

Ana Fernández Pablo*
Alejandra Martínez Lera*
Pablo Valero Carrasco*

¿COMPRAR O ALQUILAR? LOS EFECTOS ECONÓMICOS Y REDISTRIBUTIVOS DE LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA

Este artículo analiza las dos manifestaciones posibles de la demanda de vivienda: la compra y el alquiler. A través de una aproximación teórica, se detalla la lógica económica que subyace a la decisión de compra o alquiler de vivienda, basada en los diferenciales de coste relativo, y se ahonda en el caso empírico de España. Se concluye que la restricción financiera resultante de los cambios regulatorios y de mercado en el sector bancario español a raíz de la crisis de 2008 segmentó el mercado de concesión de crédito para vivienda, limitando el acceso a la compra para una gran parte de la población, impulsando al alza el coste relativo del alquiler, distorsionando la eficiencia asignativa de dicho mercado y generando efectos regresivos en términos de distribución de la renta nacional.

Buy or Rent? The Economic and Redistributive Effects of Financial Restrictions on the Housing Market in Spain

This article analyzes the two possible manifestations of housing demand: buying and renting. Through a theoretical approach, it details the economic logic underlying the decision to buy or rent a home, based on relative cost differentials, and delves into the empirical case of Spain. It concludes that the financial restrictions resulting from regulatory and market changes in the Spanish banking sector in the wake of the 2008 crisis segmented the market for housing loans, limiting access to home ownership for a large part of the population, driving up the relative cost of renting, distorting the allocative efficiency of that market, and generating regressive effects in terms of national income distribution.

Palabras clave: acceso a la vivienda, restricción presupuestaria, préstamo hipotecario.

Keywords: access to housing, budget constraint, mortgage loan.

JEL: D14, G21, R21.

* Técnico Comercial y Economista del Estado.

Versión de enero de 2026.

<https://doi.org/10.32796/ice.2026.942.7964>

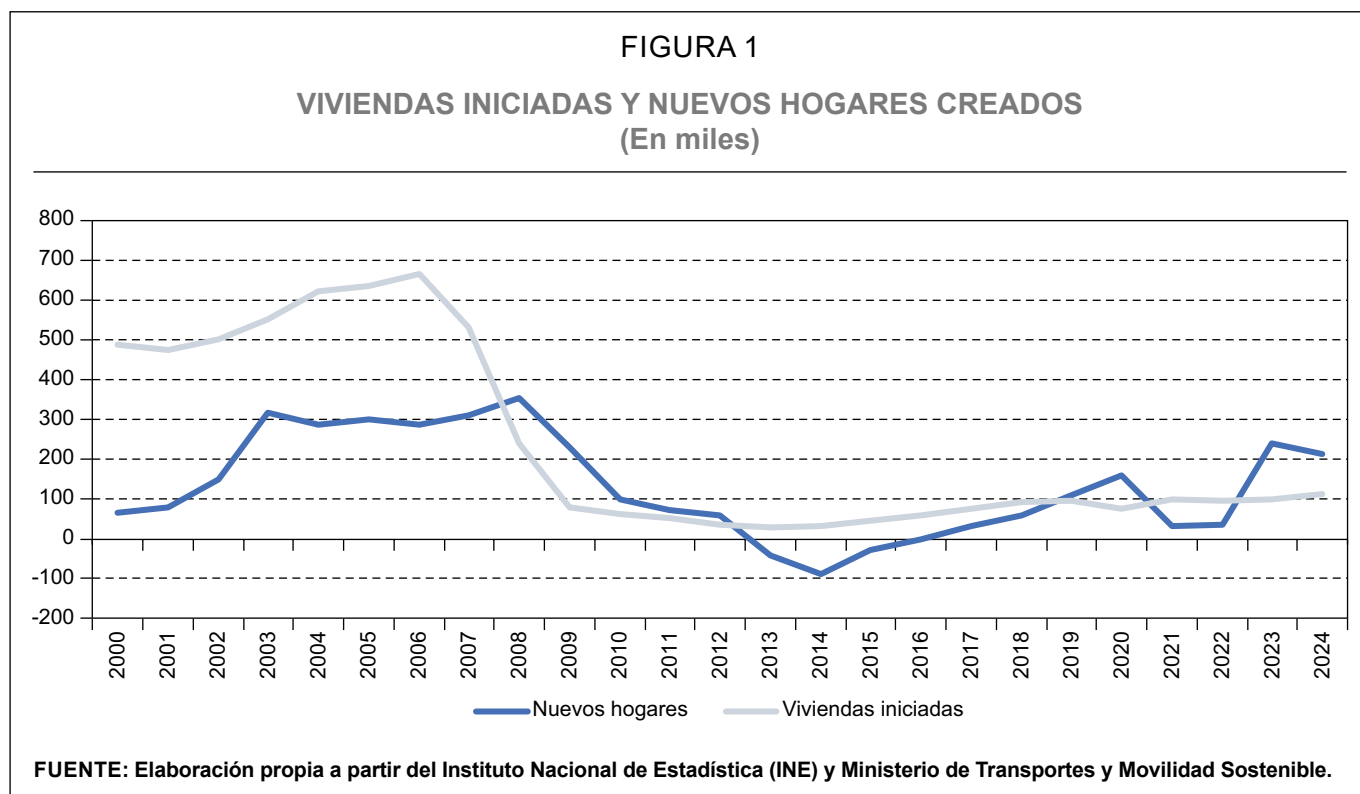
1. Introducción

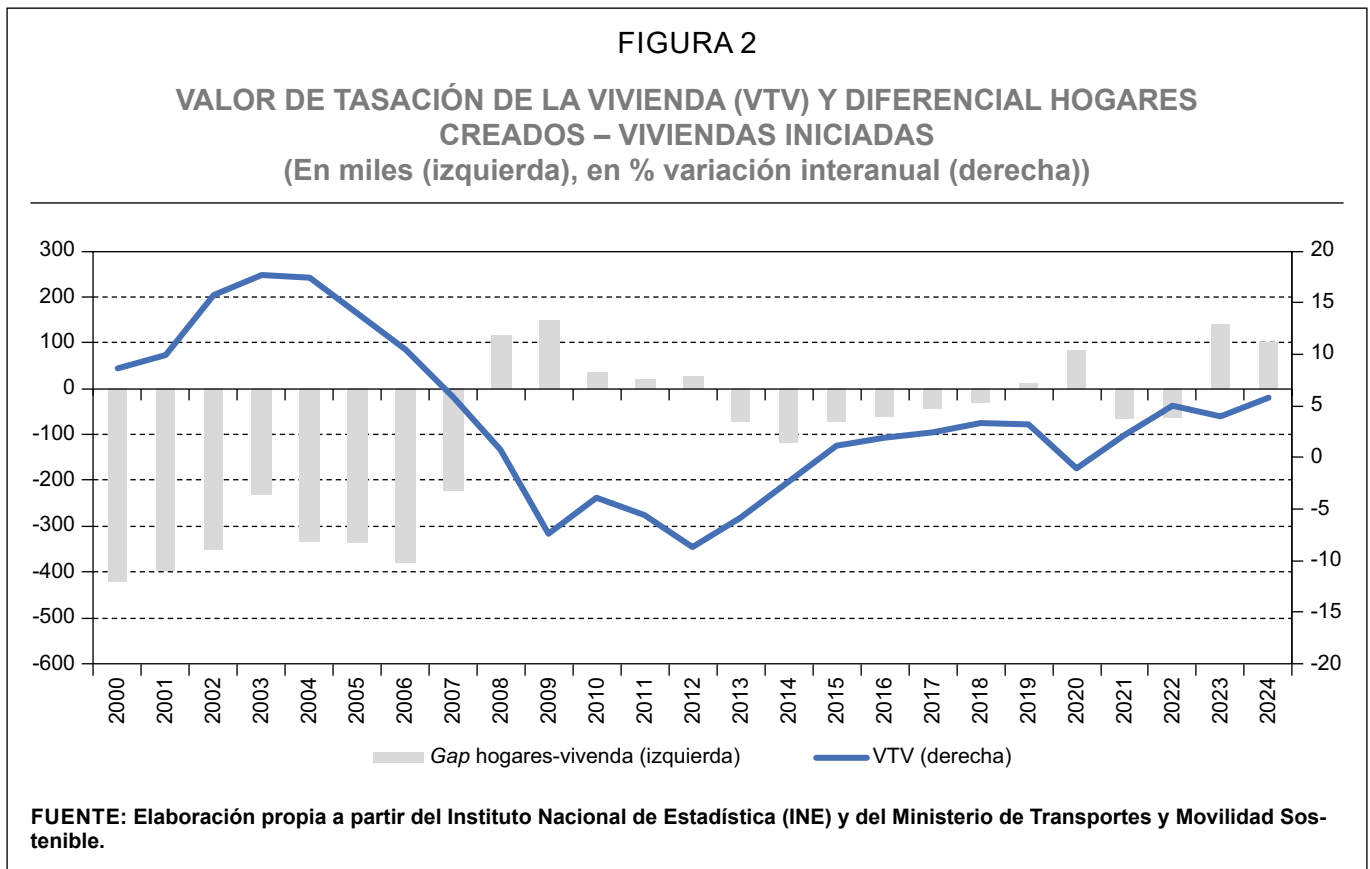
El mercado de la vivienda en España ha experimentado ciclos muy marcados a lo largo de las primeras décadas del siglo XXI. Desde el inicio de siglo hasta 2007, el mercado se caracterizó por intensos incrementos de precios unidos a un nivel de construcción de viviendas muy superior al crecimiento de los hogares. De 2007 hasta 2015, el ciclo fue el contrario, con notables caídas de precios unidas a la práctica paralización de la actividad de construcción de vivienda. De 2015 a 2019, empezó un nuevo ciclo de precios alcistas, sin incremento significativo de la oferta de vivienda. Finalmente, tras la pandemia de COVID-19 en 2020, el mercado entró en un último ciclo de muy notables subidas de precios junto con un ritmo de construcción de vivienda muy inferior al crecimiento poblacional (Figuras 1 y 2).

