



# El patrimonio **financiero-inmobiliario** de los hogares españoles

Al cierre del año 2002, el 80% del patrimonio total de las familias españolas estaba invertido en activos no financieros, básicamente inmobiliarios, y solo el 20% en activos financieros. En 1998, estas proporciones eran del 71% y 29% respectivamente. La negativa evolución de los precios de los activos financieros y el paralelo ascenso de las valoraciones inmobiliarias ha configurado una estructura de patrimonio con una elevada concentración del riesgo en un determinado tipo de activos, los inmobiliarios, que, además, están financiados parcialmente con un endeudamiento sujeto al riesgo de tipo de interés que también induce fragilidad en el balance de las familias. Estas reflexiones y cifras han dado lugar a un debate muy sugerente por su gran impacto social. Aunque el mercado inmobiliario mantiene su pujanza, ya hay factores que apuntan hacia un previsible y progresivo aumento del peso de los activos financieros en la estructura patrimonial de los hogares españoles. Un cambio de tendencia coherente con la situación que se registra en algunas de las principales economías de nuestro entorno.

## HACIA UN **equilibrio** MENOS VULNERABLE

José Manuel Naredo,  
Carmen Marcos y  
Óscar Carpintero  
Economistas

**E**l presente artículo actualiza algunas de las estimaciones del patrimonio y de las operaciones inmobiliarias de los hogares realizadas hace un año por los autores con ánimo de arrojar nuevas luces sobre el panorama inmobiliario en España y su relación con el patrimonio financiero<sup>(1)</sup>.

Las estimaciones y análisis realizados vuelven a destacar el fuerte aumento del patrimonio bruto y neto de los hogares, que se

encuentra en niveles máximos históricos, y la contribución en éste del patrimonio inmobiliario que alcanza una proporción histórica. Esta evolución viene marcada por el notable y continuado crecimiento de los precios de la vivienda, producido al calor de unas expectativas de aumento de valor creadas en un ciclo inmobiliario en el que el comportamiento de la vivienda como bien de inversión y la demanda de vivienda

por extranjeros han jugado un papel relevante, poniendo de manifiesto la relación existente entre los mercados inmobiliarios y financieros.

Una comparación de la estructura de patrimonio de las familias españolas con la de sus homólogas en Estados Unidos, Francia, Italia, Canadá y Australia refleja, en gran medida, una situación que debe tender a corregirse. Con los últimos datos disponi-

(1) Ver el artículo de los mismos autores en el revista Bolsa de Madrid, nº108 de abril de 2002.

[en portada]



**TABLA 1: PATRIMONIO TOTAL DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1995-2002)**

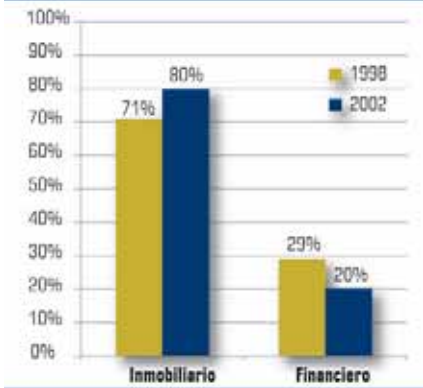
(miles de millones de de euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	2.591,2	2.726,3	2.941,7	3.291,9	3.734,7	4.231,7	4.858,7	5.580,3
Activos no Financieros	1.950,0	2.014,0	2.125,1	2.334,3	2.677,5	3.143,5	3.731,8	4.447,4
Activos Financieros	641,2	712,3	816,6	957,6	1.057,2	1.088,2	1.126,9	1.132,9
<b>PASIVOS TOTALES</b>	188,3	204,3	230,1	264,4	307,0	352,7	392,9	447,7
<b>PATRIMONIO NETO (SALDO)</b>	2.376,1	2.508,8	2.698,4	3.007,4	3.479,1	3.892,6	4.465,8	5.132,6
Crecimiento PN (Variación absoluta)	161,1	132,8	189,5	309,0	471,7	413,5	573,2	666,8
<b>PROMEMORIA</b>								
Renta Disponible Bruta	348,0	367,4	384,2	406,0	431,1	459,6	486,1	519,6
Consumo final efectivo	306,0	323,9	342,0	364,9	392,0	420,8	447,4	475,9
Ahorro Bruto	43,5	45,2	44,6	42,6	41,5	42,6	42,4	46,1
Deuda/Renta Disponible Bruta(%)	54,1	55,6	59,9	65,1	71,2	76,7	80,8	86,2
Deuda/Consumo (%)	61,5	63,1	67,3	72,4	78,3	83,8	87,8	94,1
% Crecimiento PN/Renta Disponible Bruta	46,3	36,1	49,3	76,1	109,4	90,0	117,9	128,3
% Renta Disponible Bruta/Patrimonio Neto	14,6	14,6	14,2	13,5	12,4	11,8	10,9	10,1
%Ahorro Bruto/Renta Disponible Bruta	12,5	12,3	11,6	10,5	9,6	9,3	8,7	8,9
% Deuda/Patrimonio Neto	7,9	8,1	8,5	8,8	8,8	9,1	8,8	8,7

