceptos e ideas que permiten contextualizar la importancia de la financiación bancaria en el sector inmobiliario. Esto ayudará no sólo a entender la correlación existente entre financiación e inversión, sino también a comprender la evolución del mercado de la vivienda durante las últimas décadas.

Es importante comenzar con algunas reflexiones sobre uno de los elementos clave al analizar una inversión inmobiliaria: el coste de capital, comúnmente denominado WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) en un ámbito más académico.

Aunque sería posible desarrollar en detalle la fórmula de cálculo del WACC, es suficiente quedarse con el concepto: el WACC refleja el coste medio al que una compañía financia el desarrollo de su negocio, generalmente combinando una parte de fondos propios y otra de financiación bancaria.

En función de: a) el coste de los fondos propios (rentabilidad exigida por los accionistas) y el coste de la financiación bancaria (tipo de interés aplicado por el banco); y b) el peso de cada uno de ellos sobre el total de recursos aportados, se obtiene el coste de capital de un proyecto o de una compañía.

Partiendo de la premisa de que el coste de los fondos propios siempre es mayor que el coste de la financiación bancaria se concluye que, cuanto mayor sea el nivel de financiación bancaria, mayor retorno del capital obtendrán los accionistas de un proyecto inmobiliario debido al “ahorro” entre ambas rentabilidades. Sin embargo, esta premisa puede no cumplirse bajo determinadas circunstancias, como se analizará más adelante.

Con base en lo anterior, parece lógico pensar que un gestor de proyectos inmobiliarios siempre intentará maximizar el nivel de financiación bancaria. Aunque esta estrategia optimiza la rentabilidad del capital desde un punto de vista financiero, también conlleva una serie de riesgos. Por ello, una de las claves que distingue a un buen gestor de uno menos eficaz es su capacidad para encontrar el binomio óptimo de riesgo-rentabilidad al estructurar una financiación, logrando optimizar retornos para el capital mientras minimiza los riesgos asociados a la presión del repago de la financiación.

No debe ignorarse la importancia de la contraparte en cualquier operación de préstamo: las entidades financieras. Estas son, sin duda, una pieza clave en un mercado de financiación donde la demanda tiende al infinito, pero la oferta depende de las propias entidades. Además de los volúmenes de crédito que estas “riegan” en el sistema, resulta especialmente relevante la política de riesgos aplicada por los bancos en cada momento, pues tiene un impacto directo en el mercado inmobiliario.

2. CICLOS INMOBILIARIOS Y SU RELACIÓN CON EL MERCADO DE FINANCIACIÓN

Para comprender el impacto práctico de las políticas de riesgos bancarias en el mercado inmobiliario, basta observar los acontecimientos de las últimas décadas, identificándose dos ciclos claramente diferenciados por la crisis del año 2008:

- Ciclo hasta 2008: este período se caracterizó por un sistema bancario con más de 100 entidades financieras que “regaban” el mercado con dinero. Las políticas de riesgos respecto a la capacidad de pago del deudor eran prácticamente inexistentes, basándose más en valores de tasación ECO realizados por tasadoras vinculadas a las propias entidades financieras. Fue una etapa de “barra libre” en cuanto a concesión de financiación, con niveles de LTC (*loan to cost*) cercanos al 100%, bajo la premisa de que el mercado inmobiliario no dejaría de crecer.
- Ciclo a partir de finales de 2007 e inicios de 2008: este período se caracteriza por el rescate del sistema bancario español, que derivó en un proceso de concentración bancaria que redujo el mapa bancario a menos de una veintena de entidades financieras. Como resultado de las nuevas políticas de supervisión y solvencia del BCE, las políticas de riesgos de los bancos se tornaron mucho más restrictivas. En la concesión de nuevos créditos, se comenzaron a analizar valores de mercado, las ratios de cobertura del servicio de la deuda, la solvencia y el historial del prestatario. Además, los niveles de apalancamiento se redujeron significativamente, situándose en torno al 50%-60% de LTC.

Se pasó de una política de “barra libre”, en la que los bancos financiaban el 100% de la compra del suelo y la construcción sin necesidad de preventas, a una política de riesgos extremadamente conservadora y lógica, en la que las entidades solo financian una parte de los costes de construcción y exigen niveles de preventas que disminuyen drásticamente el riesgo comercial.

Esto marcó una transición de un mercado inmobiliario “adulterado” por el exceso de financiación, causante del origen y estallido de una burbuja, a un mercado donde los condicionantes de la financiación limitan el ritmo de construcción de viviendas. Este cambio ha provocado que la oferta de obra nueva no cubra las necesidades de la demanda en muchos municipios del país.

El negocio de promoción residencial también experimentó una transformación: de un modelo con necesidades de capital mínimas, pasó a convertirse en un negocio intensivo en capital.

En resumen, al mirar al pasado con cierta perspectiva, podría afirmarse que “ni tanto, ni tan poco...”. Uno de los grandes retos actuales sigue siendo lograr que el flujo de financiación bancaria se adapte a las necesidades de construcción de viviendas en función de la demanda real del mercado.

3. ERRORES DEL PASADO, ¿QUÉ SE HA APRENDIDO?

Adoptar una visión analítica y crítica de lo sucedido en el pasado es crucial, pero aún más importante es extraer lecciones de los errores cometidos.

