

FACTORES DETERMINANTES E IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DEL GRADO
DE DESARROLLO DEL MERCADO DE ALQUILER

FACTORES DETERMINANTES E IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DEL GRADO DE DESARROLLO DEL MERCADO DE ALQUILER

Este artículo ha sido elaborado por Margarita Rubio, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

La estructura del mercado de la vivienda presenta notables diferencias entre países. En particular, las divergencias son especialmente marcadas en términos del peso relativo, la eficiencia y el dinamismo del sector del alquiler. Esta heterogeneidad, que responde a múltiples factores —preferencias, fiscalidad, desarrollo del mercado hipotecario, demografía y eficiencia de las instituciones, entre otros—, puede incidir de manera significativa en la transmisión de distintas perturbaciones en las economías, al condicionar los mecanismos de ajuste disponibles.

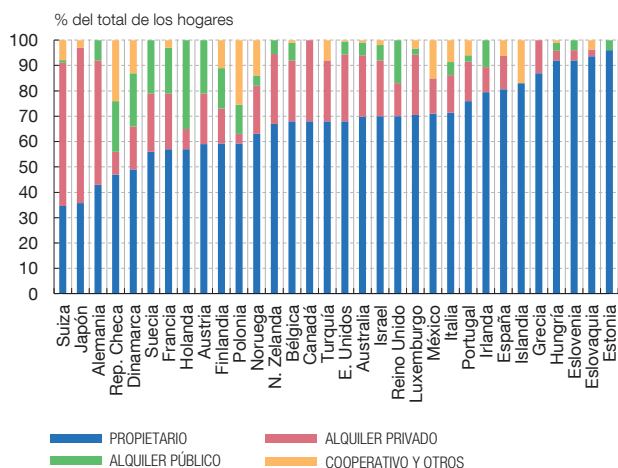
Un aspecto en el que existen notables diferencias es el régimen de tenencia de la vivienda principal: propiedad y arrendamiento, pudiendo ser este último privado o público. La proporción de hogares que vive en régimen de alquiler varía desde valores inferiores al 10% en algunos países de Europa del Este hasta registros por encima del 50% en Suiza, Japón o Alemania (véase panel izquierdo del gráfico 1). Dentro de este segmento, también hay claras disparidades entre países en la importancia relativa del alquiler privado y público. Así, el arrendamiento de inmuebles de titularidad pública —que en ocasiones se realiza con el objetivo de proporcionar alojamiento a grupos específicos, principalmente a los estratos de población con rentas más bajas— representa más de la mitad de este mercado en algunos países —por ejemplo, en Austria, Reino Unido y algunos países escandinavos—, mientras que en otros prácticamente no existe.

Como se muestra en el panel derecho del gráfico 1, en las últimas décadas se ha registrado una tendencia generalizada al incremento en la proporción de vivienda en propiedad en la mayoría de los países de la OCDE [véase Andrews et ál. (2011)]. A esta evolución han contribuido algunas políticas públicas que han tendido a incentivar la tenencia de vivienda en propiedad. Esta tendencia se inició con las tareas de reconstrucción tras la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, en las que, con algunas excepciones, se tendió a subsidiar la vivienda en propiedad y los alquileres públicos [véase Van der Heijden y Boelhouwer (1996)]. Esta orientación de la política económica —principalmente, mediante ventajas fiscales a la adquisición de vivienda— ha tendido a prevalecer en numerosos países. No obstante, más recientemente se han adoptado algunas iniciativas encaminadas a reforzar el mercado del alquiler, dados los efectos beneficiosos sobre el funcionamiento de la economía, que vienen asociados al fortalecimiento de este mercado.

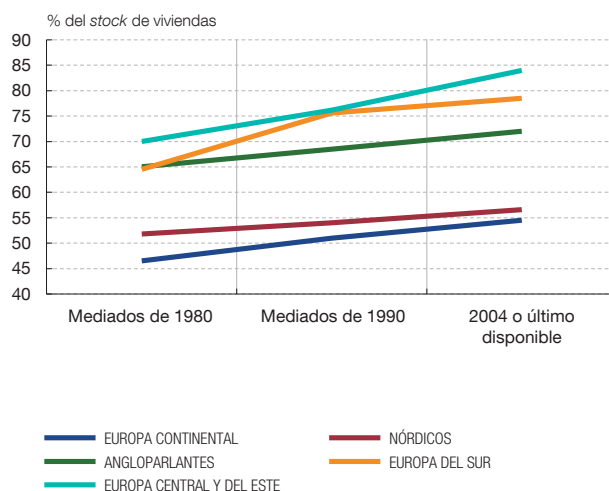
Este artículo ofrece una comparación internacional sobre el mercado del alquiler, revisando las principales variables que inciden sobre el régimen de tenencia de vivienda, las consecuencias del mismo sobre la transmisión de perturbaciones en la economía y algunas medidas para favorecer el arrendamiento¹. Para ello, la siguiente sección repasa los principales factores que explican las diferencias entre países en la ratio de vivienda en alquiler. En el tercer epígrafe se analizan las principales implicaciones macroeconómicas del grado de desarrollo de este mercado y en el cuarto se repasan algunas políticas públicas destinadas a promover y mejorar su funcionamiento. La sección final recoge las principales conclusiones del análisis.

¹ Mora-Sanguinetti (2011) realiza un estudio sobre la estructura institucional del mercado del alquiler en España.