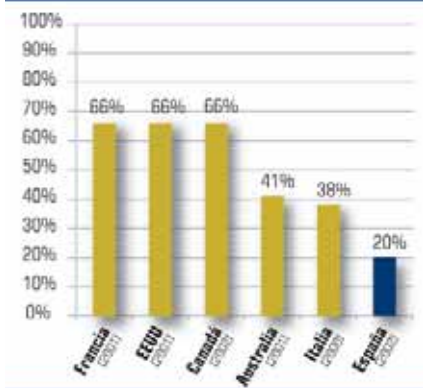
FUENTE: Naredo, J.M., O. Carpintero y C. Marcos (2002) sobre la base de B. España



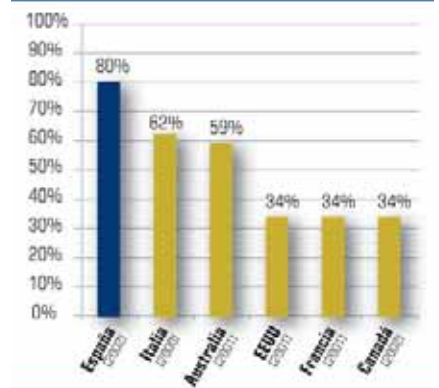
**GRÁFICO 1. Composición del patrimonio de los hogares españoles 1998 Y 2002 (Porcentajes)**



**GRÁFICO 2. Participación del patrimonio financiero en la riqueza total de los hogares (%)**



**GRÁFICO 3. Participación del patrimonio inmobiliario en la riqueza total de los hogares (%)**



**Mientras los activos financieros ofrecen un amplísimo abanico de posibilidades de diversificación, la oferta de activos inmobiliarios es muy reducida en términos de alternativas**

bles para estos países, mientras el 80% del patrimonio de las familias españolas es inmobiliario, en Estados Unidos esta cifra se situaba en el 34%, igual que en Francia y Canadá, en Italia en el 62% y en Australia en el 59%. En las mismas fechas, el 20% del patrimonio de las familias españolas se encontraba invertido en activos financieros frente al 66% de las familias norteamericanas, francesas y canadienses, 41% de las australianas y el 38% de las italianas.

Si estos datos sustentan la idea de un probable y conveniente reequilibrio en España, un factor adicional es el hecho de que mientras los activos financieros ofrecen un amplísimo abanico de posibilidades de diversificación, la oferta de activos inmobiliarios es muy reducida en términos de alternativas.

El elevado volumen de inversión en vivienda de los hogares españoles ha ido absorbiendo una parte creciente de sus recursos

y acentuando su nivel de endeudamiento, que creció casi 21 puntos porcentuales en los últimos cinco años hasta llegar en 2003 al 86 por ciento de su renta disponible bruta, lo que indica que el margen de los hogares para seguir financiando la expansión del stock de vivienda es ya bastante estrecho y el grado de vulnerabilidad ante imprevistos cada vez más elevado. No obstante el crecimiento de los precios y las operaciones sigue siendo todavía muy intenso, como se expone más adelante.

#### **EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO INMOBILIARIO DE LOS HOGARES: ÚLTIMOS DATOS Y ESTIMACIONES**

Durante los últimos años se han observado espectaculares aumentos del patrimonio de los hogares cuya naturaleza y consecuencias han venido reclamando la aten-

ción de los analistas para reflexionar más allá de los flujos ordinarios de renta, ahorro o inversión. El aumento del patrimonio neto de los hogares, cuya intensidad y duración se pone de manifiesto en el Gráfico 4, ha sido muy superior al motivado por el ahorro e, incluso, se ha venido situando durante los últimos años por encima de la renta disponible, alimentado por las revalorizaciones patrimoniales. La contribución de estas revalorizaciones al aumento del patrimonio neto de los hogares, recogidas en el Gráfico 5, distinguiendo entre revalorizaciones bursátiles e inmobiliarias, permite observar cómo las minusvalías originadas por el declive bursátil en los últimos años se vieron ampliamente compensadas por el mayor crecimiento de los precios inmobiliarios. Ello permitió que el patrimonio neto de los hogares mantuviera su fuerte crecimiento: precisamente el aumento de precios inmobiliarios culminó en 2002, cuando la caída de las cotizaciones bursátiles fue más intensa. En 2003 se espera una aportación positiva de las revalorizaciones bursátiles al patrimonio de los hogares, tras las minusvalías de los años anteriores. Sin embargo, su incidencia se



