

---

# El endeudamiento de las familias en España

## Evolución, causas e implicaciones

*Intervención de Fernando Restoy, Jefe de Estudios Monetarios y Financieros, en la «Jornada sobre el sobreendeudamiento de las familias», organizada por HISPACOOOP y CEACCU.*

### 1. INTRODUCCIÓN

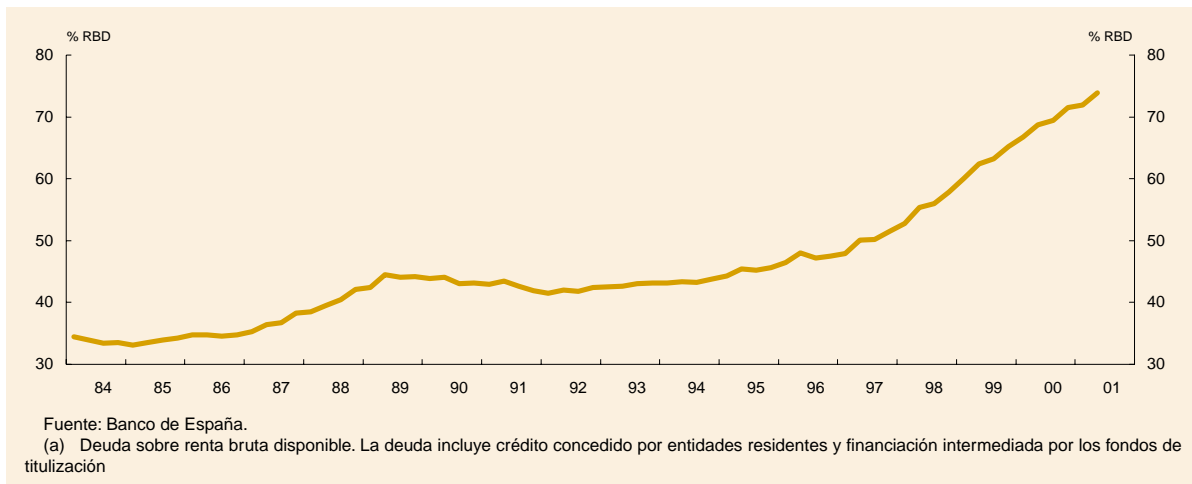
Cuando se observa la evolución de la deuda de las familias españolas en los últimos años, no resulta difícil verse sorprendido por el considerable incremento que ha experimentado desde la mitad de la pasada década. Así, el endeudamiento de los hogares sobrepasó el pasado año el 70% de su renta bruta disponible (RBD), tras aumentar esta *ratio* en más de veinticinco puntos porcentuales en tan solo cinco años (véase gráfico 1). Estos desarrollos hacen comprensible que, en determinados círculos, se haya hablado de un posible «sobreendeudamiento» de las familias españolas, término también utilizado en el título elegido para esta Jornada.

Sin embargo, no es posible valorar el alcance del fenómeno señalado sin contextualizarlo adecuadamente en el proceso de transformación estructural que ha atravesado nuestra economía en el mismo período, considerando explícitamente sus efectos sobre la demanda óptima de financiación de los hogares y sobre la propensión de los intermediarios financieros a otorgarla.

Desde esta perspectiva, en esta intervención se intentará mostrar que existen argumentos que permiten desmentir la existencia de un endeudamiento excesivo generalizado por parte de las familias españolas. Esto no impide, lógicamente, que tenga sentido identificar los posibles elementos de vulnerabilidad que puede generar el aumento de los compromisos financieros adquiridos por los hogares. De hecho, este resulta un tema de elevado interés tanto desde el punto de vista del análisis de los determinantes de las decisiones de consumo e inversión de los agentes y, por lo tanto, de la evolución de la actividad económica, como desde la perspectiva del estudio de los condicionantes de la estabilidad financiera de la economía.

Esta intervención se centrará, así, en el análisis de los determinantes y las implicaciones de la evolución reciente de la situación patrimonial de las familias españolas. Sin embargo, antes de entrar en el cuerpo principal de la presentación, resulta útil comentar, a título de introducción, la forma en la que el estudio de esta problemática se encuadra dentro de las funciones que actualmente desempeña el Banco de España.