Al analizar con perspectiva la crisis de 2008, se puede concluir que uno de los principales factores que contribuyeron al estallido de la burbuja inmobiliaria fue la política de financiación aplicada por los bancos. Más allá de las causas, resulta útil reflexionar sobre los errores y aprendizajes derivados de esta experiencia:

- Financiación del suelo: durante años, las entidades financieras otorgaron financiación para compras de suelo al 100%, fomentando operaciones en las que el accionista no asumía ningún riesgo con su propio capital. El financiador adoptó el rol y los riesgos propios del equity sin contar con un colchón financiero, basándose en una premisa simple: el valor de los inmuebles siempre aumentaría y nunca dejaría de hacerlo.
- Garantías personales: los empresarios también asumieron esta premisa infundada, lo que conllevó riesgos significativos. Basándose en la creencia de que los inmuebles siempre incrementarían su valor, muchos promotores no dudaron en otorgar garantías personales o afianzar otras empresas patrimoniales o industriales del grupo, ajenas a la actividad de promoción inmobiliaria. Este aspecto resultó clave en las negociaciones de reestructuración posteriores. De manera simplificada, podría decirse que quienes otorgaron garantías personales perdieron todo su patrimonio, mientras que aquellos que no lo hicieron lograron salvaguardar al menos una parte del mismo.
- Valor de tasación como referencia: tanto los bancos como los promotores estructuraban las operaciones de financiación basándose exclusivamente en el valor de tasación de los activos, sin considerar la capacidad de generación de caja de estos para repagar la deuda. En la actualidad, resulta

inconcebible analizar una operación de financiación sin tener en cuenta la ratio de cobertura del servicio de la deuda como garantía para el repago.

- Vinculación de tasadoras con entidades financieras: prácticamente todas las entidades financieras disponían de sus propias tasadoras, encargadas de valorar los activos que el banco usaría como garantía para sus financiaciones. Esto generaba un evidente conflicto de interés, dado que el mecanismo de control estaba en manos del propio “controlado”. En la actualidad, estas vinculaciones directas entre bancos y tasadoras han desaparecido. Además, el organismo regulador ejerce un control más riguroso sobre la aplicación de la normativa de valoración de inmuebles para el mercado hipotecario, como las tasaciones ECO.

Así, aunque la crisis de 2008 tuvo consecuencias devastadoras para la economía y, en particular, para el sector inmobiliario, también proporcionó lecciones valiosas. Hoy en día, el mercado de financiación está altamente regulado, y las políticas de riesgos de los bancos son mucho más conservadoras, a veces incluso de manera excesiva.

4. ESTRUCTURAS SINDICADAS: VENTAJAS E INCONVENIENTES

Al hablar de financiación bancaria, suele pensarse en préstamos bilaterales entre un banco y un promotor. Sin embargo, en el pasado fueron comunes las estructuras de financiación sindicada, que siguen utilizándose en la actualidad.

Es importante abordar este tipo de estructuras y analizar algunos de los riesgos asociados a ellas. En el origen de estas operaciones se pueden distinguir dos tipos principales:

- 1) Financiaciones sindicadas en origen: creadas con el objetivo de diversificar y limitar el riesgo por parte de las entidades financieras.
- 2) Financiaciones sindicadas derivadas de reestructuraciones: surgidas tras la crisis de 2008 como parte de los procesos de reestructuración.

En esta segunda categoría, las financiaciones sindicadas se utilizaron ampliamente para formalizar acuerdos de reestructuración. Estas estructuras ganaron popularidad por dos razones principales:

- 1) Cumplimiento del principio de equidad: permitían articular de forma equitativa las aportaciones de nuevo capital por parte de las entidades financieras.

- 2) Optimismo respecto a la recuperación: tanto las entidades financieras como los promotores partían de la hipótesis base de que la recuperación del mercado inmobiliario sería inminente y que la crisis representaba solo un “bache” temporal.

Entre 2008 y 2012 se firmaron numerosas financiaciones sindicadas. Además, se desarrollaron otras financiaciones “pseudo-sindicadas”, como estructuras bilaterales respaldadas por garantías hipotecarias mancomunadas, las cuales, en la práctica, funcionaban como financiaciones sindicadas.

Pero ¿cuál era el verdadero problema de estas financiaciones sindicadas? Lo cierto es que, si la “hipótesis base” de una recuperación inminente del mercado inmobiliario fallaba, estas estructuras presentaban diversos problemas para proceder a la liquidación de las posiciones, ya fuese por la vía consensual (acuerdos de dación en pago) o judicial (ejecución hipotecaria o liquidación en fase de concurso de acreedores).

Más allá de la complejidad y los costes extraordinarios asociados a la liquidación de posiciones sindicadas, se puede afirmar que, en el momento en que las entidades financieras comenzaron a convertir estructuras bilaterales en sindicadas, destruyeron, sin saberlo, una parte significativa del valor de sus garantías debido a la drástica reducción de liquidez en un eventual escenario de adjudicación.

Como se sabe, la “hipótesis base” considerada por los bancos no se cumplió, y la esperada recuperación inminente no llegó. Esto derivó en una oleada masiva de adjudicaciones de activos a través de daciones en pago, ejecuciones hipotecarias y liquidaciones concursales. Una parte considerable de estas adjudicaciones se produjo sobre activos en régimen de proindiviso, una consecuencia directa de las financiaciones sindicadas.

A partir de este momento, las entidades financieras comenzaron a comprender los riesgos inherentes a las estructuras sindicadas, tras constatar:

- 1) La complejidad y los costes adicionales asociados a un activo cuya propiedad está compartida con otros proindivisarios.
- 2) La necesidad de llegar a acuerdos con los demás proindivisarios para poder disponer del activo.
- 3) La consiguiente iliquidez de estos activos, lo que llevó a que los precios de transacción de los proindivisos presentaran descuentos medios superiores al 70% respecto al precio de mercado.

Actualmente, las financiaciones sindicadas continúan siendo utilizadas por la banca como un instrumento necesario para atender operaciones de gran volumen, a las que ciertas entidades no podrían acceder de otro modo. No obstante, las entidades deberían aprender del pasado y evitar estas estructuras en situaciones de tensión financiera y reestructuración de deuda que involucren a varias entidades financieras. Aunque puedan parecer la solución más sencilla en un principio, el riesgo de repetir errores históricos debería prevalecer en las decisiones futuras.

5. CARTERAS DE DEUDA

La crisis de 2008 devastó a la mayoría de los promotores e inversores del mercado inmobiliario, dejando a un número muy reducido de ellos en condiciones de sobrevivir. Sin embargo, alrededor de los problemas siempre surgen oportunidades. El impago masivo de préstamos que se produjo tras el estallido de la crisis generó oportunidades tanto para los fondos de inversión que llegaron a España en ese contexto, como para aquellos deudores que supieron manejar bien sus estrategias.