LOS AUTORES SOSTIENEN QUE EN ESPAÑA ES EL VALOR DE LOS INMUEBLES EL QUE DETERMINA EL DEL SUELO Y NO AL CONTRARIO

## Consideraciones acerca de algunos factores que inciden en el precio de las viviendas

La idea usual que acostumbra a atribuir el aumento del precio de la vivienda a la escasez de suelo urbano y urbanizable queda sin respaldo cuando se observa que la expansión de este suelo se ha venido situando muy por encima de las necesidades de edificación y cuando la nueva ley del Suelo ha contribuido a erosionar las fronteras del suelo no urbanizable. Tanto los datos del Catastro como los del planeamiento reflejan crecimientos del suelo urbano y urbanizable muy superiores al del propio parque de edificaciones, observándose también una mayor tasa de crecimiento de la superficie de solares y suelo urbanizable que la del propio suelo urbano, tanto para Madrid como para el conjunto nacional. Y también que el crecimiento de suelo calificado de urbano por ambas fuentes albergaría un número de viviendas y edificios muy superior al que de hecho se construye, pese a que el crecimiento de las viviendas supere hoy con creces al de la población y los hogares (tanto en España como en Madrid). En efecto, el aumento de suelo urbano y de solares de 20,2 mil hectáreas anuales recogido en el Catastro (que excluye Navarra y el País Vasco) para siete años albergaría, con una densidad baja, más de tres millones de viviendas anuales, cuando las viviendas anuales construidas rara vez han superado las 600 mil. A la vez que el aumento del suelo urbano y urbanizable cifrado anualmente por las dos fuentes indicadas para la Comunidad de Madrid en 5 y 3 mil hectáreas anuales permitiría albergar, con bajas densidades edificatorias, entre 600 y 800 mil viviendas anuales, cuando las viviendas que de hecho se construyen anualmente en Madrid apenas se acercan a las 60 mil.

### EL CARÁCTER PATRIMONIAL DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS

La confusión arranca de ignorar el carácter patrimonial del suelo y la vivienda, y de razonar sobre sus mercados como si de cualquier otra mercancía-flujo se tratara. En las mercancías que son producidas para ser vendidas y consumidas, no acumuladas, el precio es muy sensible a los flujos de producción y consumo. Pero cuando se trata de stocks que no son producidos para ser vendidos y consumidos (como el suelo, el dinero, las acciones,... o las obras de arte), sino que se valoran por sí mismos como inversión, su valor de mercado responde solo a la fracción de dichos stocks que cambia de mano y es en buena medida un valor que se revela poco sensible al coste y a la producción del bien patrimonial en cuestión, ya que depende sobre todo de consideraciones y expectativas ajenas a éstos y de su comparación con el tipo de interés, que marca la retribución alternativa del dinero.

La sobredimensión del suelo que se registra anualmente como urbano o urbanizable denota que este suelo se valora más por las expectativas que ofrece, que como materia prima para construir ya mismo los muchos millones de viviendas o locales que cabrían en él y que sobrepasarían ampliamente las exigencias de uso y de demanda solvente, cuando España ya va a la cabeza de Europa en porcentaje de vi-

viendas secundarias y desocupadas. Y es que el suelo no es una materia prima como los ladrillos o el cemento, ni tampoco un salario. Ni la vivienda es un "producto final" como los tomates u otros bienes de consumo. Ambos son bienes raíces que la gente valora y atesora por sí mismos. De ahí que sus precios se hayan visto impulsados al alza cuando la caída conjunta de la bolsa y el tipo de interés desincentivó las alternativas de inversión, induciendo a hogares y empresas a adquirir y conservar la propiedad de un amplio stock de suelo urbanizable y de viviendas como inversión con buenas expectativas de revalorización.

El valor del stock de suelo urbanizable depende del margen efectivo del promotor que transforma terrenos rústicos en metros cuadrados de vivienda. Vemos por tanto que es el precio de la vivienda y los inmuebles el que atribuye valor al precio del suelo urbanizable y no al revés, por lo que el declive de aquél traería el declive de éste.

### PARALELISMOS Y PARTICULARIDAD DE LOS MERCADOS INMOBILIARIOS FRENTE A LOS BURSÁTILES

Al igual que sucede en las bolsas donde las entidades se abstienen de poner en circulación emisiones o ampliaciones cuando el mercado está poco receptivo y son más bien las emisiones las que acostumbran a seguir el ciclo general de las cotizaciones (Gráfico 9), en la evolución de la actividad de promoción inmobiliaria esta se dispara en momentos de fuertes subidas de precios y decae cuando éstos se moderan o flexionan a la baja, como muestra el Gráfico 6 comentado en el cuerpo central de este artículo. El Gráfico 10 refleja la estrecha relación de las licencias de obra nueva con la tasa de crecimiento del precio de la vivienda y con la inversa del tipo de interés, confirmando el paralelismo antes mencionado.