De la evolución histórica descrita se deduce que el mercado de la vivienda en España rara vez se encuentra en un equilibrio estable, sino que tiende a sufrir abruptos

ajustes en precios y cantidades en un sentido tras años de desequilibrio acumulado en sentido contrario. Se hace necesario analizar la particularidad de las dinámicas de oferta (viviendas disponibles) y demanda (población que requiere servicios habitacionales) en este sector para entender unas fluctuaciones cíclicas tan marcadas. Dentro de un marco de análisis potencial tan amplio, este artículo se centra en explorar las dinámicas de una de las vertientes del problema, la demanda de vivienda, haciendo énfasis en la distinción entre sus dos posibles manifestaciones: la compra y el alquiler.

Una de las particularidades del mercado de la vivienda es que el producto que se comercializa es a la vez un bien de consumo y un bien de inversión. Esto es así, por la naturaleza duradera y con muy largos periodos de amortización del bien en cuestión. Así, los potenciales demandantes de servicios habitacionales pueden optar por acceder a ellos mediante la modalidad de alquiler o mediante la modalidad de compra. La decisión dependerá de la relación entre preferencias y costes económicos





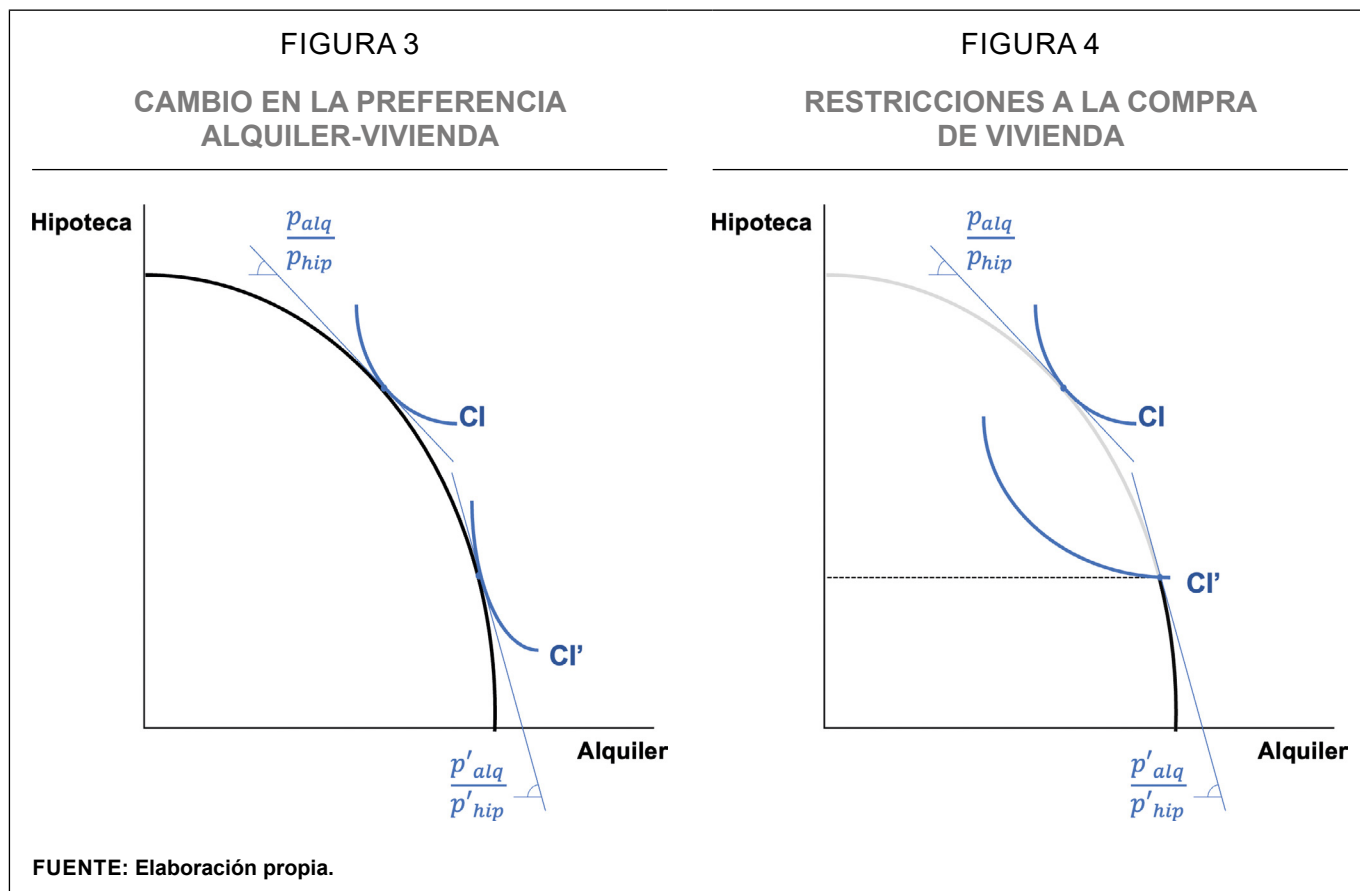
relativos, como en cualquier decisión en el ámbito económico, pero con una particularidad adicional. El acceso a la modalidad de inversión exige disponer de capital dinerario previo, bien sea fondos propios o financiación ajena. Así, a la decisión económica racional basada en preferencias y precios se une la capacidad de acceder a liquidez. Este artículo ahonda sobre los efectos de potenciales restricciones en el acceso a liquidez de los hogares en la decisión de comprar o alquilar vivienda. Como se detallará en los siguientes apartados, los efectos no solo afectan al ámbito de la eficiencia económica, sino que tienen implicaciones en la distribución de la riqueza en España.

La estructura del artículo es como sigue: tras esta introducción, el apartado 2 detalla el diferencial entre el coste económico de comprar y el de alquilar una vivienda, analizando su evolución temporal. El apartado 3 explica los fundamentos económicos detrás de la evolución

del diferencial descrito en el apartado anterior, con el foco en la existencia de restricciones de acceso a liquidez que distorsionan la decisión de compra o alquiler. El apartado 4 explora las implicaciones de eficiencia y equidad de la existencia de las restricciones financieras descritas en el mercado de la vivienda. Finalmente, el apartado 5 presenta las principales conclusiones.

2. El diferencial entre el coste de comprar y el coste de alquilar

Como se comentaba en la introducción, los hogares pueden proveerse de servicios de vivienda adquiriendo un inmueble o alquilándolo. Como en cualquier otro bien o servicio de la economía, el equilibrio del mercado entre las dos opciones (compra o alquiler) se encuentra en el punto en el que las preferencias relativas entre una u otra modalidad se igualan a su coste económico



relativo, sujeto a restricciones, en este caso sujeto a la restricción de acceso a liquidez para la modalidad de compra. A continuación, se detalla el funcionamiento del mercado, con y sin restricción de acceso a liquidez.

En la Figura 3 se muestra el funcionamiento del mercado en el que los hogares deciden comprar o alquilar, sin restricciones. Este mercado está formado, por una parte, por la frontera de posibilidades de producción entre inmuebles disponibles para la compra e inmuebles disponibles para el alquiler y, por otra parte, por la curva de indiferencia de la función de utilidad, que incorpora las preferencias relativas entre comprar y alquilar. El equilibrio del mercado se obtiene en el punto de tangencia entre ambas curvas. La pendiente de la recta que pasa por dicho punto equivale al coste económico relativo de la compra frente al alquiler. Así, si las preferencias de los hogares se sesgan hacia el alquiler,

como se muestra en la Figura 3, el coste del alquiler se hace relativamente más caro.