El impago generalizado de préstamos tras la crisis originó en España un nuevo mercado basado en la compraventa de carteras de deuda impagada. Estos préstamos, comúnmente conocidos en el ámbito financiero e inversor como NPLs (*Non Performing Loans*), adquirieron un protagonismo notable.

El parón “en seco” de la economía derivó en un volumen masivo de préstamos impagados, alcanzando cifras máximas de hasta 200.000 millones de euros en los balances de los bancos. Esta situación obligó a llevar a cabo una reestructuración integral del sistema financiero español, cuyos principales hitos fueron:

- 1) El proceso de integración de bancos y cajas, diseñado para fortalecer los balances de las entidades.
- 2) La creación del banco malo (SAREB) en 2012, al que las entidades financieras rescatadas traspasaron activos problemáticos (NPLs y activos adjudicados) por un valor neto superior a 50.000 millones de euros, con el objetivo de sanear sus balances.

Tras este proceso de reestructuración, el sistema financiero español quedó configurado con un banco malo que gestionaba más de 50.000 millones en activos problemáticos y un mapa de entidades financieras resultante de la concentración bancaria, que acumulaba cientos de miles de millones adicionales en activos

problemáticos. Este panorama dio origen a un gigantesco mercado de NPLs que atrajo la atención de grandes fondos de inversión internacionales, que rápidamente enfocaron sus estrategias hacia España.

Estos fondos internacionales no tardaron en establecer equipos locales, anticipándose al volumen de negocio previsto en los años venideros. Pero ¿en qué consiste este negocio y qué tan rentable puede ser?

Desde un punto de vista conceptual, el modelo es relativamente sencillo: adquirir derechos de crédito (préstamos) con descuento para recuperar un importe superior al precio de adquisición. Sin embargo, las estrategias utilizadas para lograr la recuperación pueden ser muy diversas y se dividen principalmente en dos categorías: estrategias consensuales y estrategias no consensuales.

5.1. Estrategias consensuales

- 1) Repago con quita: el fondo acuerda con el deudor un repago íntegro del préstamo aplicándole una quita sobre el importe total.
- 2) Acuerdo de venta del colateral con quita: el fondo y el deudor pactan la venta del activo en garantía, bajo la condición de que el fondo asuma una quita. El precio de venta se utiliza para saldar el préstamo hasta un nivel determinado, y el excedente queda en manos del deudor como incentivo.
- 3) Acuerdo de dación en pago: en este caso, el fondo y el deudor acuerdan una dación en pago del activo en garantía. El fondo adquiere la titularidad del inmueble, mientras que el deudor recibe una carta de pago de su deuda, usualmente con una quita incluida.

5.2. Estrategias no consensuales

- 1) Ejecución judicial: el fondo inicia un proceso de ejecución hipotecaria, cuyo objetivo final es la adjudicación del activo mediante subasta judicial. Una vez realizada la subasta, el fondo puede continuar reclamando al deudor el remanente de deuda pendiente (colas hipotecarias).
- 2) Liquidación concursal: una estrategia no consensual adicional. En algunos casos, tanto el fondo como el deudor pueden optar por instar un concurso de acreedores de la compañía. Este proceso tiene como desenlace la liquidación de los activos, los cuales se distribuyen entre los acreedores conforme a su clasificación y montos en la masa pasiva.

Cada uno de los posibles escenarios de recuperación, como los descritos anteriormente, conlleva diferentes costes y plazos, factores esenciales a considerar durante el análisis y valoración de una posición, ya que afectan directamente a la TIR (Tasa Interna de Retorno) y al múltiplo de la inversión. La rentabilidad de este tipo de operaciones es un tema complejo. Como se ha señalado, depende de múltiples factores, entre ellos:

- La predisposición del deudor a negociar acuerdos.
- El valor y estado de conservación de los activos en garantía.
- Los plazos judiciales asociados.
- Aspectos fiscales.
- Contingencias derivadas del carácter específico de cada caso, especialmente en situaciones de enfrentamiento con un deudor beligerante.

Esta diversidad de variables hace que el análisis previo a la compra de una cartera, conocido como *underwriting*, sea un proceso particularmente complicado. Además, la intensa competencia entre fondos de inversión y la presión compradora en el mercado han llevado en algunos casos a que las inversiones no alcancen los objetivos de rentabilidad previstos, llegando incluso a generar pérdidas significativas.

A pesar de los desafíos para los fondos, la compra de carteras de deuda también puede representar una oportunidad para los deudores, siempre que manejen bien sus estrategias.

En las primeras etapas de transacciones de deuda, los deudores solían reaccionar con preocupación ante la venta de sus posiciones. No obstante, pronto entendieron que la adquisición de su deuda por un fondo podía beneficiarlos si jugaban correctamente sus cartas en las negociaciones.

Dado que el negocio de compra de deuda es principalmente financiero, basado en la recuperabilidad y los plazos estimados, los deudores descubrieron que ciertas tácticas podían reducir el precio al que se transaccionaba su crédito. Entre estas estrategias se incluyen:

- La firma de contratos de arrendamiento interpuestos con sociedades del grupo.
- La celebración de contratos con terceros que generen cargas sobre los colaterales.

- La presentación de reclamaciones judiciales contra el acreedor, que conviertan el crédito en litigioso.

Estas acciones aumentaban la complejidad de la posición, disminuyendo su valor de mercado. Así, el fondo adquiriría la deuda a un precio más bajo, lo que dejaba un margen mayor para negociar incentivos económicos atractivos en acuerdos consensuales.

En términos generales, los modelos de *underwriting* de los fondos suelen incluir incentivos estándar del 7% sobre el precio de compra de la deuda para cerrar acuerdos con deudores. Sin embargo, aquellos que aplican tácticas estratégicas y beligerantes han llegado a negociar incentivos muy superiores, en algunos casos alcanzando niveles del 20% del precio de compra.

Consideremos el caso de un deudor con una deuda de 60 millones de euros garantizada por activos cuyo valor actual es de 40 millones de euros. En esta situación, el deudor enfrenta un LTV (*Loan to Value*) superior al 100%, lo que significa que tiene todo perdido desde una perspectiva financiera. Sin embargo, si un fondo adquiere esa deuda por 20 millones de euros (con un descuento del 66,6% sobre el nominal), el deudor podría negociar un acuerdo consensuado con el fondo y obtener un incentivo de 2 millones de euros.