Dicho esto, entre la evolución de los ciclos de bolsa y los inmobiliarios existe una diferencia especialmente reseñable y que obedece a la gran inercia que conlleva el proceso constructivo-inmobiliario. Aunque la venta de las promociones en curso condicione el inicio de otras nuevas, la mera construcción de viviendas dura cerca de año y medio y el período completo de maduración de una promoción resulta mucho más dilatado. Lo cual hace que cuando la máquina inmobiliaria está lanzada no pueda frenar en seco aunque se vea sorprendida por un cambio de tendencia y agrave con su inercia la situación. En cualquier caso resulta difícil de prever con más de año y medio de antelación la evolución de factores exógenos muy condicionantes del mercado inmobiliario, como son el tipo de interés o los cambios de normativa y de políticas. Si un cambio de normativa hiciera efectivamente urbanizable todo el territorio, sembrándolo de edificaciones, también se sentiría y redistribuiría el margen de los promotores y, posiblemente, el precio de la vivienda. Aunque los propios promotores ya tratarán de evitar que esto ocurra y se cuidarán de no anegar el mercado, construyendo y ofreciendo pisos solo en la medida en la que la demanda solvente los pueda absorber. ■



> ve reducida por el menor peso de los valores de renta variable en el patrimonio de los hogares. El mayor endeudamiento de los hogares, unido a la previsiblemente ligera moderación en el crecimiento del patrimonio en vivienda, nos lleva a vaticinar, para 2003, un crecimiento del patrimonio neto algo menos intenso que el año ante-

rior que ilustran los dos gráficos mencionados.

La estimación del patrimonio inmobiliario en vivienda que aquí se presenta (Tabla 2) muestra que éste ha triplicado su valor desde 1994 y lo ha duplicado desde 1999, en tan solo cuatro años, alcanzando 3,3 billones de euros en 2003. Esta cantidad

multiplica por 4,5 el valor de la renta nacional bruta disponible y acentúa el peso de los activos inmobiliarios en el balance de los hogares. El extremado peso de los inmuebles en el patrimonio de los hogares fruto del boom inmobiliario anterior, el que culminó a principios de los noventa, se vio corregido a raíz de 1991 por el doble

## Activos financieros de las familias españolas: cambio estructural y últimas tendencias

**Domingo J. García Coto,**  
Servicio de Estudios. Bolsa de Madrid

Los últimos datos publicados sobre la cartera de activos financieros de los hogares españoles, referidos al tercer trimestre de 2003, comienzan a reflejar un cambio significativo tras tres años difíciles para la inversión financiera de las familias. Un cambio que comenzó a percibirse ya a lo largo del 4º trimestre de 2002. En el período de doce meses que va desde el cierre del tercer trimestre de 2002 hasta septiembre de 2003 el valor de los activos financieros de las familias ha crecido un 13% con especial relevancia de las acciones cotizadas que han crecido un 32%, los fondos de inversión que han hecho un 14% y la renta fija a medio y largo plazo que ha crecido un 68%.

La tenencia directa por parte de las familias españolas de bonos y obligaciones, que tradicionalmente apenas han tenido peso en su cartera de activos, comienzan a ser tenidos en cuenta como destino el ahorro. Al cierre del tercer trimestre de 2003 habían alcanzado un valor de casi 29.000 millones de euros.

### EL CAMBIO ESTRUCTURAL EXPERIMENTADO POR LOS ACTIVOS FINANCIEROS

La elevada concentración del patrimonio de los hogares españoles en activos inmobiliarios no debe hacernos olvidar que la riqueza financiera de las familias españolas ha cambiado cuantitativa y cualitativamente a lo largo de los años 90 y que este ha sido, sin duda, uno de los fenómenos que mejor refleja el cambio experimentado por el sistema financiero español a lo largo de la pasada década y una de las razones, quizá la principal, por las que el asentamiento de la confianza de los inversores individuales en el mercado de valores se ha convertido en una tarea ineludible.

Dentro de los activos financieros, la preferencia de las familias españolas por instrumentos de ahorro relacionados con los mercados de valores, especialmente visible a partir de la mitad de los años 90, sitúa a España en el grupo de cabeza entre los países financieramente más desarrollados y apunta a una tendencia estructural que convierte a los mercados de valores en canalizados directos de financiación hacia las empresas.

Las cifras reflejan el cambio en toda su magnitud: si en 1994 el valor de los activos financieros en manos de las familias españolas alcanzaba los 559.613 millones de euros, ocho años y medio

después, al cierre del primer trimestre de 2003, el valor era de 1.210.050 millones de euros. Es decir, en poco más de ocho años la riqueza financiera de las familias españolas se ha más que duplicado.

En una sencilla comparación con el Producto Interior Bruto (PIB) se observa que si en 1994 los activos financieros de las familias españolas representaban el 144% del PIB, al cierre de 2001 había ascendido al 172% y en el segundo trimestre de 2003 se situaban en el 168% recuperándose de la caída del año 2002.

Más relevante es el hecho de que este fuerte aumento del patrimonio financiero de las familias españolas ha venido acompañado de una transformación en las preferencias financieras de las familias españolas a la hora de decidir entre los distintos instrumentos financieros que pone a su disposición un Sistema Financiero cada vez más desarrollado.

Por una parte, se ha producido una pérdida de peso relativo de los depósitos de ahorro y plazo fijo. Si en 1994 representaba el 40% del volumen total de activos financieros de las familias españolas, en 2001 había pasado al 30% cifra en la cual se mantenía al cierre del segundo trimestre de 2003 perdiendo posiciones respecto al año 2002. Como contrapartida a esta fuerte caída relativa de los depósitos de ahorro y plazo fijo, los instrumentos más beneficiados han sido la inversión directa en acciones, los fondos de inversión, los fondos de pensiones y jubilación, los seguros de vida y, en el último año, los bonos y obligaciones, es decir, la renta fija a medio y largo plazo.