La Figura 4 muestra el funcionamiento del mismo mercado, si existe alguna restricción. En este caso, se modeliza una restricción al total de compras que se pueden llevar a cabo (para simular de forma simplificada una restricción de liquidez que impide el acceso a la opción de comprar para ciertos hogares). Ahora el punto de equilibrio es el de tangencia a la frontera de posibilidades de producción restringida. En este punto, la pendiente de la curva de costes relativos es incompatible con la pendiente de la función de utilidad. Es decir, en este punto los costes relativos no equivalen a las preferencias relativas, a causa de la restricción. Comparando con el caso sin restricción, se observa que el precio relativo de compra-alquiler resultante en ambos mercados es el mismo, pero en un caso porque se han

sesgado las preferencias hacia el alquiler y en el otro porque se ha introducido una restricción exógena.

De lo anterior se pueden extraer dos conclusiones. Por un lado, el coste de comprar y el de alquilar no tienen por qué ser idénticos, es decir, puede existir un diferencial entre ambos, bien sea porque las preferencias están sesgadas a comprar o a alquilar, bien sea porque existe una restricción de acceso a liquidez para la compra. Por otro lado, observando la evolución del diferencial entre ambos costes, es posible determinar si han cambiado las preferencias relativas entre comprar y alquilar y/o si se han aliviado o endurecido las restricciones de acceso a la liquidez. Antes de analizar la evolución del diferencial entre el coste económico de compra y el de alquiler, es necesario definir ambos.

El coste económico del alquiler es la cuantía en concepto de renta que desembolsa el arrendatario para poder habitar la vivienda. A eso se añaden los suministros que soporta el inquilino (gas, electricidad, internet). Por otra parte, el alquiler se revaloriza año a año, por lo que habría que añadir el valor presente de la expectativa de inflación a lo largo de la vida del inquilino.

$$c_{alq} = Renta + \pi^e + S$$

Donde *Renta* es el alquiler desembolsado, π^e es la inflación esperada (en términos de valor presente neto anualizado) y *S* el coste de los suministros, todo ello en euros.

El coste económico de la compra no debe confundirse con la inversión de adquirir el inmueble, dado que esta no supone un coste por obtener un servicio, sino una inversión recuperable. El coste económico de comprar una vivienda es la suma de los costes monetarios observables que deben desembolsarse por residir en la vivienda y el coste de oportunidad de usar fondos para adquirir la vivienda y no para otros fines. Los costes monetarios observables comprenden los suministros, gastos de comunidad, el IBI, los seguros del hogar y las reparaciones necesarias (estimadas como un porcentaje fijo de amortización anual del coste de construcción). El coste de oportunidad se compone del retorno

exigido a los fondos invertidos, minorado por la revalorización esperada del inmueble. El retorno exigido tiene a su vez dos componentes: por la parte financiada con deuda, el tipo de interés efectivo pagado; por la parte financiada con fondos propios, el retorno que dichos fondos hubieran obtenido en el mercado.

$$c_{hip} = i * P_{viv} - R^e * P_{viv} + GP + S + cr * P_{viv}$$

Donde *i* es el coste de oportunidad de los fondos destinados a la adquisición de la vivienda, *cr* es la tasa de depreciación de la vivienda (que determina el coste de reposición), R^e es la revalorización esperada de la vivienda, *GP* los gastos del propietario (comunidad, IBI...) y *S* los suministros (definido arriba).

$$Siendo i = i_{hip} * LTV + r_{mercado} * (1 - LTV + t)$$

Donde i_{hip} es el tipo de interés del préstamo con garantía hipotecaria, *LTV* es el valor del préstamo sobre el valor de la vivienda, $r_{mercado}$ es el rendimiento alternativo que podría alcanzarse en el mercado si se invirtieran los fondos propios destinados a la adquisición de vivienda, y *t* es la tasa impositiva en la compra de vivienda (Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales-ITP y Actos Jurídicos Documentados-AJD).

Una vez definidos los costes económicos de alquiler y compra, es posible calcular el diferencial entre ambos. Simplificando, se eliminan los costes de suministros (que son soportados por ambos) y al dividir todo entre el valor del inmueble, se obtienen todos los valores en términos relativos a este.

$$Diferencial = \left(\overbrace{i - R^e + gp + cr}^{\text{Coste de comprar}} \right) - \left(\overbrace{y + \pi^e}^{\text{Coste de alquilar}} \right)$$

Donde *gp* representa los gastos del propietario en proporción al precio de la vivienda e *y* es la renta dividida entre el precio de la vivienda. Los demás componentes mantienen las definiciones previamente establecidas.

A continuación, se muestra la evolución histórica en España de ambos costes y del diferencial, de lo cual se pueden deducir dos hechos. Primero, que el coste del alquiler en España es siempre superior al de la compra (Figura 5), incluso en periodos caracterizados por una elevada laxitud en los estándares de concesión de créditos hipotecarios. Esto podría ser reflejo de una mayor preferencia por el alquiler, si bien contrasta con el reducido porcentaje de hogares españoles que eligen esta modalidad. Otra posibilidad es que siempre exista un cierto grado de restricción financiera que impide al mercado estar en un equilibrio que refleje las preferencias relativas sin distorsiones. Esto es así porque no solo es necesaria liquidez para acceder a un préstamo hipotecario, sino también para afrontar la devolución del principal en las cuotas mensuales (que no se tiene en cuenta en el cálculo de coste económico). Incluso en épocas de laxitud crediticia (en las que no es necesario disponer de ahorro para acceder a un préstamo hipotecario), la restricción de liquidez de la devolución de principal sigue operando. Así, el coste del alquiler es siempre superior al de compra porque siempre existe un grado de restricción financiera que sitúa al mercado en un equilibrio más cercano a la Figura 4 que a la Figura 3.

Segundo, que el diferencial ha sufrido un incremento muy notable desde 2008, con un repunte adicional a partir de 2012, lo cual implica que el coste del alquiler se ha encarecido relativamente frente al de compra. Esto ha sucedido en paralelo a una reducción del porcentaje de hogares en régimen de propiedad (Figura 6), lo cual es consistente con la evolución prevista del equilibrio de mercado que se introducía en las Figuras 3 y 4. Esta evolución podría deberse a un cambio de preferencias a favor del alquiler o a un endurecimiento de la restricción de liquidez. Dado el cambio abrupto de la serie, no parece razonable imputar el incremento del diferencial a un cambio de preferencias, que es un fenómeno por naturaleza muy gradual. Teniendo en cuenta que el cambio de tendencia en el diferencial se origina al inicio de la crisis financiera de 2008, es más plausible apuntar a la hipótesis de un endurecimiento en la

restricción de liquidez. Esta hipótesis se discute en el siguiente apartado.

3. Efectos de la restricción de liquidez en la decisión de comprar o alquilar

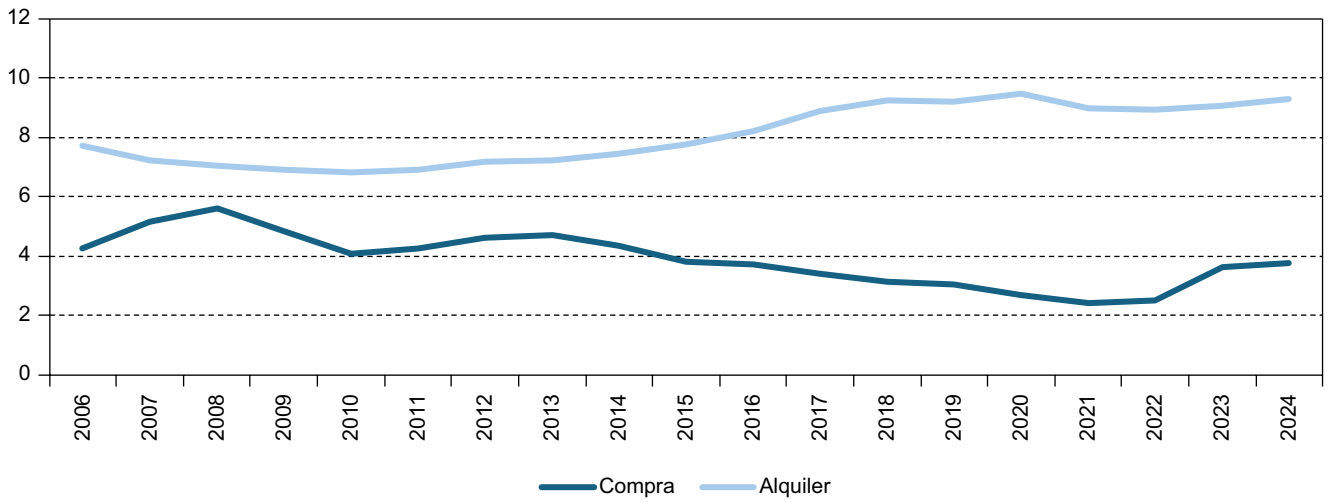
Para poder acceder a la opción de compra de vivienda, los hogares necesitan disponer de liquidez, la cual en la mayoría de los casos es insuficiente para cubrir el valor de adquisición del inmueble. Es por ello que, en el mercado de compra de vivienda, juegan un papel determinante los préstamos con garantía hipotecaria que conceden los bancos para cubrir la liquidez de la que no disponen los hogares. Los criterios de acceso a préstamos hipotecarios son, pues, fundamentales para endurecer o aliviar la restricción de liquidez en la compra de vivienda. Como se apuntaba en el apartado anterior, el endurecimiento de esta restricción de liquidez durante la crisis financiera podría ser el motivo principal detrás del incremento del diferencial entre el coste de alquilar y el coste de comprar. Para analizar el impacto del endurecimiento de la restricción, este apartado detalla su transmisión a través de la oferta y la demanda de préstamos hipotecarios.