Este ejemplo ilustra cómo un deudor que parecía no tener opciones puede generar una ventaja significativa si prepara bien el terreno y aprovecha las oportunidades que ofrece un mercado de compra de deuda, particularmente con el respaldo de un asesoramiento especializado.

Muchos promotores han logrado generar jugosas plusvalías en situaciones en las que, a priori, parecía que todo estaba perdido. Con una adecuada estrategia, estos deudores han sabido convertir una posición desfavorable en una oportunidad lucrativa.

6. CONTEXTO ACTUAL DE FINANCIACIÓN BANCARIA

El panorama actual de financiación bancaria está determinado por varios factores clave:

- 1) Impacto de la crisis de 2008:
 - El alto volumen de préstamos impagados disparó la tasa de mora hasta un 14%.
 - Esto generó una avalancha de procesos de reestructuración de deuda.

- 2) Reestructuración del sistema bancario español: se produjo una fuerte concentración bancaria como resultado de fusiones y adquisiciones.
- 3) Nuevas políticas de control desde Europa: las instituciones europeas implementaron políticas más estrictas para regular el sistema bancario.

Como resultado, los bancos han adoptado políticas de riesgos extremadamente prudentes, limitando el acceso a la financiación a proyectos que cumplan con estrictos requisitos, entre los que se incluyen:

- Ubicaciones consolidadas: preferencia por mercados con alta estabilidad y liquidez.
- Activos terminados y en explotación: disminuyen riesgos de construcción y comercialización.
- Deudores con historial comprobado: se favorece a aquellos con *track record* con la entidad financiera.
- Aportación relevante de equity: los bancos exigen un nivel elevado de LTC (*Loan to Cost*).
- Coberturas holgadas: Tanto en términos de LTV (*Loan to Value*) como de RCSD (Ratio de Cobertura del Servicio de la Deuda).

Para los proyectos de promoción residencial, los requisitos son aún más estrictos. Se añaden condiciones como:

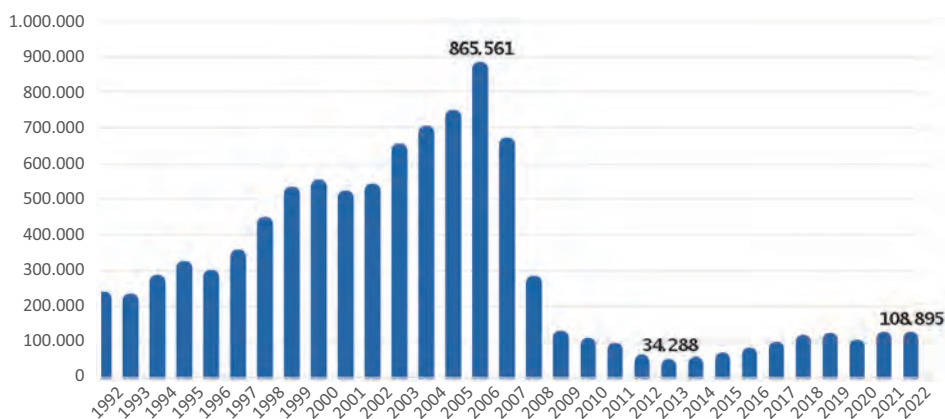
- El suelo como aportación mínima de fondos propios por parte del deudor.
- Promotor de reconocido prestigio y con track record con el banco financiador.
- Adjudicación de la obra a una empresa constructora de reconocido prestigio validada por el banco.
- Consecución de un determinado nivel de preventas para la activación de las disposiciones. Todos estos requisitos tienen, como último objetivo, limitar al máximo el riesgo de construcción y el riesgo comercial del banco en los proyectos.

El objetivo final de estas estrictas políticas es reducir al mínimo el riesgo de construcción y el riesgo comercial asociados a los proyectos. Esto refleja un entorno financiero mucho más controlado y conservador en comparación con el periodo previo a la crisis de 2008.

La necesidad de cumplimiento de los requisitos indicados anteriormente hace que el número de proyectos susceptibles de acceder a la financiación bancaria sea muy limitado, y la consecuencia directa es que los ritmos actuales de construcción de vivienda de obra nueva, que se sitúan en el entorno de las 100.000 viviendas/año, están muy por debajo de los niveles de demanda, estimados en unas 150.000 viviendas/año.

La siguiente figura resulta muy ilustrativa sobre cómo se relaciona la política de riesgos de los bancos con el mercado de promoción de vivienda de obra nueva, y cómo se ha pasado de niveles de producción de 500.000 viviendas/año antes de la crisis a niveles de 100.000 viviendas/año en la actualidad.

Figura 1. Visados de obra nueva. Número de viviendas (2022).



Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Adicionalmente a los requisitos exigidos por los bancos desde un punto de vista de riesgos de las operaciones, es importante tener en cuenta que durante los últimos años se están fomentando desde el Banco Central Europeo los conocidos como “green loans” o “préstamos verdes”, utilizados para financiar proyectos bajo criterios no solo de rentabilidad económica sino también ASG (ambientales, sociales y de buen gobierno corporativo, ESG por sus siglas en inglés).

También resulta relevante considerar que: a) los accionistas institucionales de estos bancos están exigiendo ciertos niveles de sostenibilidad en las acciones en las que invierten; y b) una parte muy significativa de las emisiones de bonos con las que los bancos se fondean actualmente se realiza a través de bonos verdes o sostenibles. Estos compromisos adquiridos con sus accionistas

y bonistas llevan a los bancos a priorizar cada vez más las financiaciones sobre proyectos ESG, y este requerimiento se acentuará en un futuro próximo al extender el cálculo de la huella de carbono de la banca a la de los proyectos que financian.