ESTRUCTURA DE LA TENENCIA POR PAÍSES (2009)



TASA DE LAS VIVIENDAS EN PROPIEDAD (MEDIADOS DE 1980-2004)



FUENTES: OCDE y Luxemburg Income Study (LIS).

Factores determinantes de la ratio de vivienda en alquiler

Como se ha apuntado en la introducción, las diferencias entre países en el régimen de tenencia de vivienda responden a múltiples factores, que han sido objeto de análisis en una vasta literatura económica, en la que cabe distinguir tres tipos de estudios. Por un lado, los trabajos que hacen una comparación de las características del mercado del alquiler en diferentes países y extraen conclusiones sobre la incidencia de estos rasgos en la importancia relativa de propietarios y arrendatarios [véanse Pomeroy y Godbout (2011) y Earley (2004), entre otros]. Un segundo grupo de estudios analiza la relación entre el régimen de tenencia de vivienda y diversas variables mediante estimaciones microeconómicas utilizando datos de panel o de sección cruzada para muestras amplias de países, principalmente de la OCDE [véanse, por ejemplo, Andrews y Caldera (2011) o Casas-Arce y Saiz (2010)]. Finalmente, también existen —aunque son más escasos— algunos estudios teóricos que analizan cómo varía la transmisión de distintas perturbaciones en función del grado de desarrollo del mercado del alquiler [véase, por ejemplo, Ortega et ál. (2011)]. En los siguientes párrafos se repasan los factores citados habitualmente en la literatura sobre este tema. Conviene, no obstante, mencionar que algunos de estos factores, como las preferencias o el sistema financiero, tienen un carácter endógeno, es decir, aunque contribuyen a explicar la importancia relativa de la vivienda en alquiler, también se ven condicionados por las características de este mercado.

PREFERENCIAS Y FACTORES CULTURALES

En primer lugar, el diferente peso relativo del mercado del alquiler entre países obedece a diferencias en las *preferencias* de los hogares o a *factores culturales*. Por ejemplo, en el sur de Europa los hijos tienden a vivir con sus padres durante un período más prolongado y, por tanto, entran en el mercado de la propiedad relativamente tarde. Además, con frecuencia reciben el apoyo financiero de sus padres e, incluso, en muchos casos, son estos los que compran la propiedad para ellos [véase Earley (2004)]. Por otro lado, la duración del período dedicado al estudio, así como los hábitos durante la etapa estudiantil —por ejemplo, en qué medida se desplazan fuera de los lugares de origen para cursar sus estudios—, influye sobre la edad a la que se accede al mercado de la vivienda. Finalmente, ciertas actitudes culturales con respecto a la vivienda en propiedad influyen en la importancia relativa de las diferentes formas de tenencia de vivienda. Por ejemplo, para algunos consumidores la propiedad es un símbolo de estatus social o, en otras ocasiones, la posibilidad de dejar una vivienda en herencia a los descendientes se percibe como un obje-

tivo vital en sí mismo. Diferencias en la prevalencia de estos motivos contribuirían a explicar las divergencias en el régimen de tenencia de vivienda entre países.

FACTORES DEMOGRÁFICOS Y MACROECONÓMICOS

Los *factores demográficos y macroeconómicos* también ejercen una influencia significativa en la proporción de vivienda en propiedad. Así, la edad, la renta y el nivel de educación son variables consideradas habitualmente en la literatura empírica sobre esta cuestión. Andrews y Caldera (2011) encuentran, mediante un estudio microeconómico con datos de panel para diferentes países, una correlación positiva entre estas variables y la proporción de hogares que son propietarios de la vivienda en la que residen. En concreto, estos autores encuentran que el envejecimiento de la población ha sido uno de los determinantes en el aumento de la vivienda en propiedad, especialmente en países como Suiza, Alemania, Dinamarca y Canadá. No obstante, el impacto de la renta en la propensión a alquilar no es evidente. Por un lado, es frecuente observar, dentro de un país, que la probabilidad de ser propietarios de la vivienda habitual crece con el nivel de renta. Sin embargo, en estudios de sección cruzada que incluyen países del norte de Europa —que combinan un elevado nivel de renta con altas tasas de vivienda en alquiler— no se encuentra esta correlación positiva entre nivel de renta y tasa de vivienda en propiedad, ya que esta depende de un conjunto amplio de factores.

Los fenómenos migratorios también afectan al régimen de tenencia de la vivienda. Por un lado, existe evidencia de que el incremento de la proporción de inmigrantes extranjeros, especialmente aquellos que no dominan el idioma del país, y de minorías étnicas ha contribuido a elevar en muchos países el tamaño del sector del alquiler. Por otro lado, los desplazamientos desde zonas rurales a urbanas, como los experimentados a principios del siglo pasado en la mayoría de los países desarrollados, propiciaron inicialmente aumentos de las ratios de alquiler, aunque estos tendieron a revertir conforme fue aumentando el nivel de renta de los emigrantes.

ASPECTOS INSTITUCIONALES

Los *aspectos institucionales* que rodean al mercado inmobiliario constituyen otra importante fuente de divergencias entre países en el peso relativo del mercado del alquiler². Además de la regulación específica de ese mercado, cabe destacar el *funcionamiento del sistema judicial*, que incide decisivamente sobre la eficiencia del mismo. Ante la evidencia de la diversa capacidad del sistema judicial para hacer que se cumplan los contratos, Casas-Arce y Saiz (2010) realizan un estudio con una muestra internacional y encuentran que, a mayor formalismo judicial —entendido este como la dificultad general de utilizar el sistema para resolver conflictos relacionados con el alquiler—, la proporción de hogares viviendo en alquiler es menor.