### IMPORTANCIA CRECIENTE DE LOS PRODUCTOS DE RENTA VARIABLE

La inversión directa por parte de las familias en renta variable o acciones se ha revelado como uno de los fenómenos financieros y sociales de mayor relevancia en la segunda mitad de los 90. Si el valor de las acciones en manos de las familias se situaba en 98.819 millones de euros al cierre de 1994 y representaba el 17,6% de los activos financieros totales de las familias españolas, ocho años y medio después, al cierre del segundo trimestre de 2002, se había casi triplicado (318.633 millones de euros) y representaba ya el 26% del valor total de la cartera financiera de las familias españolas.

Especialmente a partir de 1994 se produce un alza continuada



efecto del declive de los precios inmobiliarios y del espectacular alza de las cotizaciones bursátiles, que atrajo el ahorro de los hogares hacia la compra de acciones y fondos. Pero las caídas bursátiles de los tres últimos años y los continuados recortes del tipo de interés, unidos a la paralela aceleración de los precios inmobiliarios,

contribuyeron a acentuar de nuevo el peso de los inmuebles en el patrimonio de los hogares hasta alcanzar un máximo histórico. Según nuestras estimaciones, los activos inmobiliarios pasaron de representar el 76 por ciento de los activos totales de los hogares en 1992, al 71 por ciento en 1998, para aumentar de nuevo hasta el 80 por

ciento en 2002. La mera observación del comportamiento cíclico de estos datos apunta ahora hacia un previsible aumento del peso de los activos financieros, con la paralela reducción de los inmobiliarios, que aproxime algo más la estructura del balance de los hogares españoles al de los otros países de nuestro entorno.

### ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (1994-2º TRIM 2003)

Cantidades en millones de Euros y porcentajes

	1994	%	2001	%	2002	%	2º trim 2003	%
Billetes	41.866	7,48%	41.059	3,64%	50.800	4,48%	56.152	4,64%
Depósitos a la Vista	35.117	6,28%	65.763	5,84%	70.281	6,20%	73.335	6,06%
Depósitos Ahorro/Plazo	227.184	40,60%	339.408	30,12%	357.177	31,53%	363.484	30,04%
Valores a Corto Plazo	5.227	0,93%	2.519	0,22%	2.327	0,21%	1.953	0,16%
Obligaciones	10.692	1,91%	17.925	1,59%	18.739	1,65%	25.479	2,11%
Acciones	98.819	17,66%	320.327	28,43%	284.091	25,08%	318.633	26,33%
Fondos de Inversión	59.440	10,62%	140.381	12,46%	132.027	11,65%	142.844	11,80%
Reservas Fondos Pensiones y Seguros	54.543	9,75%	161.204	14,31%	175.480	15,49%	183.285	15,15%
Otros	26.725	4,78%	38.301	3,40%	41.997	3,71%	44.885	3,71%
<b>Total Activos Financieros</b>	<b>559.613</b>		<b>1.126.887</b>		<b>1.132.919</b>		<b>1.210.050</b>	
Producto Interior Bruto (precios corrientes)	389.525		653.289		696.208		718.256	
Activos Financieros / PIB (%)		143,67%		172,49%		162,73%		168,47%

Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España. Octubre 2003

en el tamaño y valor de la cartera de acciones de las familias como consecuencia de tres factores:

- Las exitosas y masivas colocaciones de acciones de empresas públicas como consecuencia del programa de privatizaciones emprendido por el sector público (que tiene sus años culminantes en 1997 y 1998).
- La colocación y salida al mercado de las acciones de numerosas empresas privadas.
- La elevada rentabilidad del mercado que encadenó cinco años consecutivos de subidas y revalorizó la cartera de acciones de las familias.

Otros instrumentos de inversión colectiva como los fondos de pensiones y jubilación y los seguros de vida también han mantenido un paulatino y constante crecimiento relativo durante la segunda mitad de los 90 elevando su participación en la cartera de activos financieros de las familias desde el 9,8% de 1994 hasta porcentajes del 11,8% en el primer semestre de 2003.

En suma, la orientación del ahorro de las familias hacia instrumentos como las acciones o las fórmulas de inversión colectiva es una de las causas, quizá la principal, del protagonismo adquirido por los mercados de valores en el sistema financiero español durante la última década. El cambio es, sin duda, estructural y las consecuencias para los mercados, los emisores y los intermediarios han sido trascendentales y sus efectos serán perdurables.

Las cifras vuelven a ser reveladoras en este aspecto: si en 1994, el 40% de los activos financieros de las familias estaban relacionados directa o indirectamente con la inversión en valores,

en el 2º trimestre de 2003 este porcentaje supera el 56%.

La reducción del valor de la cartera de acciones en manos de las familias españolas, que entre el cierre del año 1999 y el cierre del año 2002 alcanza el 15%, es netamente inferior al recorte experimentado en ese período por el mercado (el Ibex perdió un 48%) lo que indica que las familias españolas no han desinvertido en acciones y en estos tres años han ratificado su posición como accionistas caracterizados por la estabilidad. Un dato que abunda más en este sentido es que en los primeros seis meses de 2003 la posición en acciones ha aumentado un 12%.