Sin embargo, si el contexto de la financiación bancaria ya era exigente, desde el segundo semestre de 2022 ha surgido una circunstancia que ha dificultado aún más el acceso a este tipo de financiamientos. Se trata del drástico incremento de los tipos de interés, como consecuencia de las medidas implementadas por el BCE para controlar la inflación, pasando de tipos del 0% al 4,5% en apenas 12 meses, lo que ha generado un doble efecto:

a) *Endurecimiento de las condiciones de financiación*

Este fuerte incremento de tipos ha dificultado aún más el acceso a la financiación bancaria, o, en el mejor de los casos, ha reducido los importes de financiación concedidos.

Los principales parámetros financieros sobre los que los bancos basan las operaciones de financiación son el RCSD (ratio de cobertura del servicio de la deuda) y el LTV (*Loan to Value*).

El RCSD mide la capacidad de generación de caja del activo inmobiliario objeto de financiación respecto al servicio de la deuda (cuota de principal e intereses) estimado, situándose, en términos generales, por encima de 1,20 x (RCSD = generación de caja / servicio de la deuda).

A medida que el servicio de la deuda se incrementa debido a la subida de tipos de interés, esta ratio se reduce. Como consecuencia, muchas operaciones de financiación que antes de la subida de tipos cumplían con esta ratio ahora dejan de cumplirla, y, por tanto, dejan de ser viables. En el mejor de los casos, la financiación podría salir adelante, pero con un importe menor.

El LTV, por otro lado, refleja el nivel de deuda respecto al valor del activo que sirve de garantía ($LTV = \text{importe deuda} / \text{valor del activo}$), requiriendo normalmente los bancos niveles inferiores al 60%.

Tal y como se desarrollará a continuación, el incremento de tipos impacta en el valor de los activos inmobiliarios, que tiende a reducirse. Esto provoca un aumento del nivel de LTV, dificultando la viabilidad de las operaciones de financiación.

b) *Impacto en la valoración de los activos inmobiliarios*

Como se ha anticipado, existe una correlación directa entre los tipos de interés y el valor de los activos inmobiliarios, de forma que, por lo general, un incremento de los tipos de interés conlleva un ajuste en el valor de los inmuebles.

Para comprender esta correlación en profundidad, es importante analizar en detalle los factores involucrados.

El valor de los activos inmobiliarios depende de múltiples variables, tales como la ubicación, las características físicas, el estado de conservación, la oferta y demanda, las condiciones urbanísticas y las tendencias del mercado inmobiliario. Sin embargo, también está influenciado por los tipos de interés.

En un análisis preliminar, se podría señalar que los tipos de interés afectan el valor de los inmuebles porque un incremento de estos eleva los costes de financiación, reduciendo la capacidad de compra y, consecuentemente, la demanda de activos inmobiliarios.

No obstante, si se profundiza más, el impacto de los tipos de interés resulta mucho más amplio. Esto se comprende mejor al analizar el comportamiento de los inversores.

Los inversores buscan maximizar su rendimiento con el menor riesgo posible. Entre las diversas opciones de inversión disponibles (renta fija, renta variable, divisas, materias primas e inmobiliario), el mercado inmobiliario compite directamente con los demás. Estos cinco mercados están interconectados, lo que significa que variaciones significativas en uno pueden afectar a los demás.

Entre mediados de 2022 y finales de 2023, se produjo un aumento abrupto de los tipos de intervención de los principales bancos centrales (Fed, BCE y BoE). En Europa, entre julio de 2022 y septiembre de 2023, el BCE incrementó los tipos de intervención en 450 puntos básicos, llevándolos al 4,5%. Esto provocó una subida igualmente abrupta del Euribor (+463 pbs, pasando del -0,48% en enero de 2022 al 4,15% en septiembre de 2023), encareciendo significativamente los costes de financiación para empresas y hogares. Asimismo, el rendimiento de los bonos soberanos experimentó un fuerte aumento, como el bono español a 10 años (+320 pbs, del 0,75% en enero de 2022 al 3,95% en septiembre de 2023).

Ante estos incrementos en los rendimientos de los bonos, que en algunos casos han superado las rentabilidades inmobiliarias, los inversores han priorizado el mercado de bonos, siguiendo su principio de “mayor rendimiento con el

menor riesgo posible”. Este desplazamiento de capitales desde el mercado inmobiliario hacia el de bonos ha reducido la demanda en el sector inmobiliario.

Adicionalmente, los inversores, en respuesta al nuevo entorno de tipos de interés elevados, exigen mayores rentabilidades (yields) en sus inversiones inmobiliarias, lo que impacta directamente en el valor de los activos. El valor de mercado de un activo inmobiliario puede calcularse utilizando la siguiente expresión:

$$\text{Valor de mercado} = \text{Renta neta anual} / \text{Yield}$$

El valor de mercado de un activo inmobiliario se determina considerando la Renta Neta Anual, que es el ingreso neto generado por el activo tras descontar los gastos asociados (impuestos, seguros, mantenimiento, y otros costos operativos), y la Yield, que representa la rentabilidad exigida al activo. La Yield varía en función de factores como la ubicación, el tipo de propiedad, las condiciones del mercado inmobiliario y otros aspectos económicos. La Yield es una métrica clave para los inversores en el sector inmobiliario, ya que permite comparar diferentes inversiones de forma rápida y sin tener en cuenta el financiamiento.

7. ESTRUCTURAS DE FINANCIACIÓN EN EL MERCADO RESIDENCIAL

En el sector residencial, es fundamental diferenciar entre los dos modelos principales de financiación:

- Financiación de promociones para la venta (*Build to Sell*).
- Financiación de promociones destinadas al alquiler (*Build to Rent*).

7.1. Promociones para la venta (*Build to Sell*)

El modelo predominante en el país es el asociado a las promociones para la venta. La estructura y los términos de este tipo de financiación han permanecido prácticamente inalterables durante décadas. Los préstamos promotor destinados a la venta son considerados una “commodity” y, generalmente, financian la totalidad de los costes de construcción. Estos préstamos incluyen un periodo de carencia durante la construcción, y los términos de subrogación para los futuros compradores suelen estar preestablecidos.