Generación de la restricción de liquidez en la oferta de préstamos hipotecarios

En este subapartado se detallan las razones que llevan a la generación de la restricción de liquidez a los hogares, reduciendo la oferta de préstamos hipotecarios disponible para ciertos segmentos, a través de la regulación financiera.

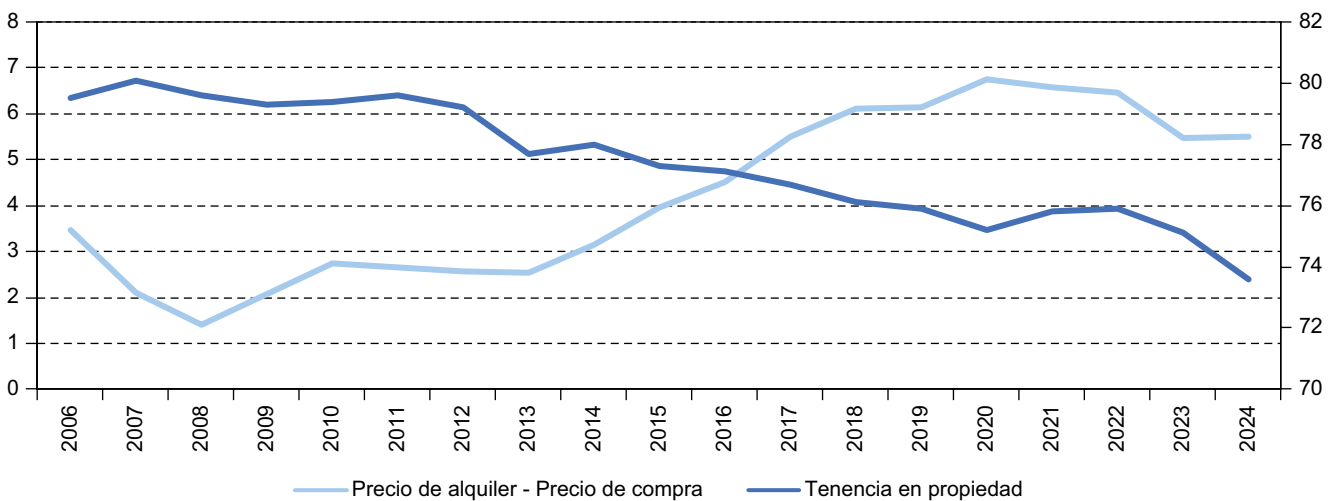
Como en toda decisión económica de oferta, se deben analizar los costes que enfrenta el oferente, en este caso el banco. Los costes que enfrenta el banco para conceder hipotecas están altamente intervenidos, dado que la regulación bancaria impone exigencias a la estructura financiera de los bancos en función de los activos de su balance. En concreto, se penaliza la concesión de hipotecas en las que el importe del préstamo exceda

FIGURA 5
COSTE ESTIMADO DE LOS SERVICIOS INMOBILIARIOS
 (En % sobre el precio de la vivienda)



FUENTE: Elaboración propia a partir del INE e Idealista.

FIGURA 6
DIFERENCIAL PRECIO DE ALQUILER Y COMPRA Y EVOLUCIÓN RÉGIMEN DE TENENCIA
 (Diferencial de precios (izquierda) y % sobre el total de viviendas (derecha))



FUENTE: Elaboración propia a partir del INE e Idealista.

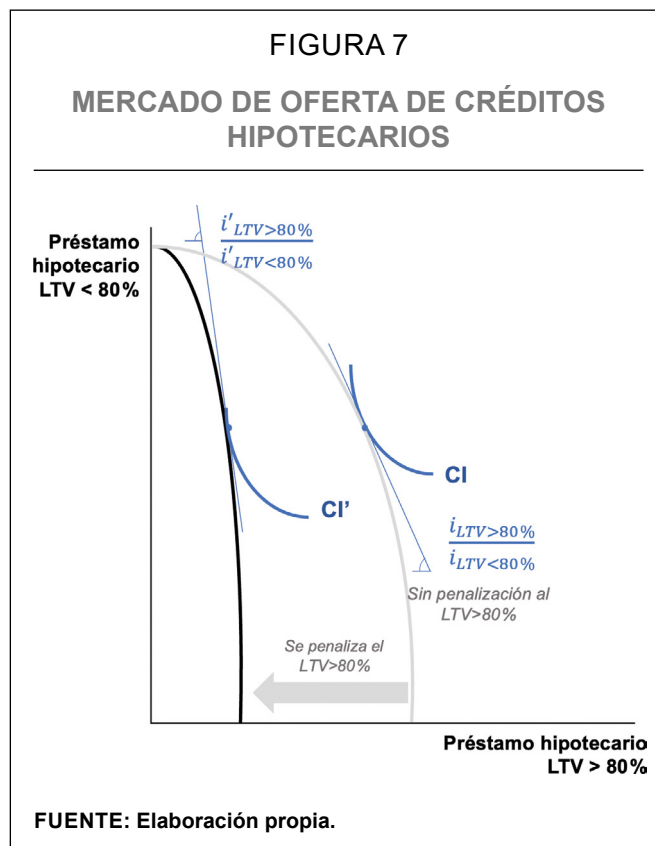
cierto porcentaje del valor tasado de la vivienda, *Loan to Value* (en adelante, LTV) de dos maneras:

- En primer lugar, la regulación establece requisitos de ponderación del riesgo diferentes en función del importe de la hipoteca con respecto al valor de la vivienda. Como norma general¹, un LTV superior al 80 % implica mayores exigencias de capital derivadas de una mayor ponderación del riesgo, que crecen con la cantidad que sobrepase ese porcentaje. Por ello, una primera motivación para limitar el valor de la hipoteca es tener menores requisitos de capital, abaratando el coste medio de financiación del banco.
- En segundo lugar, se añaden limitaciones a la titulación de los activos hipotecarios con un LTV > 80 %. Esta restricción opera en el mismo sentido de encarecimiento de la financiación, al no permitir transformar el riesgo del balance y captar financiación más barata.

Así, conceder un préstamo hipotecario con LTV superior al 80 % supone un sobrecoste para el banco. Como dicho tipo de préstamo hipotecario es mucho más caro regulatoriamente para el banco, el tipo de interés implícito exigido es teóricamente más elevado.