Pero la participación de las familias españolas en el mercado no se ha limitado a la posesión directa de acciones. A través de la adquisición de participaciones en fondos de inversión y fondos de pensiones y jubilación, también han intervenido indirectamente en el mercado.

La participaciones en fondos de inversión representaban en 1994 el 10,6% del volumen total de activos financieros de las familias y cuatro años después, en 1998, superaban el 18%, recortando su participación en 2001 (11,9%) y 2002 (11,6%). En los primeros seis meses de 2003 estos activos vuelven a la senda de crecimiento con un porcentaje ya cercano al 12%.

En cuanto a los fondos de pensiones, jubilación y seguros de vida, el crecimiento desde 1994 ha sido espectacular. Desde los 54.543 millones de euros de 1994, se han multiplicado por más de tres hasta los 183.285 millones de euros del primer semestre de 2003. Bajo estos números subyace también un debate de gran trascendencia social: la estructura futura de los sistemas de previsión social. ■



**GRÁFICO 4. Variaciones patrimoniales de los hogares en relación con los flujos de renta y ahorro 1985-2003**



**GRÁFICO 5. Contribución de las revalorizaciones al incremento de patrimonio neto de los hogares, 1996-2003**



**COYUNTURA DEL SECTOR VIVIENDA**

El sector inmobiliario sigue sosteniendo en buena parte el crecimiento económico en España, desafiando con su pujanza todas las previsiones que se han venido haciendo en los últimos años tanto en lo que se refiere a la evolución de precios como al número de viviendas iniciadas. No obstante se observa una desaceleración que se refleja tanto en nuestras estimaciones actualizadas del stock de vivienda --recogidas en el Gráfico 6 y en la Tabla 2, que presentan la evolución de dicho stock en precios, cantidad y valor-- como en los indicadores de construcción recogidos en el Gráfico 7 que pretende sintetizar la mar-

cha del presente ciclo inmobiliario. Todos los indicadores seleccionados muestran la aludida desaceleración de la construcción de viviendas en los últimos tres años, que va en consonancia con la evolución del stock en cantidad recogida en el Gráfico 6.

Pero cuando el presente boom inmobiliario parecía apuntar hacia su paulatina moderación, la información disponible para el año 2003 muestra un acusado repunte de las licencias de obra nueva que maduraría en forma de viviendas terminadas durante el año 2004 y, al menos, principios de 2005. Resulta paradójicamente inquietante que este repunte se produzca cuando están dando síntomas de agotamiento o estancamiento algunos de los factores que en su momento habían impulsado la demanda de viviendas (sucesivas rebajas del tipo de interés, caída de las cotizaciones y desinversión bursátil, efecto euro,...) y cuando la capacidad de financiación y de endeudamiento de los

hogares se muestra ya bastante exhausta, como pasamos a analizar seguidamente.

**LAS OPERACIONES DE LOS HOGARES EN VIVIENDA Y SU FINANCIACIÓN**

La aproximación realizada a las operaciones en vivienda de los hogares y a sus fuentes de financiación muestra que los ingresos derivados de la venta de viviendas usadas (engrosados por importantes plusvalías) constituyen la principal fuente de financiación de las compras de vivienda, así como que las operaciones de compraventa de viviendas se saldan positivamente para los hogares españoles, dadas las compras netas por extranjeros.

Para elaborar dicha aproximación, se ha estimado primero el importe de las operaciones que modifican el valor del stock inicial de los hogares a lo largo de cada ejercicio (es decir: compras de viviendas nuevas, compraventas de viviendas ya existentes y

**TABLA 2. EVOLUCIÓN DEL STOCK DE VIVIENDA (SUPERFICIE Y VALOR) 1990-2003**

Años	Superficie (mil mill. m2)	Valor estimado (mil mill. euros)
1990	1,5	805,2
1991	1,5	1.034,0
1992	1,5	1.043,0
1993	1,6	1.076,1
1994	1,6	1.124,5
1995	1,6	1.191,6
1996	1,7	1.225,4
1997	1,7	1.287,6
1998	1,8	1.414,8
1999	1,8	1.636,7
2000	1,9	1.948,4
2001	1,9	2.339,1
2002	2,0	2.823,0
2003*	2,0	3.337,0

\* Para el cálculo del valor del año 2003 se ha hecho una hipótesis de crecimiento de los precios del 15%. Si el cálculo se realizase con un crecimiento igual al registrado en el primer trimestre del año el valor sería 3.418 \* 109 euros. FUENTE: Elaboración propia y Ministerio de Fomento (2000, J.M. Naredo, dir.) actualizado hasta 2002.