Sin embargo, las políticas de riesgo restrictivas que aplican actualmente las entidades bancarias han derivado en la incorporación de mecanismos para mitigar riesgos de construcción y comercialización. Entre estos mecanismos destacan:

- *Project monitoring* por parte de terceros: supervisan la correcta ejecución de las obras.
- Requerimiento de preventas: se exige un nivel de preventas, que puede variar entre el 30% y el 70%, dependiendo de factores como:
 - El destino de la vivienda (primera o segunda residencia).
 - La ubicación específica de la promoción.
 - La solvencia y el historial del sponsor.

7.2. Promociones destinadas al alquiler (*Build to Rent*)

Aunque este modelo ha sido tradicionalmente menos habitual, en los últimos años el número de proyectos *Build to Rent* ha crecido exponencialmente, impulsado por la fuerte compresión de las *Yield* en este tipo de producto debido al elevado apetito de los inversores institucionales.

El desarrollo de estos proyectos se lleva a cabo principalmente bajo esquemas de llave en mano o *forward purchase*, en los que:

- El promotor construye el proyecto.
- El inversor institucional o patrimonialista adquiere el compromiso de compra una vez finalizada la construcción.

La financiación de estos proyectos se asemeja a los esquemas de *project finance*, en los que el análisis del proyecto es determinante y se evalúan varios elementos clave, entre ellos:

- Solvencia del inversor final.
- Términos del contrato de compraventa.
- Esquema de garantías.
- Ubicación del proyecto.
- Definición del producto y su encaje con la demanda existente.

Cuando el proyecto cumple con estos parámetros, puede acceder a financiación bancaria, incluyendo la posibilidad de financiar la totalidad de los costes de construcción. Adicionalmente, el instrumento de financiación puede prever la subrogación del comprador final bajo términos previamente acordados.

Al igual que en las promociones para la venta, los bancos buscan mitigar el riesgo de construcción exigiendo la supervisión de un *project monitoring*.

De forma general, la obtención de financiación para proyectos de *Build to Rent* presenta una notable dificultad debido a dos factores principales:

- Novedad del producto: este tipo de proyectos aún es relativamente reciente para muchas entidades bancarias.
- Restricciones en los marcos de delegación de riesgos: los requisitos exigidos para considerar financiable un proyecto son muy estrictos.

Ante la ausencia de financiación bancaria para numerosos proyectos de este tipo, ha emergido una solución alternativa conocida como *forward funding*.

En este esquema, el comprador final financia la construcción del activo mediante anticipos que se descuentan del precio final de compra. En su rol como financiador, el comprador final:

- Carga un tipo de interés sobre los anticipos realizados, lo que se refleja en un ajuste del precio final.
- Exige un *project monitoring* para garantizar que el desarrollo del activo cumpla con el proyecto y la memoria de calidades acordada.

8. FINANCIACIÓN ALTERNATIVA

Para comprender la financiación alternativa y sus motivos de surgimiento, es útil partir del concepto básico de financiación en sentido estricto.

Las personas y empresas suelen tener proyectos y metas que desean desarrollar con la expectativa de generar valor en sus vidas o negocios. Sin embargo, estos proyectos suelen requerir inversiones significativas que, en muchas ocasiones, no pueden ser afrontadas inicialmente debido a:

- Falta de recursos financieros propios: ausencia de caja suficiente para cubrir los costos iniciales.
- Decisiones estratégicas de apalancamiento: los gestores optan por utilizar capital externo para obtener mayores rendimientos.

En estos casos, los proyectos suelen financiarse con fondos aportados por terceros. La financiación externa es uno de los pilares fundamentales de la economía. Sin la inyección de estos fondos, la mayoría de los proyectos personales o empresariales no podrían llevarse a cabo, incluso si fueran económicamente viables.

Aunque existen diversas fuentes de financiación alternativa, muchas veces se tiende a asociar esta actividad exclusivamente con los bancos, instituciones que tradicionalmente han cubierto estas necesidades.

En España, esta asociación es especialmente marcada debido a la estructura del tejido productivo, compuesto mayoritariamente por pequeñas y medianas empresas. Estas empresas han dependido históricamente de los bancos para su financiación, haciendo de España uno de los países con mayor dependencia bancaria en el mundo.

Esta alta dependencia refleja también una debilidad estructural en el modelo empresarial del país, ya que limita la capacidad de las empresas para diversificar sus fuentes de financiación y adaptarse a cambios en las condiciones del mercado financiero.

En el caso específico del sector inmobiliario, la situación no es distinta, siendo, de hecho, uno de los sectores más vinculados a los bancos y en los que mejor se puede apreciar el cambio de paradigma en el campo de la financiación. Tal como se ha analizado con anterioridad, los promotores inmobiliarios se han apoyado tradicionalmente en el sector bancario para financiar, mediante deuda, adquisiciones de suelo y la construcción de sus promociones, al tratarse de importantes inversiones que difícilmente se pueden realizar mediante el empleo de recursos propios.

Antes de la crisis de 2008, los bancos españoles, alentados por un contexto de bonanza económica generalizada, “regaron” de fondos al sector inmobiliario del país, concediendo financiaciones bajo unos criterios que hoy podrían calificarse como laxos si se comparan con los requerimientos y exigencias actuales. Sin embargo, la llegada de la crisis supuso el corte total del flujo de financiación por parte de los bancos, que dejaron de conceder crédito a este tipo de proyectos y se vieron obligados a ejecutar a los receptores de las financiaciones que se habían estado concediendo, al resultar económicamente inviables en el nuevo contexto de crisis.

Además, los bancos limitaron los flujos de crédito debido al elevado riesgo implícito de este tipo de operaciones en ese contexto y como consecuencia de la regulación financiera que, en el marco de la Unión Europea (Basilea), obligaba a mejorar la calidad del capital de las entidades financieras con el objetivo de lograr una mayor solvencia y solidez en el sector. Esto derivaba, en última instancia, en que estas entidades pudieran destinar menos recursos a la concesión de créditos.

Como resultado de lo anterior, los bancos hoy en día son mucho más restrictivos al analizar proyectos y conceder financiación. En el caso concreto del sector

inmobiliario, han ido reduciendo paulatinamente su exposición al mismo, limpiando sus balances de estos activos e imponiendo una serie de condiciones previas a la financiación (elevados niveles de preventas en una promoción residencial, activos en operación con generación recurrente de caja, no financiación de adquisiciones de suelo, entre otras) que hacen que muchos proyectos queden huérfanos del impulso que supone la financiación y, por tanto, nunca lleguen a ver la luz.