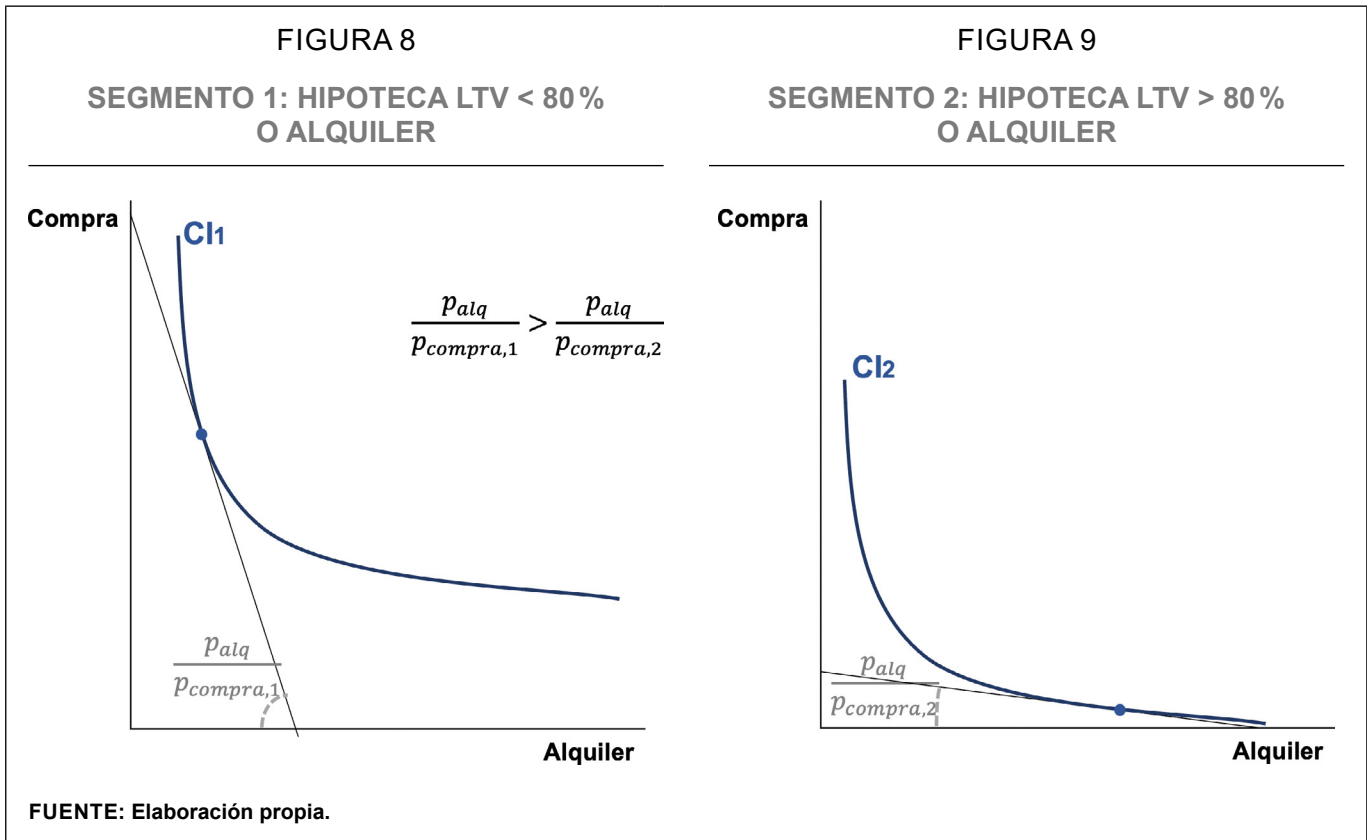
Desde un punto de vista teórico, tal y como se plantea en la Figura 7, el banco tiene una frontera de posibilidades de producción de préstamos que determina las distintas relaciones posibles entre préstamos por debajo del 80 % y préstamos por encima del 80 %. En función de las preferencias de los hogares, se demandarán más préstamos de uno u otro tipo, y eso determinará el tipo de interés relativo de ambas opciones y las cantidades relativas de equilibrio. Como se observa en la Figura 7, al penalizar regulatoriamente los préstamos con LTV superior al 80 %, la frontera de posibilidades de producción del banco se vuelve mucho más vertical,

¹ La ponderación del riesgo del 35 % para hipotecas con un LTV < 80 % ha prevalecido tradicionalmente hasta la entrada en vigor el 1 de enero de 2025 del Reglamento UE 2024/1623, que modifica esta ponderación señalando que, como norma general, se establece un tratamiento preferencial con una ponderación del riesgo del 20 % hasta el 55 % del valor de los bienes inmuebles, siendo el resto ponderado en función del riesgo otorgado a exposiciones no garantizadas a esa contraparte.



exigiéndose un tipo de interés relativo muy superior para los préstamos penalizados. Así, se acaban creando dos mercados muy segmentados, en función del LTV del préstamo, con tipos de interés muy distintos. Nótese que el tipo de interés relativo es la pendiente de la recta que es tangente al punto de equilibrio.

Cabe destacar que se genera una restricción distorsionante, segmentando el mercado en dos, por el hecho de fijar un umbral (en este caso, el 80 %). Si la regulación fuera gradual, es decir, si la ponderación del riesgo y la limitación a la titulación fueran progresivamente creciente con el LTV, no existiría distorsión. Simplemente, a mayor LTV, mayor riesgo y mayor tipo de interés exigido, pero sin salto en un umbral concreto. Con la regulación actual, por debajo del 80 % el mercado tiene unos precios artificialmente bajos, y por encima del 80 % el precio es prohibitivo, como se detalla en el siguiente subapartado.



Efectos de la restricción de liquidez en la demanda de servicios de vivienda

Como consecuencia de la regulación financiera, la oferta hipotecaria segmenta el mercado en dos separados por el umbral del 80 % de LTV del préstamo. Esto a su vez segmenta a los demandantes en dos tipos de hogares, en función de si su tasa de ahorro es suficiente para acumular la liquidez necesaria para afrontar la compra de vivienda por la parte no cubierta por el préstamo hipotecario. Los dos grupos se enfrentan a la decisión de comprar o alquilar desde perspectivas muy distintas, dado el mismo precio del alquiler²:

1) Hogares que acceden a préstamos hipotecarios con LTV inferior al 80 % (ahorro elevado). Se enfrentan

a un tipo de interés relativamente bajo (Figura 8), por lo que su coste del alquiler es superior al coste de la compra. Tendrán un incentivo para comprar, salvo que tengan una preferencia muy fuerte por el alquiler.

2) Hogares que no acceden a préstamos hipotecarios con LTV inferior al 80 % (ahorro reducido). Se enfrentan a un tipo de interés teórico prohibitivo (Figura 9)³, por lo que su coste del alquiler es muy inferior al coste de la compra, y solo optan por el alquiler.

En definitiva, el establecimiento del umbral de financiación a través de la regulación genera un sobrecoste para los bancos. Estos, a su vez, lo trasladan a los hogares que requieren una financiación por encima de

² En el mercado del alquiler, la liquidez previa del hogar no es determinante, por lo que el precio en ese mercado es igual para ambos tipos de hogares.

³ En la práctica, el tipo teórico es tan prohibitivo que no existe prácticamente la oferta de estos productos. La poca oferta que existe está ligada a perfiles de renta muy elevada, pero de escaso ahorro acumulado, dado que el banco puede obtener rentabilidad por la venta a futuro de otros productos (seguros, fondos de pensiones).

ese umbral, de modo que la hipoteca resulta prohibitiva para ellos. Por lo tanto, ante un endurecimiento de las condiciones regulatorias que suponga el establecimiento de un umbral más estricto, más hogares pasan de estar en el segmento 1 a estar en el segmento 2. Es decir, más hogares eligen el alquiler no por un cambio en sus preferencias, sino por la imposibilidad de acceder a un préstamo hipotecario. Este trasvase forzoso de hogares del segmento de compra al segmento de alquiler incrementa los precios relativos del alquiler, dado que se expande la demanda en ese mercado. Así, tal como se exponía en el apartado 1, el endurecimiento de la restricción financiera incrementa el coste relativo del alquiler frente a la compra.

Evolución de la restricción de liquidez en España desde la crisis financiera

En España, antes de la crisis inmobiliaria, el sobre coste para los bancos de un LTV alto apenas operaba. Esto sucedía porque la referencia para fijar el LTV, el valor de tasación, estaba habitualmente muy por encima del valor de compra, lo que en la práctica permitía dar hipotecas con *Loan to Price*⁴ (en adelante, LTP) cercano o superior al 100% y seguir cumpliendo con la limitación al 80% del LTV (Figura 10). Así, la mayoría de hogares podían acceder al segmento 1 descrito en el subapartado anterior (sin restricción de liquidez).

Tras la crisis financiera, entraron en vigor varios cambios regulatorios que pudieron contribuir en la aproximación del precio de tasación al de compra, es decir, a la convergencia entre LTP y LTV (Figura 11). En primer lugar, en el año 2013 se promulga la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social, que busca aumentar la independencia de las sociedades de tasación, las cuales estaban participadas en un gran porcentaje por las entidades de crédito que daban las hipotecas. Para ello, se limita la participación

máxima que pueden tener las entidades de crédito en estas sociedades de tasación, y se obliga a estas últimas a establecer mecanismos adecuados de independencia en el caso de que sus ingresos totales deriven en al menos un 10% de su relación con una entidad de crédito.

En segundo lugar, las restricciones de financiación exterior que afrontaron los bancos españoles desde el inicio de la crisis financiera global, en 2007, les obligaron a reducir de forma drástica su exposición al riesgo, lo cual implicaba reducir la financiación en los tramos con mayor riesgo (LTP elevados).