TRATAMIENTO FISCAL

El mercado de la vivienda constituye un campo de acción prioritario para la política económica. En particular, existe un amplio abanico de *exenciones fiscales* y de *subsidios* en inversiones y actividades relacionadas con la vivienda [véase, por ejemplo, BCE (2003)]. Las figuras fiscales vinculadas al mercado inmobiliario pueden clasificarse en las siguientes dimensiones:

- 1 Impuestos y subsidios que afectan a las rentas derivadas de la vivienda o al coste de oportunidad de la inversión en vivienda.
- 2 Impuestos y subsidios asociados a la vivienda en propiedad (IBI).
- 3 Impuestos indirectos, como el IVA u otros gravámenes sobre las transacciones.

² Mora-Sanguinetti (2011) ofrece un análisis exhaustivo de estos elementos en España y en otros países europeos.

Estos instrumentos fiscales influyen de manera directa en la toma de decisiones en esta materia por parte de los agentes. En concreto, afecta a la elección entre inversión en vivienda y en otros activos, a la elección entre adquisición de vivienda nueva o de segunda mano, y a la decisión entre comprar o alquilar una vivienda. Precisamente, en relación con esta última dimensión, los subsidios a la compra proporcionan un incentivo a la propiedad en detrimento del alquiler³. Igualmente, las deducciones fiscales asociadas al pago de hipotecas sobre la vivienda habitual también potencian la compra de vivienda, mientras que los incentivos fiscales al alquiler incrementan el peso de este mercado. Finalmente, los impuestos sobre las transacciones de bienes inmuebles también irían en detrimento de la vivienda en propiedad, además de tener efectos negativos sobre la actividad inmobiliaria y sobre la movilidad laboral. En todo caso, cabe señalar que las políticas públicas responden, en cierta medida, a las preferencias de los votantes y, por lo tanto, en ellas se materializan, en mayor o menor medida, las preferencias sociales y culturales.

En la mayoría de los países de la OCDE, las políticas públicas han tendido a promover la compra de vivienda, a través de un tratamiento fiscal favorable a la vivienda en propiedad [véase, por ejemplo, el cuadro 3 en Mora-Sanguinetti (2011) para los países de la UEM]. En general, la figura más habitual es la deducción de los pagos por intereses de la hipoteca en el impuesto sobre la renta, aunque se suele restringir a los correspondientes a la residencia principal y, en algunos países, solo es aplicable para los contribuyentes con rentas más bajas. En los últimos años, se ha observado una cierta tendencia a la reducción de estos beneficios —como en el caso de Suecia, donde se decidió a principios de los noventa reducir los incentivos a invertir en propiedad inmobiliaria mediante la igualación de los tipos marginales entre diferentes tipos de activos— o, al menos, limitar su aplicación a sectores específicos de la población —como, por ejemplo, en Holanda, donde se introdujeron subsidios solo para los hogares de rentas más bajas y que compraban por primera vez—. Pomeroy y Godbout (2011) muestran también que en los países anglosajones, como Australia, Estados Unidos y el Reino Unido, se ha adoptado un trato fiscal favorable para los propietarios de vivienda por distintas vías: exenciones en los impuestos de ganancias de capital, no gravar las rentas imputadas y, en algunos países, deducciones de los intereses de las hipotecas.

FACTORES FINANCIEROS

La disponibilidad de crédito para la adquisición de una vivienda en propiedad es otro factor determinante en la configuración del mercado. El *desarrollo del mercado hipotecario* y las *innovaciones financieras*, en la medida en que aumentan la accesibilidad de los hogares a la adquisición de vivienda, contribuyen a incrementar la proporción de vivienda en propiedad, en detrimento de la vivienda en alquiler. No obstante, en sentido contrario, la preferencia por la compra o el alquiler también puede influir en la configuración del sistema financiero de un país. Por ejemplo, la existencia de una elevada demanda de vivienda en propiedad favorecerá el desarrollo del mercado hipotecario y la creación de nuevos productos para financiar esta necesidad. En este sentido, la fuerte expansión del mercado hipotecario estadounidense desde el inicio de los ochenta ha sido relacionada con unas preferencias políticas a favor de un acceso amplio a la vivienda en propiedad [véase Rajan (2010)]. Este extraordinario desarrollo, que ha venido acompañado de una diversificación de instrumentos de financiación y de un aumento del número de intermediarios financieros, se ha traducido en un ascenso de la ratio de vivienda en propiedad

³ Véase Gervais (2002) para un modelo de ciclo vital dinámico y estocástico en el que los subsidios a la compra reducen el mercado de alquiler.

del 64% al 68% en el período 1994-2009 [véase Cuadro-Sáez et ál. (2010)]⁴. Sin embargo, a raíz de la crisis, el mercado ha sufrido una importante transformación, derivando en un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito y una reducción de las titulaciones. Como señala Di Pasquale (2011), en estas circunstancias cabe esperar una elevación de la proporción de vivienda en alquiler como consecuencia de que muchos hogares que se enfrentan a ejecuciones hipotecarias pasen a ser inquilinos en lugar de propietarios.