Ratio de endeudamiento de los hogares (a)



## 2. EL ANÁLISIS DE LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS FAMILIAS EN EL BANCO DE ESPAÑA

Una forma útil de clasificar las tareas que desempeña el Banco de España es agruparlas en torno a dos grandes objetivos: la estabilidad macroeconómica y la estabilidad del sistema financiero. El primer tipo de tareas está, en gran medida, relacionado con la participación del Banco en el Eurosistema —que agrupa al Banco Central Europeo y a los bancos centrales nacionales de los países participantes en la Unión Económica y Monetaria—, que se encarga de definir y ejecutar la política monetaria común en la zona del euro, de acuerdo con el objetivo prioritario de asegurar el mantenimiento de la estabilidad de precios. El Banco de España contribuye al logro de este objetivo mediante la participación de su Gobernador en el órgano máximo decisorio del BCE y de sus expertos en los diversos comités que se encargan de suministrar a aquel el instrumental analítico y técnico que resulta preciso para la adecuada toma de decisiones.

Es lógico que una de las principales contribuciones que realiza el Banco a esta tarea colectiva sea aportar su conocimiento de la economía española a partir de los análisis regulares y las investigaciones que realiza en este campo. Apoyado en estos estudios, el Banco proporciona, además, recomendaciones generales en las distintas esferas de la política económica y suministra asesoramiento al Gobierno, tarea, esta última, que también tiene asignada estatutariamente.

El segundo tipo de funciones que desarrolla el Banco de España gira en torno a la pro-

moción de la estabilidad del sistema financiero. En este campo tiene asignada la responsabilidad de llevar a cabo la supervisión prudencial de las entidades de depósito, así como con competencias delegadas en materia de regulación del sector y la tarea de asegurar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

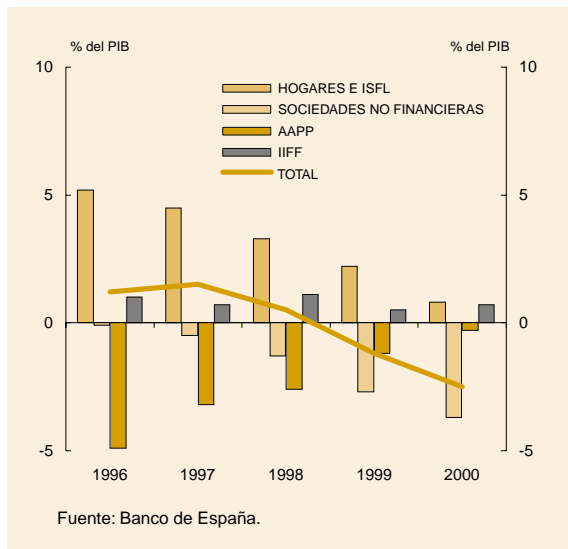
Como más adelante se analizará con más detalle, las decisiones de gasto de los agentes económicos —y, de este modo, la evolución del consumo y la inversión— están fuertemente ligadas a su capacidad para financiarlas. Esta, a su vez, depende tanto de las condiciones generales macroeconómicas como de otras más específicas a cada uno de los agentes, entre la que se encuentra la solidez de su situación financiera.

Por ello, en el análisis regular que realiza el Banco de España de la evolución de la actividad económica y de los precios, ocupa un lugar destacado el estudio de las condiciones generales de financiación, de los flujos financieros de la economía y de los equilibrios patrimoniales de empresas y familias. Con este fin, se hace un uso intensivo de la información contenida en las Cuentas Financieras de la Economía Española que elabora el propio Banco de España con frecuencia trimestral.

Naturalmente, los equilibrios patrimoniales de los hogares no solo resultan relevantes desde el punto de vista de sus implicaciones macroeconómicas. También afectan a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, en la medida en que las familias son destinatarias de una parte importante de la financiación otorgada por los distintos intermediarios.

GRÁFICO 2

## La capacidad financiera de la nación



Por otra parte, la propia estabilidad del sistema financiero influye también sobre las decisiones de los agentes que determinan la evolución de las variables macroeconómicas. La volatilidad de los mercados financieros y, sobre todo, una posible situación de fragilidad de los intermediarios —causada, por ejemplo, por su deterioro de la solvencia de sus prestatarios— reducirían, normalmente, la oferta de crédito, dificultando, de este modo, la obtención de financiación por parte de los agentes. Esto tendería a deprimir el consumo y la inversión, ralentizando, así, la actividad económica.