**GRÁFICO 6. Evolución del valor del stock de vivienda y de sus componentes 1990-2003**



**GRÁFICO 7. Indicadores del sector de la construcción**





desaparición de viviendas por demolición o ruina) que, junto con las revalorizaciones, conducen al stock de vivienda al final de cada año (Tabla 3). Posteriormente se aproximan las fuentes de financiación de las

**Las previsiones demográficas no justifican que cada año se puedan seguir construyendo en España, como atestigua el actual repunte de las licencias, más viviendas que en Francia y Alemania juntas, que tienen tres veces más población y mucho mayor crecimiento demográfico**



compras totales de vivienda nueva y usada por los hogares españoles (Tabla 4).

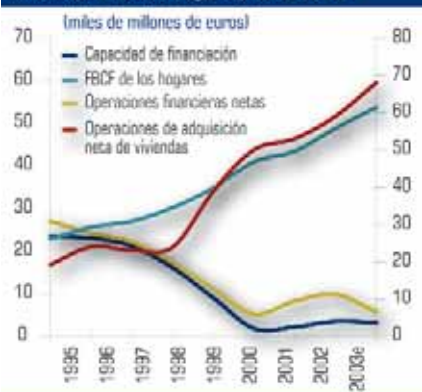
Hay que subrayar que la inversión extranjera en inmuebles ha venido creciendo a una tasa media anual del 28 por ciento durante los últimos seis años (según datos de la Balanza de Pagos) y contribuye a financiar una fracción creciente de las compras de vivienda nueva y usada, concentrándose en las zonas del litoral y en los territorios insulares. En las tablas mencionadas se han deducido las compras netas de vivienda nueva y usada por extranjeros. Estas compras se han estimado --teniendo en cuenta informes parciales especializados-- en algo más del doble de la inversión total en inmuebles recogida en la Balanza de Pagos, presuponiendo la existencia de dinero negro y de operaciones de vivienda que escapan a la metodología apli-

cada en la estadística de la inversión en inmuebles. En el marco de estas hipótesis hemos estimado que su peso oscila entre el 12 y el 16 por ciento de las compras netas totales de vivienda, a lo que se añade también la contribución a engrosar la demanda de viviendas que tuvieron la desinversión bursátil y el efecto euro. La magnitud de estos importes ha reducido la parte de vivienda financiada con el ahorro y el endeudamiento de los hogares españoles, absorbiendo una parte creciente de los recursos de los hogares, tal y como se recoge en la Tabla 4. El ratio entre la parte del ahorro invertida en vivienda y la que se materializa en activos financieros pasa de 0,3 a 3,4 entre 1998 y 2002, a la vez que el endeudamiento de los hogares pasó de suponer el 65 al 86 por ciento de su renta disponible bruta en ese

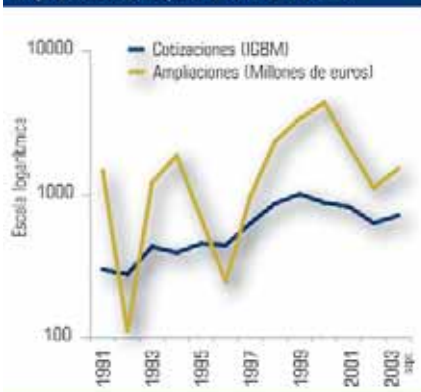
mismo período .

La expansión de las operaciones de adquisición neta de vivienda de los hogares ha supuesto el paralelo declive de sus operaciones de adquisición neta de activos financieros. Ambos fenómenos se reflejan claramente en el Gráfico 8 como dos caras de la misma moneda: la preferencia por las inversiones en vivienda de los hogares se ha producido en detrimento de sus inversiones financieras netas. Por otra parte, en términos de balance, el disminuido ahorro financiero no ha conseguido compensar los recortes patrimoniales originados por las minusvalías bursátiles y por el mayor endeudamiento de los hogares, reduciéndose el valor corriente de sus activos financieros netos durante los tres últimos ejercicios. Hubo que esperar a los dos primeros trimestres del año 2003 para

**GRÁFICO 8. Operaciones financieras y operaciones inmobiliarias de los hogares, 1995-2003**



**GRÁFICO 9. Relación entre cotizaciones y ampliaciones de capital (Bolsa de Madrid)**



**GRÁFICO 10. Indicadores del mercado inmobiliario**







**TABLA 3. APROXIMACIÓN AL ENLACE ENTRE EL BALANCE Y LAS OPERACIONES EN VIVIENDA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1998-2003)**

(miles de millones de euros)						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>I. Stock inicial</b>	1120	1226	1413	1676	2002	2411
<b>II. Operaciones netas</b>	24	39	50	53	59	68
1. Adquisición de vivienda nueva	31	48	61	66	73	84
2. Adquisiciones de vivienda existente	89	129	162	182	196	226
3. Venta de vivienda existente	91	132	166	187	200	230
4. Demolición o ruina	5	6	7	8	10	12
<b>III. Revalorizaciones</b>	82	148	213	275	345	362
<b>IV. Stock final</b>	1226	1413	1676	2004	2411	2848

**TABLA 4. APROXIMACIÓN A LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS OPERACIONES EN VIVIENDA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES**