Otro aspecto que se ha de tener en cuenta es la consideración de la vivienda como un mecanismo de acumulación de riqueza. En muchos países, el acceso a un crédito adicional usando la vivienda ya adquirida como garantía del préstamo es una práctica relativamente habitual (el denominado «reembolso del capital inmobiliario»)⁵. La mayor capacidad del sistema financiero para propiciar este reembolso y aumentar el consumo también puede afectar positivamente a la propensión de los hogares a la compra, ya que en este caso los agentes encontrarán más beneficioso tener una vivienda en propiedad y aprovechar esta ventaja [véase Marqués et ál. (2010)].

Implicaciones macroeconómicas del grado de desarrollo del mercado de alquiler

El grado de desarrollo del mercado de alquiler tiene implicaciones tanto sobre el proceso de formación de precios en el mercado inmobiliario como, más en general, sobre los mecanismos de ajuste y la transmisión de *shocks* en la economía. En particular, puede afectar al dinamismo del mercado laboral, a la magnitud del efecto riqueza — ante variaciones en el precio de la vivienda— o a la intensidad del impacto de las medidas de política monetaria, entre otras dimensiones.

El régimen predominante de tenencia de la vivienda principal tiene implicaciones para la *movilidad laboral*. En concreto, un alto porcentaje de vivienda en propiedad suele estar asociado, *ceteris paribus*, con un mercado laboral menos dinámico y eficiente, lo que en la literatura se conoce como la «hipótesis de Oswald» [véase Oswald (1996 y 1999)]. Las decisiones de cambiar de residencia para aceptar un nuevo trabajo están influenciadas por las condiciones del mercado inmobiliario, ya que los costes vinculados a la vivienda (el pago de una hipoteca o el alquiler) constituyen típicamente el mayor componente del presupuesto de los hogares. En particular, altos costes de transacción y de búsqueda, tanto para la compra como para el alquiler, reducen los incentivos a los cambios de residencia y, por tanto, pueden mermar la eficiencia del mercado de trabajo. Ya que, en general, estos costes suelen ser más bajos para la vivienda en alquiler, un mal funcionamiento y una regulación ineficiente de los mercados de alquiler pueden reducir significativamente la movilidad geográfica, lo que perjudica principalmente a ciertos segmentos de la población como los jóvenes y los desempleados. La evidencia empírica confirma que la movilidad laboral es menor entre propietarios que entre inquilinos, aunque existen otros factores, como la estructura salarial y las condiciones de entrada y salida en el mercado laboral, que también influyen en la movilidad laboral [véase Barceló (2006)]. En todo caso, la existencia de una ratio elevada de vivienda en propiedad no tendría por qué ser nociva para la movilidad laboral si los costes de transacción, en sentido amplio, fuesen reducidos.

Por otro lado, la magnitud de los *efectos riqueza* asociados a distintas perturbaciones también está condicionada por la proporción relativa de propietarios y arrendatarios. Así, ante un aumento en el valor de la riqueza, provocado por descensos de los tipos de inte-

4 Rajan (2010) sostiene que una de las razones últimas es una política favorecedora del acceso universal a la vivienda en propiedad, como contrapeso a la creciente desigualdad de rentas. Esta política no solo promovió el crecimiento de estos instrumentos financieros, sino que propició una regulación y supervisión laxa en torno a ellos.

5 Esta práctica se denomina habitualmente con un término inglés, *mortgage equity withdrawal*.

rés o por aumentos de la demanda de activos inmobiliarios, los hogares pueden aumentar su consumo. Este canal se verá acentuado en los países en los que los agentes suelen usar su vivienda como colateral para nuevos préstamos. Por tanto, a nivel macroeconómico, los efectos riqueza serán mayores cuanto mayor sea la fracción de vivienda en propiedad y cuanto más extendido sea el reembolso del capital inmobiliario [véase Maclennan et ál. (1998)].

La proporción de vivienda en alquiler también puede afectar a la transmisión de la *política monetaria*. En efecto: como se acaba de señalar, una variación de los tipos de interés afecta al valor presente descontado de la riqueza (incluyendo la inmobiliaria) y potencialmente también al volumen de pagos por intereses. La magnitud de ambos efectos estará directamente relacionada con la fracción de vivienda en propiedad. Si existen muchos agentes endeudados en la economía porque la proporción de vivienda en propiedad es alta, estos se verán especialmente afectados por cambios en la política monetaria, produciéndose en consecuencia efectos redistributivos. Un estudio reciente del Banco Central Europeo [BCE (2009)] muestra que el nivel de endeudamiento de los hogares de la zona del euro se ha incrementado notablemente en los últimos años, coincidiendo con el aumento de la proporción de vivienda en propiedad. El análisis concluye que esta evolución ha provocado que la renta disponible y el consumo de los hogares sean más vulnerables a las perturbaciones. Así, ante una subida de tipos de interés por parte del banco central, el consumo tenderá a disminuir en mayor proporción en los países donde existan más hogares que sean propietarios de una vivienda —por un mayor efecto riqueza— y cuanto mayor sea el volumen de hipotecas vivas a tipo variable —por el aumento inducido en los pagos de intereses—, mientras que esta medida no afectará de manera directa a los agentes que alquilan. Ante una subida de los tipos de interés oficiales, si en el país —como son los casos de España o el Reino Unido— predomina la estructura hipotecaria a tipo variable, son los agentes endeudados los que se ven afectados negativamente, mientras que las entidades financieras se ven beneficiadas⁶. Aunque en términos agregados los efectos tienden a compensarse, no son nulos, ya que los agentes con rentas bajas (que generalmente están más endeudados en términos relativos) suelen tener una mayor propensión marginal a consumir. Rubio (2011) demuestra que, cuanto mayor es la proporción de agentes endeudados en la economía, más acusadas son las diferencias entre un escenario de tipos fijos o variables.