Es claro, entonces, que del análisis de las implicaciones del endeudamiento de las familias sobre la estabilidad macroeconómica y financiera se deduce tanto la relevancia potencial del fenómeno como la profunda interconexión que existe entre ambos ámbitos.

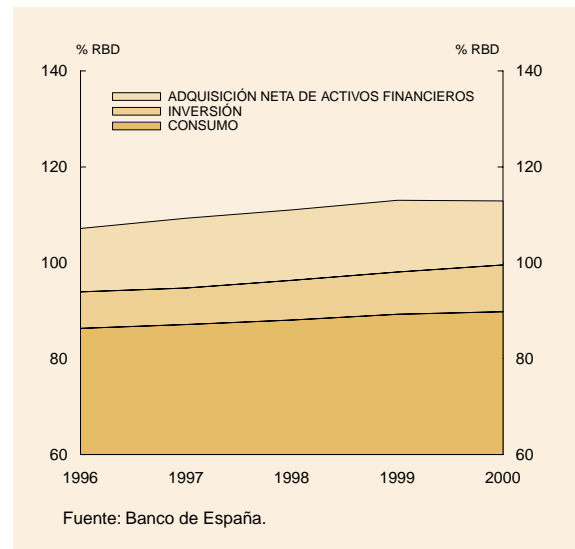
### 3. LOS DATOS

Las familias ocupan un lugar central en la actividad económica, al proporcionar los *inputs* —trabajo y, en menor medida, capital— requeridos en los procesos productivos y utilizar las rentas obtenidas de este modo para demandar productos de consumo y de inversión, fundamentalmente en forma de activos inmobiliarios. La renta bruta disponible de las familias supone, en nuestro país, aproximadamente el 67% de la renta nacional, y sus decisiones de consumo e inversión alcanzan un porcentaje similar del PIB de la nación.

Este sector desempeña, también, un papel muy relevante en la actividad financiera, al pro-

GRÁFICO 3

## Hogares: consumo e inversión real y financiera



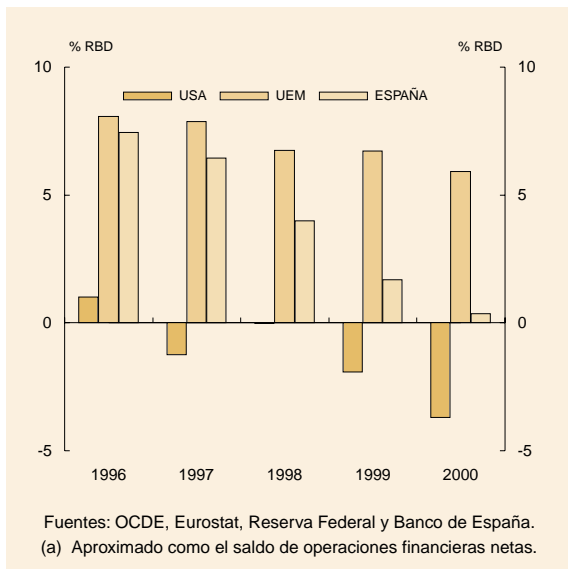
porcionar una parte significativa de la financiación neta requerida por el sector empresarial y el Gobierno. Así, a lo largo del año 2000, las familias españolas adquirieron activos financieros por un importe equivalente al 15% de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas.

Sin embargo, tal y como se observa en el gráfico 2, la capacidad de financiación de las familias —es decir, la diferencia entre la renta disponible y sus gastos de consumo e inversión— ha descendido marcadamente en los últimos años, hasta alcanzar, tan solo, el 0,5% del PIB, en 2000, frente a algo más del 5% en 1996. Esto, unido al aumento de las necesidades de financiación de las sociedades, ha tendido a incrementar el recurso a la financiación exterior —materializado en el saldo negativo de la balanza por cuenta corriente—, a pesar de la reducción del déficit de las Administraciones Públicas.