Otro factor que ha contribuido a la reducción del flujo de financiaciones por parte de los bancos es el intenso proceso de concentración bancaria que tuvo lugar tras la crisis de 2008, lo que ha reducido drásticamente el número de potenciales financiadores. Concretamente, se ha pasado de casi un centenar de bancos y cajas presentes en el mapa bancario español en 2008, a una oferta de menos de una veintena de entidades financieras que coexisten actualmente. De estas, se calcula que hay menos de una decena que están realmente activas en la financiación de promociones residenciales.

Esta situación constituye el origen de lo que hoy se conoce como financiación alternativa, que no es más que la provisión de fondos a proyectos y empresas por parte de entidades que no tienen la consideración de entidades de crédito ni operan con licencia bancaria. Se le llama financiación porque cubre esta necesidad de las empresas, aportando recursos para el desarrollo de sus proyectos, y es alternativa en tanto que representa una opción distinta a la financiación tradicional ofrecida por los bancos.

Este contexto representa una clara oportunidad, que está siendo identificada por un número creciente de inversores, quienes cubren el vacío dejado por los bancos para proveer financiación a empresas y proyectos. Durante los últimos años, el mercado de financiación alternativa ha experimentado un desarrollo significativo y, actualmente, se cuentan más de 200 inversores activos en España, ofreciendo financiación en diversos segmentos y tipos de producto. Respecto al perfil de estos inversores, se encuentran:

- a) Fondos especializados en tipologías concretas de producto.
- b) Grandes *hedge funds* que actúan como nexos con una amplia base de ahorradores.
- c) Capital privado que ha comenzado a realizar *direct lending* como parte de una estrategia de diversificación en sus carteras de inversión tradicionales.
- d) Capital público orientado a dinamizar la actividad económica.

En términos de coste, la financiación alternativa suele ser más cara que la bancaria tradicional debido a que asume un nivel de riesgo que la banca tradicional actualmente no está dispuesta a aceptar (como adquisiciones de suelo, proyectos en ubicaciones secundarias o apalancamientos superiores al 50%-60% de LTV). Además, el coste de capital para estos inversores es mayor que el que tienen los bancos.

Se pueden distinguir distintos tipos de financiación alternativa según cómo se estructure o se integre en la empresa o proyecto:

- 1) Equity: este tipo de financiación implica que el dinero recibido se considera fondos propios, por lo que el financiador se convierte en propietario de una parte proporcional de la empresa, vinculándose al desempeño de esta, asumiendo tanto los riesgos como los beneficios. Es la opción de financiación más costosa, ya que el mayor riesgo que conlleva implica que los proveedores de fondos esperen una retribución más elevada.
- 2) Deuda: es el instrumento de financiación más común y con el que se está más familiarizado. Este mecanismo permite a los propietarios de la empresa o proyecto financiarse sin ceder parte de la estructura de propiedad. Los financiadores se limitan a ser prestamistas, evitando diluir la participación de los actuales propietarios, quienes no tendrán que compartir los beneficios (o las pérdidas) del proyecto con nuevos miembros. Por tratarse de una opción de menor riesgo, el coste es inferior al que demandan los instrumentos de equity o recursos propios.
- 3) Híbridos: los instrumentos híbridos son una solución ofrecida por los fondos de financiación alternativa para complementar la financiación bancaria tradicional, especialmente cuando los bancos limitan su exposición a niveles del 50-60% del *Loan to Value* (LTV). Este porcentaje puede ser insuficiente en determinadas situaciones. Entre los instrumentos híbridos más comunes se encuentra la deuda *mezzanine*, que ocupa una posición intermedia en el orden de prelación. Este tipo de deuda se encuentra subordinada a la deuda senior (concedida por el banco), pero tiene prioridad sobre los fondos propios en caso de liquidación o reparto de beneficios.

A pesar de su mayor coste, la financiación alternativa presenta ciertas ventajas clave en comparación con la financiación bancaria tradicional. La principal ventaja radica en su flexibilidad para negociar términos y condiciones, a diferencia de las financiaciones bancarias, que suelen ser más rígidas. Por ejemplo, la financiación alternativa permite estructuras de amortización como:

- *Bullet*, donde no se realizan amortizaciones durante la vida del préstamo.
- *Payment in Kind* (PIK), en las que los intereses se acumulan y se liquidan al vencimiento.
- *Profit sharing*, en la que el financiador recibe un porcentaje del beneficio del proyecto financiado como parte de la retribución.

Sin embargo, estas ventajas vienen acompañadas de ciertas desventajas. Además del mayor coste, la financiación alternativa requiere un paquete de garantías más exigente. Estas garantías pueden incluir, además de la hipoteca:

- Garantía pignoratícia de las acciones de la sociedad vehículo (SPV) titular del proyecto.
- Contrato de opción de compra sobre las acciones de la SPV.
- Mandato irrevocable de venta de la garantía en caso de incumplimiento del préstamo.

Además, algunos financiadores alternativos exigen la creación de estructuras societarias intermedias bajo jurisdicciones como la de Luxemburgo. Esto otorga una mayor seguridad jurídica para el acreedor en caso de ejecución de las garantías. En este esquema, se crean dos sociedades instrumentales (HoldCos) domiciliadas en Luxemburgo entre los accionistas y la SPV. La primera HoldCo posee el 100% de las acciones de la SPV española, y la segunda HoldCo posee el 100% de las acciones de la primera. Estas acciones se pignoran en favor del acreedor, lo que permite una ejecución rápida en caso de incumplimiento, reduciendo significativamente los tiempos frente a los largos procedimientos de ejecución hipotecaria bajo la legislación española.