Finalmente, también en relación con el impacto financiero de una elevada demanda de vivienda en propiedad, cabe mencionar la posible formación de *procesos de sobrevaloración* o, incluso, burbujas en el mercado inmobiliario, favorecidas por contextos de holgura en las condiciones financieras. Arce y López-Salido (2011) muestran cómo la existencia de fricciones (por ejemplo, sesgos impositivos) que primen la vivienda en propiedad frente al alquiler pueden favorecer la formación de burbujas, al incentivar la adquisición de viviendas por un motivo especulativo; es decir, estas fricciones hacen que resulte más ventajoso mantener una vivienda vacía, esperando su revalorización, que sacarla al mercado de alquiler.

La valoración en términos de bienestar de las diferencias —asociadas a distintos regímenes de tenencia de la vivienda principal— en la magnitud de los canales financieros que operan en la transmisión de diversas perturbaciones no es obvia. Por una parte, una mayor proporción de vivienda en propiedad lleva aparejado un efecto riqueza más potente, lo

⁶ En el caso de los tipos fijos, el efecto es el contrario: los prestatarios se ven beneficiados, y los prestamistas, perjudicados.

Políticas para fomentar el desarrollo del mercado del alquiler

LA ORIENTACIÓN DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

que, a priori, supone una mayor capacidad del banco central para estabilizar la economía. Sin embargo, también vendría acompañada de una volatilidad agregada de la economía más elevada al aumentar la sensibilidad de esta ante distintas perturbaciones, tanto monetarias como de precios de la vivienda. En el recuadro 1 se recogen los resultados de una simulación de estas perturbaciones en un modelo de equilibrio general dinámico.

El desarrollo del sector del alquiler privado puede considerarse como un elemento favorable que, por un lado, facilita la provisión de una residencia accesible a los hogares que no pueden entrar en el mercado de la vivienda en propiedad y, por otro, genera efectos macroeconómicos beneficiosos, como, por ejemplo, el aumento de la movilidad geográfica de los desempleados. Con políticas públicas apropiadas, este segmento constituye una alternativa de largo plazo a la vivienda en propiedad. En este sentido, recientemente, algunos Gobiernos han adoptado algunas medidas para favorecer el crecimiento del sector del alquiler privado, especialmente para ciertos grupos de edad y renta.

Las políticas directamente relacionadas con el sector de la vivienda responden a objetivos de eficiencia —corrección de fallos de mercado y externalidades— y equidad —medidas redistributivas y de carácter social—. Las políticas públicas en el mercado de la vivienda han tendido tradicionalmente a potenciar la vivienda en propiedad, a través de múltiples mecanismos. Esta orientación ha descansado en diversos motivos: la percepción de que la vivienda en propiedad constituye una manera de promoción social y seguridad; la consideración histórica (especialmente, en los países anglosajones) de que la vivienda en propiedad era una forma de minimizar los riesgos de inestabilidad política; y, finalmente, el hecho de que esta forma de organización tiene una externalidad positiva que supone el mejor mantenimiento de los inmuebles y del entorno.

Sin embargo, un sesgo excesivo de las políticas públicas hacia la vivienda en propiedad puede limitar el desarrollo del sector del alquiler, lo que se percibe crecientemente como un elemento que se debe corregir [véase Van den Noord (2005)]. En efecto, la existencia de un mercado de alquiler suficientemente desarrollado es deseable, por diversos motivos. En primer lugar, contribuye a lograr que aquellos que no tienen recursos suficientes para comprar un inmueble tengan acceso a una vivienda de alquiler. En esta categoría se encontrarían los hogares más jóvenes y los segmentos de la población con baja renta. En países como Italia o España, con mercados de alquiler de reducido tamaño, se observa cómo los jóvenes abandonan el hogar paterno más tarde, lo que puede tener implicaciones sociales. Además, un mercado de alquiler desarrollado amplía el abanico de oportunidades de inversión para los consumidores.

Por otra parte, como se ha mencionado en la sección anterior, un mercado de alquiler dinámico puede promover la movilidad geográfica, lo que resulta especialmente beneficioso en un contexto de elevado desempleo.

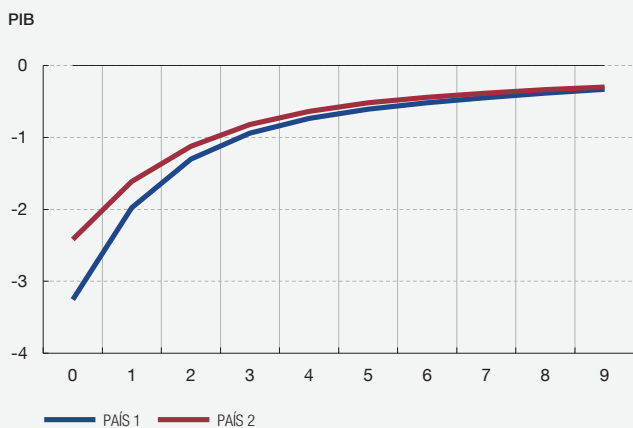
Adicionalmente, un mercado de alquiler más dinámico también contribuye a mitigar el riesgo de formación de burbujas en el mercado inmobiliario y sus elevados costes sociales, por lo que, desde esta perspectiva, también resulta deseable el desarrollo de políticas que reduzcan las fricciones en el mercado de alquiler [véase Arce y López-Salido (2011)]. Precisamente, algunos autores, como Rajan (2010), han puesto de manifiesto cómo el exceso de promoción de la vivienda en propiedad en Estados Unidos, junto con unas condiciones de acceso al crédito demasiado laxas, ha estado en el origen de la reciente crisis financiera global. Efectivamente, en los años previos a la crisis, la capacidad de financiación de las entidades de crédito al sector inmobiliario se vio notablemente

En este recuadro se presentan los resultados de ejercicios de simulación de un *shock* de política monetaria y de un *shock* positivo a la demanda de vivienda para dos países que difieren exclusivamente en su proporción de vivienda en alquiler, que es mayor en el país 2.