En el gráfico 3 puede contemplarse la evolución de los distintos componentes de la capacidad de financiación, en términos de la renta disponible bruta de los hogares españoles. Tal y como se observa, tanto el consumo como la inversión se han incrementado en los últimos años en una proporción mayor que la renta de las familias. De este modo, detrás del práctico agotamiento de la capacidad de financiación se encuentra tanto una menor tasa de ahorro bruto —es decir, la diferencia entre la renta y el consumo, en porcentaje de aquella— como una fuerte expansión en la adquisición de inmuebles. Por otra parte, las familias han mantenido en los últimos años un crecimiento sostenido de su adquisición neta de activos financieros,

GRÁFICO 4

## Capacidad de financiación de los hogares (a)



que se ha situado en torno al 15% de su renta disponible bruta. Así pues, los ingresos corrientes de los hogares han resultado crecientemente insuficientes para cubrir sus decisiones de consumo e inversión y su demanda de instrumentos financieros.

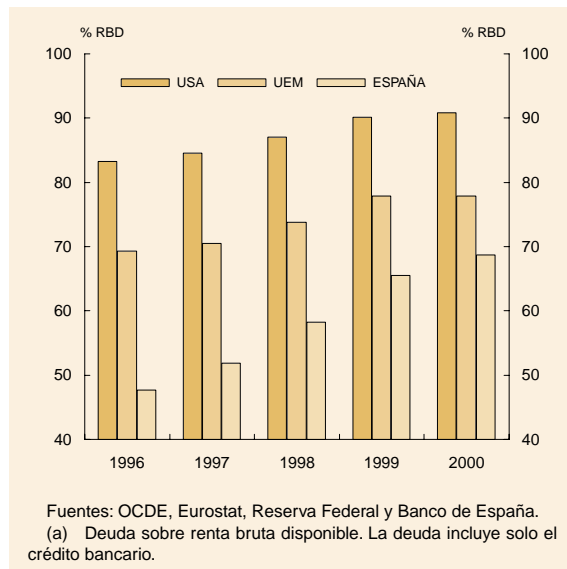
El resultado ha sido, lógicamente, un recurso cada vez más intenso al endeudamiento, que, como se señalaba en la introducción, ha superado el 70% de la renta bruta disponible de las familias en el año 2000, frente a algo menos del 50% tan solo cinco años antes, porcentaje en el que se había mantenido, de forma relativamente estable, desde el comienzo de la década de los noventa.

Merece la pena preguntarse, a continuación, sobre la medida en que el recurso creciente a la financiación ajena, por parte de las familias, es un fenómeno genuino de la economía española, o si, por el contrario, este ha aumentado también en otras economías desarrolladas en los últimos años.

En el gráfico 4 se compara la evolución de la capacidad de financiación de los hogares —en tanto por ciento de la renta disponible— en Estados Unidos, la UEM y España. El gráfico muestra, en primer lugar, que la capacidad financiera de las familias difiere sustancialmente por áreas geográficas. Así, en Estados Unidos, esta es negativa desde 1997, señalando que este sector no genera recursos que permitan la financiación del resto de la economía, sino que, en términos agregados, recibe financiación neta. Por el contrario, en la zona del euro, las familias han mantenido en el período una capa-

GRÁFICO 5

## Ratio de endeudamiento por áreas geográficas (a)



cidad de financiación relativamente elevada, superior, en todo momento, al 5% de la renta disponible.

En todos los casos analizados, sin embargo, se observa una tendencia decreciente que resulta particularmente pronunciada en el caso de la economía norteamericana, en consonancia con su creciente recurso al ahorro exterior para financiar el fuerte crecimiento de la demanda en este país y que se ha plasmado en déficit por cuenta corriente muy elevados. En el caso de la UEM, sin embargo, esta tendencia es mucho más moderada. España ocupa un lugar intermedio, entre EEUU y la zona del euro, en términos del nivel de la capacidad de financiación de los hogares, si bien su ritmo de disminución en los últimos años ha sido, en nuestro país, al menos tan intenso como en Estados Unidos.