El sector de promoción residencial sigue siendo fundamental dentro de la estrategia de financiación bancaria. Esto se debe, en parte, al negocio complementario asociado a las subrogaciones hipotecarias de los particulares que adquieren las viviendas terminadas. No obstante, la financiación alternativa ha adquirido un papel relevante como complemento o sustituto de la financiación bancaria en este sector, especialmente en proyectos que enfrentan limitaciones tradicionales de apalancamiento o riesgos asociados a etapas tempranas de desarrollo.

Aunque, en términos generales, los bancos están abiertos a financiar la promoción de nuevos proyectos residenciales, su enfoque es ahora mucho más selectivo. Están financiando principalmente: a) proyectos ubicados en mercados consolidados donde la demanda es predecible y fuerte; y b) clientes con los que

mantienen una relación histórica y que ya tienen un *track record* en la actividad de promoción inmobiliaria. Para minimizar los riesgos asociados, los bancos están condicionando el inicio de las disposiciones de los préstamos a la consecución de ciertos niveles de preventas. Estos niveles varían dependiendo del tipo de proyecto, pero generalmente se sitúan entre el 20%-30% para proyectos de primera residencia en grandes ciudades, y pueden llegar hasta el 70% en el caso de segunda residencia.

Debido a estas limitaciones impuestas por los bancos, los financiadores alternativos están desempeñando un papel crucial al llenar el vacío dejado por las entidades bancarias. A continuación, se describen algunas de las estructuras de financiación más comunes que están utilizando para cubrir las necesidades de los promotores:

- 1) *Bridge Loan* (Préstamo puente): el préstamo puente se utiliza principalmente para financiar el inicio de las obras de construcción, cuando ya se tiene la certeza de que un banco financiará el proyecto una vez alcanzado un determinado nivel de preventas. Esta financiación actúa como un “puente” entre los fondos propios del promotor y el préstamo bancario que se espera obtener una vez alcanzado el umbral de preventas. También puede ser utilizado para la compra de suelo. Su naturaleza es provisional y suele tener una duración corta, debido al alto riesgo inherente. Este tipo de préstamo suele ser caro, lo que significa que tanto el promotor como el financiador alternativo buscan evitar que se prolongue en el tiempo.
- 2) Préstamo promotor: en situaciones donde no hay visibilidad sobre si un banco concederá financiación incluso después de alcanzar el nivel de preventas, o cuando el mercado o el perfil de la demanda no interesa al banco, los financiadores alternativos pueden ofrecer préstamos en términos similares a los préstamos promotores tradicionales. Estos préstamos cubren el 100% de los costes de construcción, y las disposiciones del préstamo se realizan mediante certificaciones de obra. Además, se implementa un *project monitoring*, que asegura que los fondos se utilizan adecuadamente para la construcción del proyecto.
- 3) Préstamo promotor con *Profit Sharing*: este tipo de financiación se basa en la estructura del préstamo promotor tradicional, pero con un tramo variable en el tipo de interés que depende de los beneficios obtenidos por el proyecto. En este esquema, promotor y financiador alternativo acuerdan un tipo de interés que tiene una parte fija y otra variable, que se ajusta

en función de los precios de venta finalmente obtenidos. Si las ventas superan las expectativas del plan de negocio, la remuneración en el tramo variable será mayor; si son inferiores, la remuneración será menor. Este modelo es particularmente atractivo para los promotores, ya que alinea los intereses entre las partes y mitiga el impacto del coste de la deuda si el proyecto no genera los beneficios esperados.

9. CONCLUSIÓN

Si tuviéramos que simplificar al máximo el concepto de financiación inmobiliaria, podríamos compararla con el combustible que impulsa el funcionamiento del mercado inmobiliario. Sin financiación, la actividad, la construcción y la inversión se paralizan.

Hasta 2008, los fundamentos del mercado de financiación inmobiliaria se asemejaban a un combustible diésel: barato, accesible, sencillo y extremadamente tóxico en términos de riesgos.

La crisis de 2008 obligó al sistema financiero a ajustar sus criterios de financiación, enfocándose en “combustibles” más efectivos, razonables y limpios. Se dio paso a un modelo de financiación más riguroso, centrado en la capacidad de repago y solvencia del deudor, así como en la viabilidad técnica y comercial de los proyectos.

La evolución del mercado inmobiliario, la llegada de inversores institucionales sofisticados y la reducción de la oferta bancaria han generado la necesidad de nuevos “combustibles” híbridos. Hoy, coexisten modelos de financiación tradicional y alternativa, adaptándose a las prioridades de los fondos de inversión.

El futuro parece señalar una convivencia de productos tradicionales y híbridos, todos bajo un nuevo paradigma orientado a la sostenibilidad, menos contaminante para la economía y la solvencia de las empresas.

El mercado inmobiliario no puede entenderse sin la financiación, y su evolución avanza de la mano de la sofisticación de los actores clave. Este panorama exige un conocimiento integral de los activos inmobiliarios y de los mercados de capitales, incluyendo las posibilidades de financiación.

Los últimos barómetros del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), sitúan a la vivienda como el tercer problema de mayor importancia para los españoles, sólo por debajo de la cuestión política del momento y el paro. El libro *Economía de la vivienda*, elaborado con la colaboración de 18 investigadores y agentes del mercado, proporciona una visión integral y actualizada sobre el estado del arte en este campo de la investigación.

El libro está dividido en cinco partes. En la primera se revisa la interconexión de la macroeconomía, las finanzas y la vivienda. Asimismo, se realiza una descripción de los principales datos estadísticos del mercado de la vivienda español. En la segunda, se analizan los principales componentes del mercado de la vivienda y se presenta la evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda residencial en España. En la tercera, se ofrece evidencia científica acerca del efecto de las políticas públicas en el mercado de la vivienda. La cuarta parte está dedicada a la financiación en el mercado de la vivienda. Finalmente se presenta la visión de tres agentes del sector privado.

Los autores y coordinadores esperamos que este libro sea útil para la reflexión, el debate razonado, el diagnóstico y el diseño de las políticas económicas en el mercado de la vivienda.

José García Montalvo es Catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra, miembro del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces, profesor investigador de la Barcelona School of Economics e IVIE, y **Josep María Raya Vilchez** es Catedrático de Economía de Tecnocampus de la Universidad Pompeu Fabra.