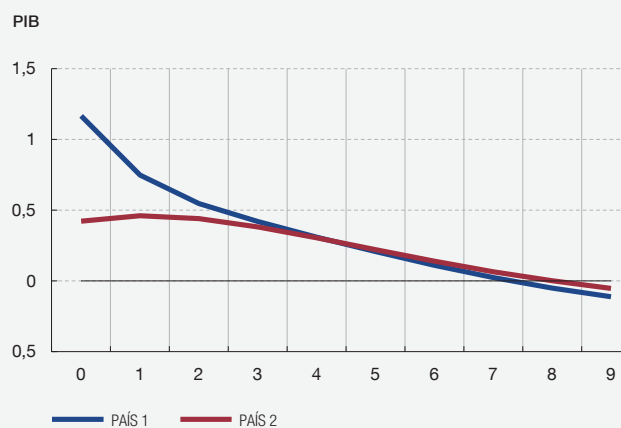
Para realizar estas simulaciones se utiliza una versión simplificada del modelo de Iacoviello (2005), al que se le añade un mercado de alquiler. En este modelo existen agentes que ahorran y agentes que piden prestado, que son más impacientes que los anteriores. Además, los consumidores que piden prestado necesitan colateral. Este colateral está ligado a las viviendas que poseen en propiedad, con lo que cambios en el precio de estas viviendas van a afectar directamente al valor del colateral y, por tanto, a la cantidad que pueden pedir prestada y a su consumo.

Las simulaciones muestran cómo, ante los mismos *shocks*, las variables reaccionan en mayor medida en el país 1, donde se incentiva la compra de vivienda. En concreto, en el gráfico de la izquierda, se representan los efectos de un aumento del tipo de interés, que provoca una caída tanto en el precio de la vivienda como en el *output* de ambos países. Sin embargo, en el país 1, en el que la proporción de vivienda en propiedad es mayor, dado que los efectos directos sobre los pagos de las hipotecas y los efectos indirectos a través de la restricción de colateral son mayores en el agregado, las variables reaccionan con más intensidad. En el gráfico de la derecha se presentan las respuestas de los precios de la vivienda y el PIB ante un *shock* positivo a la demanda de vivienda, que actúa directamente sobre los precios de la misma. Como el efecto sobre el colateral es más acusado en el país 1, el PIB aumenta en mayor medida en dicho país.

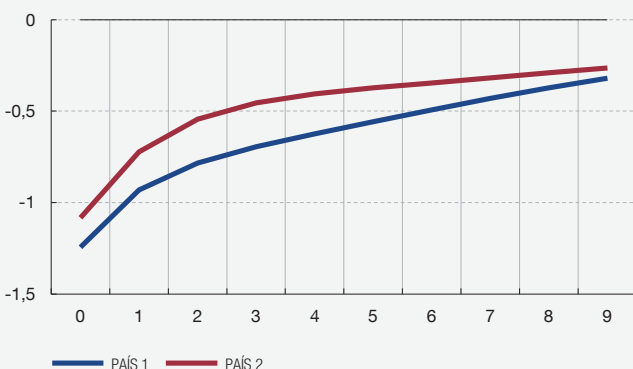
IMPULSO-RESPUESTAS A UN SHOCK DE POLÍTICA MONETARIA



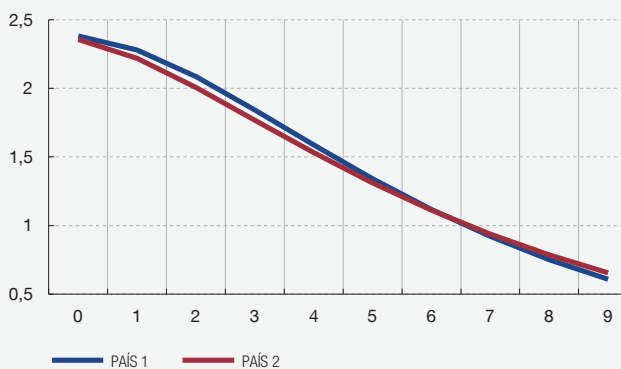
IMPULSO-RESPUESTAS A UN SHOCK EN EL PRECIO DE LA VIVIENDA



PRECIOS DE LA VIVIENDA



PRECIOS DE LA VIVIENDA



FUENTE: Banco de España.

incrementada por el desarrollo de los mercados de titulización y otros productos, lo que permitió a las entidades financieras expandir enormemente sus balances, facilitando la financiación de la vivienda en propiedad [véase Marqués et ál. (2010)]. Los instrumentos de titulización de las hipotecas *subprime*, potenciados por el proceso paralelo de innovación financiera y las lagunas en la regulación y supervisión de los mismos, se utilizaron extensivamente para financiar la expansión inmobiliaria en Estados Unidos. Estos instrumentos se vieron especialmente afectados en su valoración por el deterioro del mercado inmobiliario, siendo el desencadenante de la primera fase de la crisis financiera [véase Cuadro-Sáez et ál. (2010)]. Posiblemente, estos desarrollos no se habrían producido de la misma manera con un mercado de la vivienda en el que no se hubiese propiciado esa preferencia tan marcada hacia la vivienda en propiedad.