Si se observan las *ratios* de endeudamiento, la comparación internacional arroja, según se aprecia en el gráfico 5, resultados algo distintos. La disminución de la capacidad de financiación —es decir, el mayor crecimiento del gasto que la renta— en las tres áreas consideradas se ha reflejado en un aumento de la deuda contraída por las familias en proporción a su renta. Sin embargo, el nivel de la *ratio* de endeudamiento de las familias, tanto en EEUU como, en menor medida, en la UEM es superior al correspondiente a España, a pesar de que, en este último caso, se percibe un incremento más rápido.

De este modo, de los datos presentados emergen dos tipos de regularidades. Primero,

la posición patrimonial de las familias españolas, medida tanto por su ahorro como por su recurso a la financiación ajena, se ha deteriorado de manera acusada en los últimos años. Segundo, no puede afirmarse, sin embargo, que este deterioro sea un fenómeno exclusivo de la economía española, ni que el endeudamiento alcanzado exceda, en términos relativos, al de otros países de nuestro entorno. Pero, como es evidente, de la obtención de estos datos, aunque sean ciertamente ilustrativos, no cabe deducir conclusiones normativas directas. Antes resulta preciso analizar los determinantes de la evolución de la situación financiera de los hogares españoles.

#### 4. LOS DETERMINANTES

El endeudamiento aparece cuando los agentes expanden sus decisiones de consumo e inversión —tanto en activos reales como financieros— más allá de lo que pueden cubrir sus ingresos corrientes. Por lo tanto, los factores más relevantes que determinan el recurso a la financiación ajena son, lógicamente, aquellos que explican la expansión de la demanda. Estos factores pueden clasificarse en tres tipos: a) los que afectan a las expectativas de ingresos o rentas; b) los derivados de la incertidumbre que rodea esas expectativas, y c) los relacionados con el coste de oportunidad del consumo y la inversión.

Es claro que a la hora de evaluar los distintos planes de consumo, las familias que tienen acceso a la financiación ajena tienden a considerar no solo su renta corriente sino sus expectativas de ingresos futuros —procedentes tanto de los rendimientos del trabajo como de la rentabilidad esperada de sus activos reales y financieros—. Además, cuanto mayor sea la incertidumbre que rodea estas previsiones, menor será la propensión de las familias, que normalmente son aversas al riesgo, a expandir su gasto corriente.

En lo que respecta a la inversión residencial, además de los condicionantes anteriores, resultan relevantes las perspectivas sobre la evolución futura de los precios de los activos inmobiliarios y, en su caso, de las rentas derivadas del alquiler u otro tipo de explotación de los inmuebles que planea adquirir.

En ambos casos, la evolución de los planes de gasto se ve, lógicamente, afectada por el coste efectivo de los préstamos destinados a las familias —ya sea en la modalidad de crédito al consumo o hipotecario—, que depende, esencialmente, de los tipos de interés prevalecientes y de los costes administrativos y fiscales que conlleva la tramitación de los créditos.

Pero el nivel de endeudamiento deseado no viene solo determinado por los factores que explican la evolución de la demanda de las familias. También resultan relevantes las condiciones de la oferta de crédito, es decir, los criterios que emplean las entidades bancarias a la hora de decidir sobre la concesión de préstamos.

La propensión de las entidades a conceder financiación a un determinado tipo de interés viene explicada tanto por aspectos relacionados con sus esquemas de gestión del riesgo como por su estrategia de negocio. En principio, los criterios de concesión de créditos tienden a ser más laxos cuando las condiciones cíclicas son relativamente favorables. Así, en etapas expansivas, los bancos no solo tienden a reducir la probabilidad de impago asignada a la concesión de los fondos solicitados para financiar proyectos de consumo o inversión, sino que, además, al registrar en esos períodos una menor morosidad que en las etapas recesivas, disponen de un mayor margen de maniobra para aumentar su cartera de activos frente a las familias.

La política de concesión de créditos se ve afectada, además, por las estrategias operativas de las entidades bancarias. Así, un posible interés estratégico de un grupo de entidades por ganar cuotas de mercado en un determinado tipo de instrumento de activo —por ejemplo, préstamos hipotecarios— puede llevarlas a rebajar sus exigencias a la hora de conceder ese tipo de financiación.

No es difícil ver que, en el caso español, se ha producido, en los últimos años, una confluencia de efectos que ha tendido a alentar el crecimiento del endeudamiento de las familias, a partir de los factores de demanda y oferta señalados.