(miles de millones de euros)						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>I. Compras totales de vivienda (nueva + usada)</b>	120	177	223	248	269	310
<b>II. Préstamos</b>	33	39	41	36	47	56
<b>III. Recursos propios</b>						
1. Ingresos por venta de vivienda reinvertidos en vivienda	77	121	158	178	188	216
2. Ingresos por venta neta de acciones y participaciones invertidos en vivienda (*)		6	10	11		
3. Ahorro y otros recursos propios	10	11	14	23	34	38
<b>Promemoria</b>						
Ahorro bruto (Cuentas Nacionales)	43	42	42	43	48	52
Ahorro Financiero (Cuentas Financieras)	17	11	7	7	10	11
Ratio: Ahorro invertido en vivienda/Ahorro financiero	0,6	1	2	3,3	3,4	3,4

(\*) Incluye también una estimación de la influencia del "efecto euro" en la compra de vivienda

ver aumentar de nuevo el patrimonio financiero de los hogares.

### ALGUNAS CONCLUSIONES, ESCENARIOS POSIBLES Y OTRAS CONSIDERACIONES FINALES

El gráfico comentado evidencia que el margen que ofrecen las capacidades de ahorro y endeudamiento de los hogares para seguir financiando la expansión del stock de viviendas, en precios y en cantidad, a los ritmos de los últimos años es ya bastante limitada. Pero, como suele ocurrir en las fases alcistas de los ciclos, la euforia de los inversores puede generar espejismos que induzcan a considerar normales los singulares crecimientos de esta fase y a seguir invirtiendo para aprovechar la coyuntura favorable. Así, puede entenderse el repunte de las licencias de obra nueva del último año como una toma de posiciones que no tiene por qué llevarse a término: se trata de aprovechar una demanda todavía pujante, pese a que empieza a mostrar síntomas de debilidad, al disminuir el número de operaciones de com-

praventa (BBVA, octubre 2003) y al aumentar los anuncios de venta y, sobre todo de alquiler, en las calles y en la prensa. Podría ser que el presente ciclo apuntara finalmente hacia una mayor oferta de viviendas en alquiler, como medio preferido de rentabilizar el patrimonio inmobiliario acumulado por los hogares, frente las alternativas de inversión financiera, lo que frenaría la posible caída de precios y redundaría en un mejor uso del parque de viviendas, pero también en una menor demanda de viviendas nuevas para ser usadas en propiedad. Pero este u otros desenlaces dependerán del marco institucional y, sobre todo, de los incentivos fiscales, cuya discusión se sale de las pretensiones de este artículo.

Por otra parte, el espectacular declive demográfico iniciado a principios de los 70, está empezando a recortar ahora los efectivos de población comprendidos entre 25 y 30 años, es decir los nuevos demandantes de vivienda. Las previsiones demográficas no justifican que cada año se puedan seguir construyendo en España, como atestigua el actual repunte de las licencias, más viviendas que en Francia y Alemania juntas, que

tienen tres veces más población y mucho mayor crecimiento demográfico (este "milagro" se explica en parte en parte porque estos países priorizan más la rehabilitación que la construcción nueva y mantienen un uso más eficiente del stock construido). Pese a la afluencia de inmigrantes, la caída de la natalidad hizo que el boom constructivo actual haya situado la tasa española de habitantes por vivienda entre las más bajas de Europa. Puede decirse, así, que España ha cubierto el "déficit" de viviendas con relación a la población, pero no las necesidades de vivienda de ésta, habida cuenta que las espectaculares subidas de precios se han simultaneado con una presencia cada vez más reducida de viviendas "sociales" accesibles a personas de baja renta, entre las que se sitúa un creciente colectivo de inmigrantes. El desigual reparto de la propiedad del parque de viviendas y el uso ineficiente del mismo, resultan de la acusada presencia que ha tenido la demanda de vivienda como inversión en el actual boom inmobiliario, acentuándose así también el paralelismo entre mercados inmobiliarios y mercados financieros. Por lo tanto, en vez de cerrar este artículo con un apartado de perspectivas, preferimos comentar nuestras consideraciones acerca de los factores que inciden en el precio de las viviendas (ver apoyo), para suscitar la reflexión sobre la actual encrucijada inmobiliaria y el modo de tratarla. □

### BIBLIOGRAFÍA

- Banco de España, (2003): *Cuentas financieras de la economía española*, Madrid.
- Banco de España, (2003): *Balanza de Pagos*, Madrid.
- BBVA, (2003): *Situación Inmobiliaria*, Octubre.
- Laborda, A. (2003): "La formación del ahorro en España: tendencias y perspectivas", *Cuadernos de Información Económica*, Sept.-Oct. 2003.
- Ministerio de Fomento, (2000): *Composición y valor del patrimonio inmobiliario en España*, Madrid.
- Naredo, J.M., O. Carpintero, (2002): *El balance nacional de la economía española (1984-2000)*, Madrid, FUNCAS, Serie estudios.
- Naredo, J.M., O. Carpintero, C. Marcos, (2002): "Los aspectos patrimoniales en la coyuntura económica actual: nuevos datos e instrumentos de análisis", *Cuadernos de Información Económica*, 171, pp. 26-56.