Todo lo anterior condujo a una aproximación muy rápida de precios de compra y precios de tasación, es decir, haciendo operativa la restricción del 80% de LTV. Hasta la crisis financiera, un hogar podía solicitar un préstamo con LTP superior al 80% pero LTV inferior al 80%, por estar el valor de tasación sobreestimado. Este hogar estaba en el segmento 1, sin restricción de liquidez. Al converger ambos valores, dicho hogar pasaría a estar en el segmento 2, con restricción de liquidez operativa y, por tanto, sería derivado necesariamente al mercado de alquiler.

Así, los cambios en las condiciones regulatorias y de acceso a financiación de los bancos a raíz de la crisis de 2008 hicieron mucho más operativa la restricción regulatoria del LTV en los préstamos hipotecarios. Ello ha expulsado a muchos hogares del segmento 1 al segmento 2, es decir, los ha desplazado de un mercado en el que las preferencias determinan la opción de comprar o alquilar a un mercado en el que el alquiler es la única opción económicamente viable. La consecuencia de este desplazamiento de segmentos es un incremento del precio relativo del alquiler, por la mayor demanda.

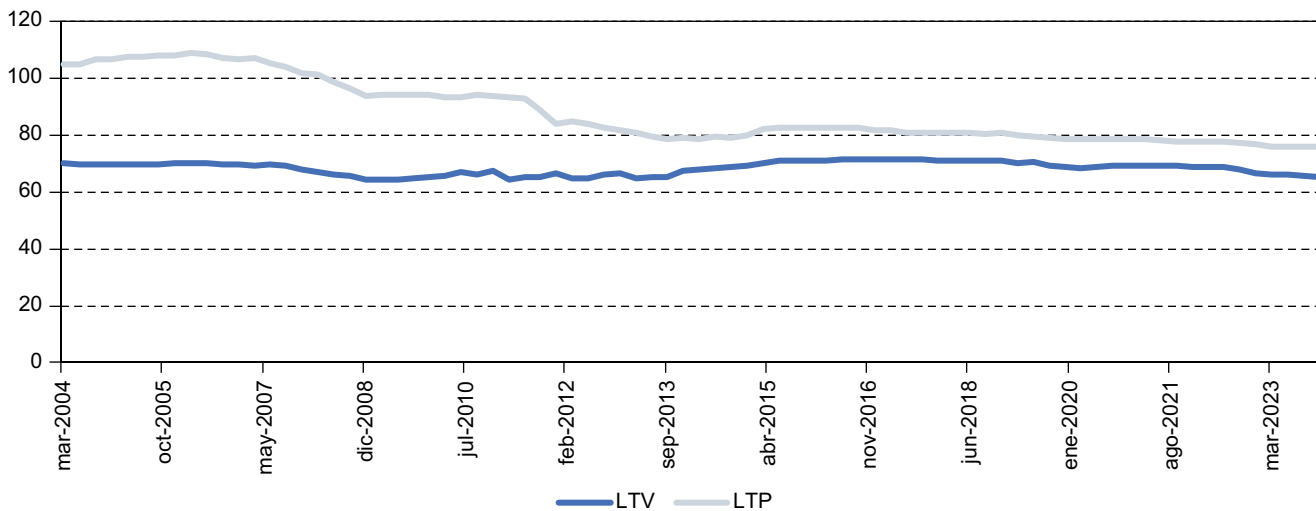
Cuantificación del impacto del endurecimiento de la restricción de liquidez

Como se ha detallado en los subapartados anteriores, la restricción de liquidez se ha endurecido desde el estallido de la crisis financiera, en teoría trasladando demanda del mercado de compra al mercado de alquiler e incrementando con ello el precio relativo

⁴ Valor del préstamo con respecto al precio de venta de la vivienda.

FIGURA 10

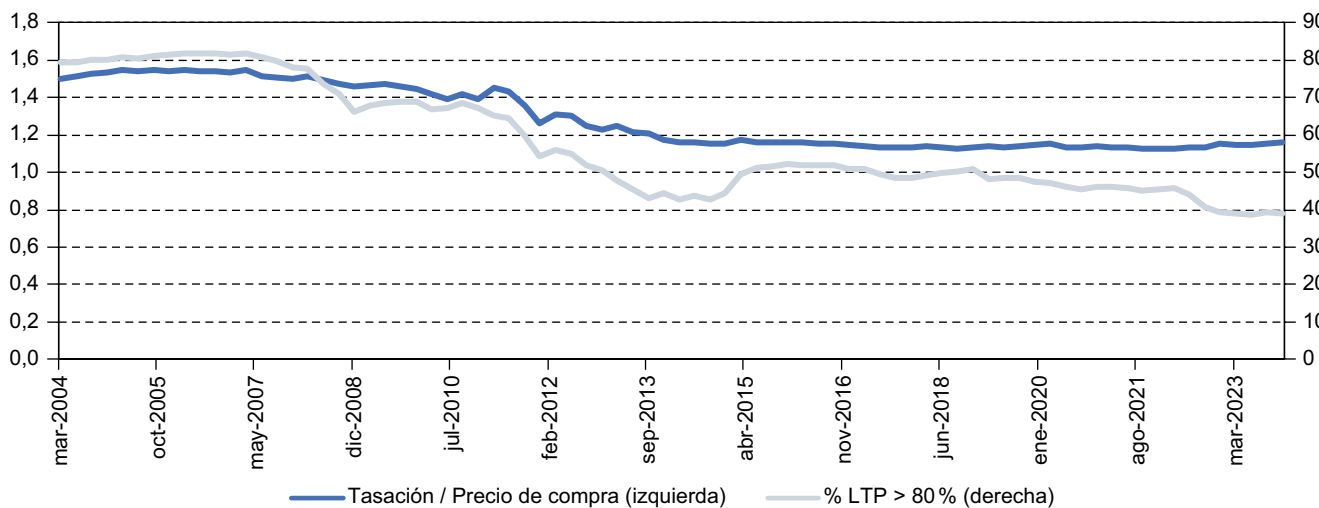
LOAN TO VALUE (LTV) Y LOAN TO PRICE (LTP) MEDIO DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN ESPAÑA



FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe anual 2023 del Banco de España.

FIGURA 11

RELACIÓN ENTRE EL DIFERENCIAL DE LOS VALORES DE TASACIÓN Y COMPRA Y EL % DE PRÉSTAMOS CON LTP > 80 %



FUENTE: Elaboración propia a partir del Informe anual 2023 del Banco de España.

del alquiler. Para determinar si el fenómeno es relevante para explicar el incremento observado del precio relativo del alquiler, es necesario analizar si este ha tenido un efecto destacable en el número de hogares sujetos a restricciones de liquidez en el acceso a la vivienda.

Para ello, se empieza determinando la amplitud de uno u otro segmento de demanda de servicios de vivienda (los afectados y los no afectados por la restricción de liquidez). La amplitud de uno u otro segmento depende de la distribución del ahorro de los hogares, que se traduce en la capacidad de acumular la liquidez necesaria para cubrir el porcentaje del valor de adquisición del inmueble no cubierto por el préstamo hipotecario.

$$(s'Y_d - y * P_c) * Años \geq liq_{necesaria} * P_c$$

Donde:

- s' es la tasa de ahorro antes de pagar el alquiler.

- Y_d es la renta disponible.
- y es la renta de alquiler dividida entre el precio de la vivienda.
- P_c es el precio de compra.
- $liq_{necesaria}$ es el porcentaje del precio de compra que no es cubierto por el préstamo hipotecario.
- $Años$ es el número de periodos necesarios.

La relación entre la tasa de ahorro antes de pagar el alquiler y los años de espera se representa a través de la curva de espera de la Figura 12, según la cual cuantos más años se pueda ahorrar, menor será la tasa de ahorro necesaria para acumular la liquidez necesaria para hacer frente a la entrada.

$$s' \geq \frac{liq_{necesaria} * P_c}{Años} + \frac{y * P_c}{Y_d}$$

No obstante, existe un número máximo de años que se considera razonable esperar, puesto que las entidades financieras cada vez darán condiciones menos favorables a los demandantes de hipotecas que tengan