Por el lado de la demanda, el proceso de convergencia nominal con los países europeos más avanzados en la década de los noventa y, sobre todo, la integración en la Unión Económica y Monetaria, han modificado sustancialmente el entorno en el que se desenvuelve la actividad económica en nuestro país y, singularmente, las decisiones de consumo e inversión de los agentes.

El ingreso en la UEM ha supuesto, en primer lugar, un fuerte impulso a las perspectivas de crecimiento de la economía española a medio plazo, derivadas tanto de la estabilidad macroeconómica alcanzada como de los beneficios que para nuestro país supone la pertenencia a un área económica amplia, próspera y progresivamente integrada, donde el aprovechamiento de nuestras ventajas competitivas

resulta menos dificultoso. Naturalmente, el aumento del potencial de crecimiento del conjunto de la economía se refleja en una mejora de las expectativas de rentas para los distintos agentes que la componen.

Además, la estabilidad macroeconómica reduce, lógicamente, la incertidumbre que los agentes asignan a la evolución de sus rentas. En este sentido, resulta significativa la capacidad de resistencia que las distintas economías nacionales, dentro de la UEM, han mostrado ante las fuertes turbulencias internacionales acaecidas desde la introducción del euro: la crisis de las economías emergentes, primero; el incremento pronunciado de los precios petrolíferos, después; y, más recientemente, la crisis provocada por los atentados terroristas en Estados Unidos el día 11 de septiembre pasado. Aunque los análisis contrafactuales deben ser siempre tomados con mucha cautela, no resulta aventurado apostar por qué en un escenario alternativo sin Unión Monetaria, donde hubieran subsistido las doce monedas nacionales sometidas a regímenes de tipo de cambio flexibles o ajustables, los efectos negativos de las perturbaciones señaladas hubieran resultado mucho más pronunciados.

Uno de los factores determinantes de esta relativa solidez de la economía de la zona del euro ha sido la actuación del Banco Central Europeo, que, dotado de un mandato donde se otorga la principal prioridad al mantenimiento de la estabilidad de precios, ha logrado pronto un elevado grado de credibilidad. Esto ha permitido que las expectativas de inflación se situaran de forma estable, desde casi el momento mismo del comienzo de las operaciones de la nueva autoridad monetaria europea, en niveles reducidos.

La actuación del BCE se ha visto favorecida por la forma en la que los distintos agentes económicos se han ido adaptando al nuevo entorno institucional. Así, los interlocutores sociales han tendido a moderar sus demandas salariales, como consecuencia de la incorporación a sus previsiones de rentas de un escenario de mantenimiento de tasas bajas de inflación durante la vigencia de los contratos. Por su parte, los gobiernos de los países pertenecientes a la UEM han mantenido, en los últimos años, un proceso continuado de consolidación fiscal.

Todo ello ha propiciado que el cumplimiento de los objetivos del Banco Central Europeo haya resultado compatible con el mantenimiento de unos tipos de interés, en términos reales —tanto a corto como a largo plazo—, relativamente reducidos en toda la zona del euro y, singularmente, en España, donde han alcanza-

do niveles que no se conocían desde hace décadas. Esto ha propiciado —y quizá sea este el efecto más relevante para el tema analizado— una considerable disminución del coste financiero soportado por los demandantes del crédito bancario en nuestro país.

Así pues, la UEM ha afectado a los tres factores determinantes señalados de las decisiones de gasto en el mismo sentido: mejores perspectivas de ingresos, menor incertidumbre y menores tipos de interés.

Al mismo tiempo, en nuestra economía se han producido una serie de desarrollos, algo más específicos, que han favorecido adicionalmente el crecimiento del consumo y la inversión y, por lo tanto, la demanda de fondos para financiar su expansión.

En particular, las reformas introducidas en el mercado de trabajo parecen haber ocasionado un aumento notorio de la capacidad de generación de puestos de trabajo de la economía española. Este desarrollo ha tenido un efecto significativo sobre las decisiones de gasto, al estar el empleo fuertemente correlacionado con las expectativas de renta de los agentes.