Con la excepción de algunos países, como Austria, Alemania o Suecia, que han intentado mantener un marco regulatorio y fiscal neutral en cuanto a las opciones de alquileres sociales, privados y vivienda en propiedad, la práctica más común hasta hace poco ha sido el fomento de esta última modalidad. Por este motivo, y con el fin de alcanzar los beneficios derivados de la existencia de un mercado de alquiler suficientemente profundo, este se está intentando impulsar mediante la supresión de algunos incentivos a la adquisición de vivienda y la adopción de diversos mecanismos de estímulo al alquiler.

Las intervenciones que pueden utilizar los Gobiernos para incidir sobre el mercado del alquiler pueden operar por el lado de la oferta o por el de la demanda. En las del primer tipo se incluirían medidas de diversa naturaleza: cambios en los impuestos sobre la propiedad o sobre las rentas del alquiler, créditos fiscales o subsidios a los inversores, protección a los propietarios de vivienda en alquiler, regulación y control del alquiler, y mejoras de la eficiencia del sistema judicial, entre otras. Las posibles medidas que incidirían sobre la demanda incluirían exenciones de impuestos, tratamiento de ganancias de capital, créditos fiscales al alquiler, subsidios a los propietarios, y regulación de los alquileres, entre otras⁷. El objetivo de la combinación de políticas elegida debería ser la consecución de un mercado de la vivienda equilibrado, entendido este como aquel en el que los inversores y los productores del *stock* de viviendas están indiferentes entre la venta y el alquiler, del mismo modo que los consumidores [véase Angel (2000)].

Aunque en los últimos años se han puesto en marcha diversos programas potencialmente favorables al desarrollo de los mercados de alquiler, tanto el marco regulatorio como el fiscal siguen siendo generalmente favorables a la vivienda en propiedad. En todo caso, desde mediados de los años ochenta se han introducido algunos cambios en la regulación que han tendido a estimular la oferta de viviendas en alquiler [véase O'Sullivan y De Decker (2007)]. Entre estas, cabe destacar la liberalización de las rentas de alquiler que se ha producido en distintos países europeos, como Finlandia e Italia, con carácter general, o en los casos de Holanda (para el segmento más caro del mercado) y Dinamarca (para los apartamentos construidos después de 1991). En Grecia y en Francia se liberalizó a finales de los noventa la negociación de los alquileres para nuevos contratos. También en España ha habido algunas iniciativas regulatorias que han tratado de promover el mercado de alquiler⁸.

7 Véase Mora-Sanguinetti (2011) para una exposición detallada de los efectos económicos de diversos aspectos de la estructura institucional del mercado del alquiler en España.

8 Mora-Sanguinetti (2011) apunta que las reformas recientes dirigidas a aumentar la efectividad del sistema judicial deberían tener efectos positivos en el mercado de alquiler. Por su parte, Ortega et ál. (2011) encuentran que las recientes medidas fiscales a favor del alquiler tenderían a disminuir la proporción de vivienda en propiedad frente al alquiler.

Por otro lado, en algunos países se ha tendido a fomentar el alquiler privado frente al público. Así, por ejemplo, hasta finales de los noventa, las autoridades locales alemanas eran propietarias de alrededor de cuatro millones de viviendas, y desde entonces un gran número de estos inmuebles en las ciudades más grandes ha sido puesto en venta y adquirido por inversores privados, pasando a ser de alquiler privado. Procesos de privatización similares también han tenido lugar en otros países del área del euro, como Austria e Italia. Finalmente, se ha apreciado una cierta tendencia a la disminución de las deducciones por intereses hipotecarios [véase BCE (2009) para el caso de los países del área del euro]. En todo caso, la escasa entidad de las reformas, la prevalencia de los incentivos a la tenencia en propiedad o el carácter reciente de algunas de las reformas explican los aumentos limitados en las ratios de vivienda en alquiler, siendo los países nórdicos —Finlandia y Dinamarca—, que ya partían de proporciones elevadas, las principales excepciones.

Conclusiones

El mercado del alquiler presenta claras diferencias entre países, tanto en su tamaño como en su eficiencia y dinamismo. Esta heterogeneidad responde a diversos factores: preferencias de los consumidores, características demográficas, tratamiento fiscal de la adquisición y el alquiler de viviendas, marco regulatorio o desarrollo del sistema financiero, entre otros.

Tradicionalmente ha existido una cierta tendencia de las políticas públicas a favorecer la vivienda en propiedad. Esta orientación ha descansado, principalmente, en la percepción de que la tenencia de vivienda constituye un factor de cohesión social. Sin embargo, en los últimos años la evidencia empírica ha tendido a mostrar que un fomento excesivo de la vivienda en propiedad resulta en un subdesarrollo del mercado del alquiler, lo que puede entrañar ciertos costes sociales y económicos. Entre estos últimos cabe destacar la posible formación de burbujas especulativas, en contextos de abundante liquidez y bajos costes de financiación, y la escasa movilidad geográfica, que puede ser especialmente adversa en situaciones de elevado desempleo. Estas conclusiones se han visto reforzadas por la crisis financiera global, donde la proliferación de activos tóxicos ligados a la financiación hipotecaria (principalmente, en Estados Unidos), el elevado endeudamiento y el crecimiento extraordinario del precio de la vivienda han estado en el origen de la misma.