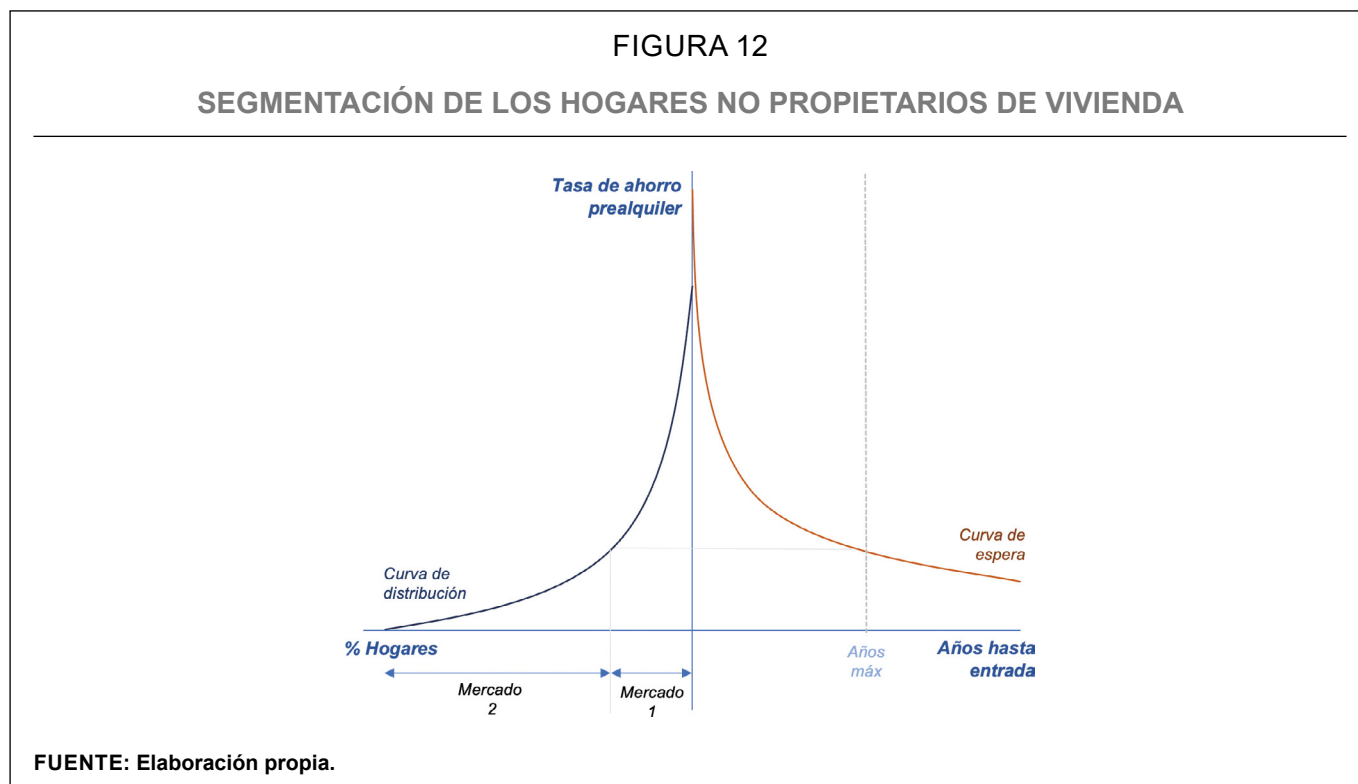
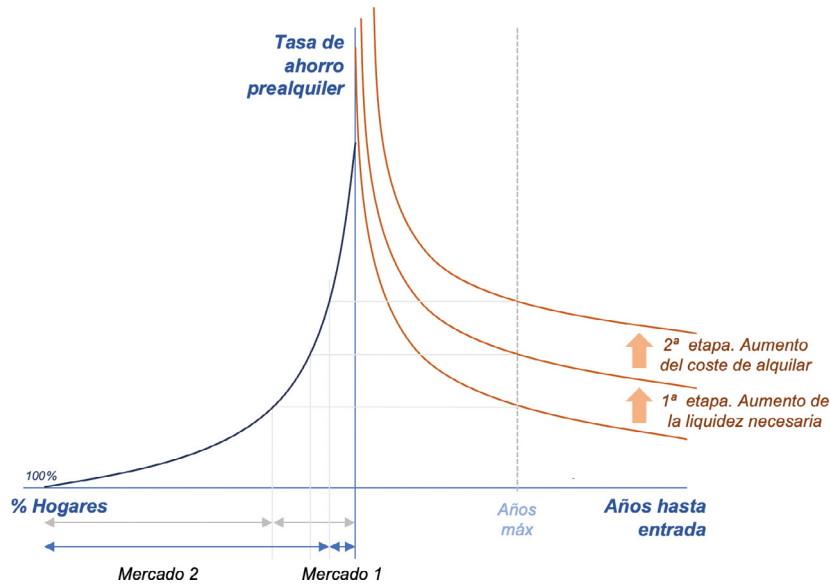


FIGURA 13
EFFECTO DEL ENDURECIMIENTO DE LA RESTRICCIÓN DE LIQUIDEZ SOBRE LA SEGMENTACIÓN DE MERCADO



FUENTE: Elaboración propia.

una cierta edad (y, por tanto, dispongan de menos años laborales para pagar su hipoteca).

Por otro lado, la distribución acumulada de hogares alquilados en función de su tasa de ahorro viene dada por la curva de distribución. La interacción entre ambas curvas y la restricción temporal permite identificar los dos segmentos del mercado: aquellos que puedan acumular una entrada en un tiempo razonable ($Años \leq Años^{máx}$), podrán acceder al mercado de hipotecas con LTV bajo y pertenecerán al segmento 1, sin restricción de liquidez. El resto pertenecerán al segmento 2, con restricción de liquidez y que solo podrán optar por el alquiler.

Endurecer la restricción de liquidez implica un desplazamiento hacia arriba de la curva que relaciona la tasa de ahorro y los años necesarios para acumular la liquidez necesaria, en dos etapas (Figura 13):

- En la primera etapa, se incrementa el porcentaje efectivo del valor de la vivienda que ha de ser cubierto

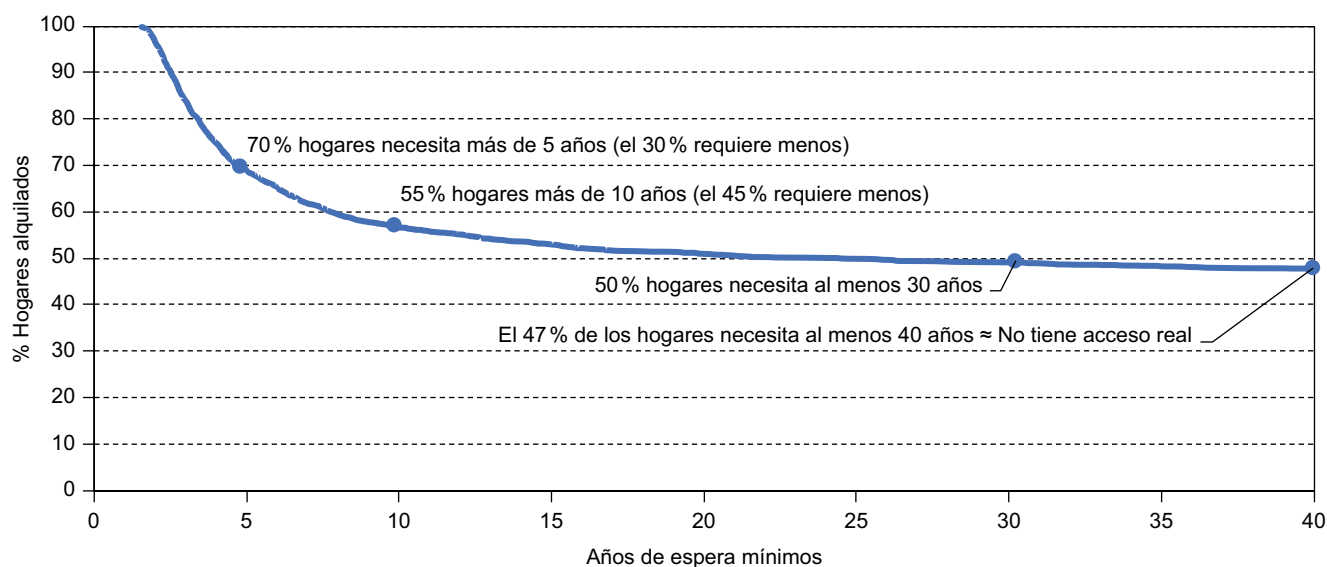
por la liquidez acumulada por los hogares, es decir, a misma tasa de ahorro hacen falta más años para llegar a acumular la liquidez necesaria. Este efecto expulsa hogares del mercado de la compra al del alquiler, como se ha detallado en los apartados anteriores.

- En la segunda etapa, la expulsión de hogares del segmento de compra al segmento de alquiler encarece relativamente el alquiler (sube el *yield*). Este incremento del coste del alquiler reduce la capacidad de acumular liquidez, dada una tasa de ahorro prealquiler. Así, el desplazamiento de la curva hacia arriba es aún más pronunciado y se reduce aún más el tamaño del segmento 1, el que opera sin restricción de liquidez.

Se ha estimado el tamaño relativo de los segmentos 1 y 2 en España, a partir de datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares. Se toman los hogares en régimen de alquiler y se estima el tiempo que necesitan esperar para acumular la liquidez necesaria para

FIGURA 14

DISTRIBUCIÓN DE LOS HOGARES EN ALQUILER, POR TIEMPO DE ESPERA MÍNIMO HASTA ACUMULAR ENTRADA (En porcentaje)



NOTA: Simulación con alquiler = 24% renta = 7% precio de la vivienda.

FUENTE: Elaboración propia a partir de microdatos de la Encuesta de Presupuestos Familiares del año 2023 (Instituto Nacional de Estadística, 2024).

comprar una vivienda, teniendo en cuenta que tienen que poder acumular en forma de ahorro el 30% de su valor, esto es, la suma de la entrada y los costes fiscales iniciales⁵. Se estima que en España en torno al 50% de los hogares que actualmente están en régimen de alquiler tendrían que esperar más de 30 años para acceder a la compra de vivienda a través de su ahorro, es decir, están expulsados del mercado en la práctica (Figura 14). Este resultado se compara con el caso sin restricción de liquidez inicial, en el que solo los hogares con ahorro líquido corriente insuficiente para cubrir la cuota hipotecaria, los intereses, los gastos

⁵ Suponiendo un *yield* del alquiler del 7% del valor de la vivienda (estimado en 2024, conforme a datos de Idealista) y que destinan a alquiler el 24% de su renta (conforme a estimaciones basadas en la Encuesta de Presupuestos Familiares).

de reposición y otros gastos derivados de la propiedad quedan expulsados. Se estima que, aproximadamente, solo el 26% de los hogares actualmente en alquiler quedarían expulsados si no hubiera restricción financiera.

De la anterior estimación se deduce que el endurecimiento de la restricción financiera iniciado en 2008 habría podido tener un impacto muy significativo en el porcentaje de hogares que pueden acceder a la opción de compra de vivienda: hasta una cuarta parte de los hogares habrían sido expulsados de la opción de comprar una vivienda y serían inquilinos forzosos. Esto apoyaría la tesis de que gran parte del incremento del diferencial entre coste de compra y coste de alquiler es imputable al endurecimiento de la restricción financiera.

4. Consideraciones de eficiencia y equidad

Eficiencia

La restricción de liquidez en el mercado hipotecario genera una ineficiencia porque la asignación de recursos no se basa en la relación entre costes y preferencias relativos, sino en el cumplimiento de una regulación que fija umbrales discrecionales. Esto distorsiona tanto los precios como las cantidades en el mercado hipotecario.

Por el lado de las cantidades, se distorsiona el volumen total concedido. Dado que los préstamos hipotecarios por debajo del 80 % LTV están regulatoriamente bonificados frente a otro tipo de préstamos que pueda ofrecer el banco, se está sesgando la asignación de recursos del banco hacia ese segmento. De hecho, dado que la mayoría de los hogares no pueden acceder a dicho tipo de préstamos (el 50 % de ellos necesitaría 30 años o más de ahorro), la oferta es prácticamente ilimitada para aquellos que puedan acceder (es decir, es la demanda la que limita el mercado).

Por el lado de los precios, la regulación incentiva tipos de interés muy reducidos. Dado que la oferta es casi ilimitada para el segmento que puede acceder al mercado y es la demanda la que determina las cantidades, el precio fijado en el mercado es el mínimo necesario para cubrir el coste, que está regulatoriamente intervenido por los bancos centrales, en niveles bajos durante los años que sucedieron a la crisis financiera. Así, el precio exigido por el préstamo hipotecario (el tipo de interés) ha venido siendo muy reducido.

De la restricción en cantidades y precios descrita se deduce que no se están asignando los recursos bancarios a aquellos hogares con mejor relación entre riesgo y rentabilidad para el banco, sino a aquellos hogares que disponen de la liquidez necesaria para acceder al mercado de préstamos con LTV inferior al 80 %. Estos hogares se financian a un tipo artificialmente bajo a pesar de no ser necesariamente los más solventes en términos de renta (podrían haber obtenido la liquidez

por una donación, por ejemplo), ni los que presentan un menor riesgo de impago.

En un mercado sin la distorsión regulatoria descrita, podría ser mejor para el binomio riesgo-rentabilidad del banco dar un préstamo con LTV más alto y tipo de interés más alto. Por ejemplo, los hogares jóvenes de renta alta sin ahorro acumulado y sin posibilidad de recurrir a patrimonio familiar tienen una elevada capacidad de pago (bajo riesgo) y permitirían al banco obtener un tipo de interés elevado (alta rentabilidad). No obstante, la regulación actual prima la concesión a otro tipo de perfiles: hogares jóvenes de renta baja que recurren a patrimonio familiar para superar el límite del 80 %. Estos hogares tienen baja capacidad de pago (riesgo alto) y el banco obtiene un tipo de interés reducido, por los mecanismos descritos con anterioridad (baja rentabilidad).

Equidad

Como se comentaba a lo largo del artículo, existe un diferencial positivo y creciente entre coste de alquiler y coste de compra de vivienda. Esto implica que quien accede a la opción de compra está capturando un exceso de renta a perpetuidad. Es decir, el valor presente de su riqueza es necesariamente mayor que si no hubiera accedido a la opción de compra y hubiera optado por el mercado de alquiler.

En un mercado sin restricción de liquidez distorsionante, la decisión entre compra y alquiler depende de la preferencia relativa frente al coste relativo. Así, de existir ese diferencial que permite capturar renta, este vendría determinado por las preferencias de los hogares, por lo que sería equitativo desde un punto de vista de utilidad: los hogares que compran tendrían mayor riqueza, pero a cambio de vivir en la opción no deseada (si existe un diferencial que hace más caro el alquiler en un mercado sin restricciones es necesariamente porque los hogares prefieren el alquiler).

Sin embargo, en un mercado con restricción de liquidez distorsionante, la capacidad de capturar el exceso de renta del diferencial compra-alquiler viene determinada

por la capacidad de disponer de liquidez para acceder al préstamo hipotecario. Una vez se obtiene dicha liquidez (que puede venir, por ejemplo, de patrimonio familiar), se accede a un mercado de precio bonificado que permite capturar una renta e incrementar inmediatamente la riqueza personal. Es decir, la riqueza futura depende más que proporcionalmente de la riqueza pasada, generando una tendencia a la divergencia en la distribución de la riqueza.

Lo anterior tiene dos implicaciones. Por un lado, la riqueza futura pasa a depender en mayor medida de la riqueza de los antepasados, y menos de la capacidad de generar renta presente, lo cual desincentiva la contribución de las personas al crecimiento económico, dado que esforzarse por generar más renta no garantiza resultados positivos en términos de riqueza. Por otro lado, agrava la inequidad en la distribución de la riqueza de forma dinámica.

5. Conclusiones

En conclusión, la existencia de un umbral regulatorio que penaliza los préstamos para compra de vivienda con un LTV superior al 80 % segmenta el mercado de préstamos hipotecarios en dos, llevando a una asignación de recursos ineficiente, dado que precios y cantidades ya no dependen de costes y preferencias relativas, sino de una decisión regulatoria, y genera problemas de redistribución arbitraria de la renta, dado que se genera un exceso de renta al que pueden acceder principalmente hogares con patrimonio familiar previo elevado.

En dinámico, todas las distorsiones descritas se agravan: los alquileres tienden a crecer más rápido que los precios de la vivienda por la expulsión de demandantes del segmento de compra, y ello aún expulsa a más

demandantes del segmento de compra, impulsando los alquileres aún más al alza.

Si bien este artículo no tiene como objetivo hacer recomendaciones de política económica, se concluye planteando la necesidad de una reflexión sobre la idoneidad del actual marco regulatorio de los préstamos hipotecarios. La modificación de la actual regulación, hacia un modelo que segmente menos el mercado, con una penalización al nivel de LTV creciente y sin umbrales absolutos, podría ser una propuesta a incorporar en el debate público.

Referencias bibliográficas

- Banco de España. (2024). *El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad*. En Informe anual 2023 (cap. 4). <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/informes-memorias-anuales/informe-anual/informe-anual-2023.html>
- Idealista. (2025). *Evolución del precio de la vivienda en España*. Consultado en septiembre de 2025. <https://www.idealista.com/sala-de-prensa/informes-precio-vivienda/>
- Instituto Nacional de Estadística. (2024). *Encuesta de presupuestos familiares* [Conjunto de datos]. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176806&menu=ultiDatos&idp=1254735976608
- Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana. (2025a). *Estadísticas sobre la vivienda libre*. <https://www.mivau.gob.es/el-ministerio/observatorios-y-estadisticas/estadisticas/vivienda-libre>
- Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana. (2025b). *Valor tasado de la vivienda*. <https://www.mivau.gob.es/el-ministerio/observatorios-y-estadisticas/estadisticas/valor-tasado-vivienda>
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea. (2024, 31 de mayo). Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo de los activos ponderados por riesgo. *Diario Oficial de la Unión Europea*. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202401623