Como consecuencia de estos desarrollos, en los últimos años se observa una cierta tendencia en aquellos países donde la proporción de vivienda en alquiler es reducida a la promoción de este mercado. No obstante, los cambios en el marco regulatorio y fiscal en una materia tan sensible como la vivienda no resulta una tarea fácil y, por tanto, los avances han sido limitados. El fomento del alquiler se ha procurado en los últimos años por diversas vías: principalmente, mediante la reducción de los incentivos fiscales a la compra de vivienda, la introducción de subsidios directos al alquiler y, en menor medida, a través de reformas legislativas que mejoran el marco contractual y judicial que rige este mercado. En general, los avances en el desarrollo del alquiler son todavía insuficientes en muchas economías, por lo que parece necesario perseverar en las reformas que permitan lograr una mayor profundidad en este mercado, lo que redundará en ganancias de eficiencia y bienestar para la economía en su conjunto.

19.12.2011.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDREWS, D., y A. CALDERA (2011). *Drivers of Homeownership Rates in Selected OECD Countries*, OECD Economics Department Working Paper, 849.
- ANDREWS, D., A. CALDERA y A. JOHANSSON (2011). *Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Paper, 836.
- ANGEL, S. (2000). *Housing Policy matters: A Global Analysis*, Oxford University Press.

- ARCE, O., y D. LÓPEZ-SALIDO (2011). «Housing Bubbles», *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, pp. 212-241.
- BARCELÓ, C. (2006). *Housing tenure and labour mobility: A comparison across European countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0603, Banco de España.
- (2007). «La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europa», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- BCE (2003). *Structural Factors in the EU Housing Markets*.
- (2009). *Housing Finance in the Euro Area*, Occasional Paper Series, 101.
- CASAS-ARCE, P., y A. SAIZ (2010). «Owning versus Renting: Do Courts Matter?», *The Journal of Law and Economics*, 53, pp. 137-165.
- CUADRO-SÁEZ, L., L. ROMO y M. RUBIO (2010). «El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- DIPASQUALE, D. (2011). «Rental housing: Current Market Conditions and the Role of Federal Policy», *Citiescape: A Journal of Policy Development and Research*, 13 (2).
- EARLEY, F. (2004). «What explains the Differences in Homeownership Rates in Europe», *Housing Finance International*, 19, pp. 25-30.
- EMF HYPOSTAT (2008). *A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets*.
- GERVAIS, M. (2002). «Housing Taxation and Capital Accumulation», *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 1461-1489.
- IACOVIELLO, M. (2005). «House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle», *American Economic Review*, 95 (3), pp. 739-764.
- LÓPEZ-GARCÍA, M. (1996). «Precios de la vivienda e incentivos fiscales a la vivienda en propiedad en España», *Revista de Economía Aplicada*, 12 (6), pp. 37-74.
- MACLENNAN, D., J. MUELLBAUER y M. STEPHENS (1998). «Asymmetries in housing and financial market institutions and EMU», *Oxford Review of Economic Policy*, 14, pp. 54-80.
- MARQUÉS, J. M., L. Á. MAZA y M. RUBIO (2010). «Una comparación de los ciclos inmobiliarios recientes en España, Estados Unidos y Reino Unido», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MATEA, M., y J. MARTÍNEZ (2002). «El mercado de la vivienda en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- MORA-SANGUINETTI, J. S. (2010). *The Effect of Institutions on European Housing Markets: An Economic Analysis*, Estudios Económicos, n.º 77, Banco de España.
- (2011). «Algunas consideraciones sobre el mercado del alquiler en España», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- ORTEGA, E., M. RUBIO y C. THOMAS (2011). «House purchase versus rental in Spain», *Moneda y Crédito*, 232.
- O' SULLIVAN, E., y P. DE DECKER (2007). «Regulating the Private Housing Market in Europe», *European Journal of Homelessness*, 1.
- OSWALD, A. (1996). *A Conjecture on the Explanation for high Unemployment in the industrialized Nations: Part I*, University of Warwick Economics Research Papers, 475.
- (1999). *The Housing Market and Europe's Unemployment. A non-technical Paper*, mimeo.
- POMEROY, S., y M. GODBOUT (2011). *Development of the Rental Housing Market in Latin America and the Caribbean*, Inter-American Development Bank, IDB-Dp-173.
- RAJAN, R. (2010). *Fault Lines: How hidden Fractures still threaten the World Economy*, Woodstock, Princeton University Press.
- RODRÍGUEZ, J. (2009). *Políticas de vivienda en un contexto de exceso de oferta*, Documento de Trabajo 155/2009, Laboratorio de Alternativas.
- RUBIO, M. (2011). «Fixed- and Variable-Rate Mortgages, Business Cycles, and Monetary Policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, 43 (4), pp. 657-688.
- VAN DEN NOORD, P. (2005). «Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence», *Économie Internationale*, 101, pp. 29-45.
- VAN DER HEIJEN, H., y P. BOELHOUWER (1996). «The Private Rented Sector in Western Europe: Developments since the Second World War and Prospects for the Future», *Housing Studies*, 11 (1).