Asimismo, resulta relevante destacar el fuerte incremento, sobre todo en los últimos tres años, del precio de la vivienda, en un contexto de fuerte aumento de las cotizaciones de los activos bursátiles en todo el mundo. Ello ha generado un efecto «riqueza» positivo sobre el consumo y la inversión de los agentes económicos, al percibir estos una mayor capacidad para hacer frente a los compromisos financieros derivados del endeudamiento o para colateralizar préstamos adicionales en caso de necesidad.

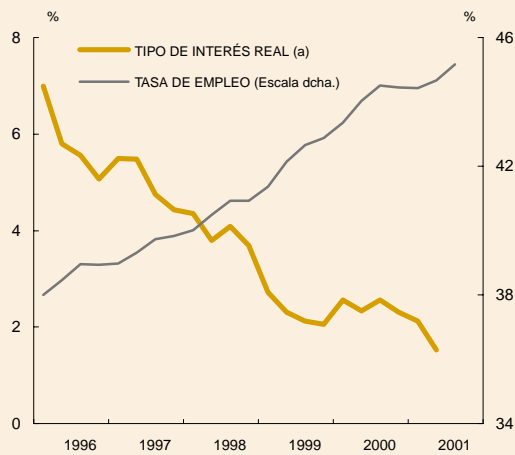
A efectos ilustrativos, se presentan, en los gráficos 6 y 7, algunas variables representativas de los factores que han incidido sobre la demanda de financiación de los agentes: los tipos de interés, la tasa de empleo, el índice de la bolsa y el precio de la vivienda. La simple inspección visual parece avalar la hipótesis de que los aspectos macroeconómicos señalados explican una gran parte del fenómeno del aumento del endeudamiento de las familias españolas.

Pero, como se ha señalado, la evolución del crédito concedido a las familias no responde, exclusivamente, a los factores que determinan su deseo de acometer planes expansivos de consumo o inversión. También resultan relevantes las condiciones de oferta en el mercado de préstamos bancarios.

En los últimos años, el fuerte crecimiento de la economía española y la elevada capitaliza-

GRÁFICO 6

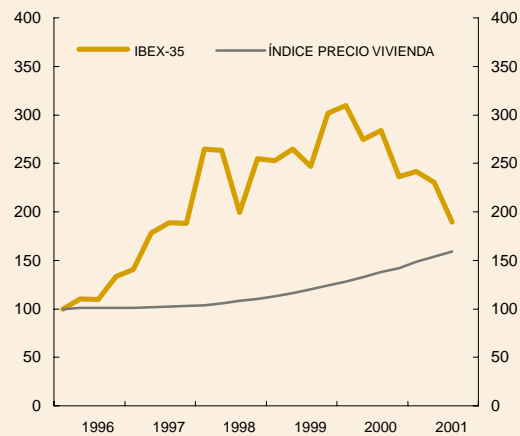
## Los condicionantes macroeconómicos (I)



Fuente: Banco de España.  
 (a) Calculado como la diferencia entre el tipo de interés sintético activo menos la inflación interanual.

GRÁFICO 7

## Los condicionantes macroeconómicos (II)



Fuente: Banco de España.

ción del sistema bancario han permitido que las consideraciones de tipo prudencial no hayan supuesto restricciones extraordinarias para la concesión de créditos por parte de las instituciones financieras españolas.

Por otra parte, el proceso de desregulación de la industria financiera nacional en el pasado reciente ha supuesto un considerable aumento de la competencia entre las entidades, lo que ha generado una fuerte presión a la baja de los precios en los distintos segmentos del negocio bancario e incentivado un comportamiento relativamente agresivo de algunas entidades en el mercado de préstamos a los hogares.

El aumento de la competencia ha estado, en parte, ligado a la flexibilización de las normas que restringían la actividad de las cajas de ahorros y, en particular, aquellas que les impedían expandir sus actividades fuera de un territorio concreto. Estas reformas han llevado a algunas cajas a adoptar una estrategia muy decidida de captación de activo, en particular en el mercado de préstamos a los hogares, y fundamentalmente en el de créditos con garantía. De hecho, la contribución de las cajas al fuerte crecimiento del crédito en los últimos años ha ido en aumento, hasta representar, a comienzos del año en curso, en torno a las dos terceras partes del nuevo crédito concedido.

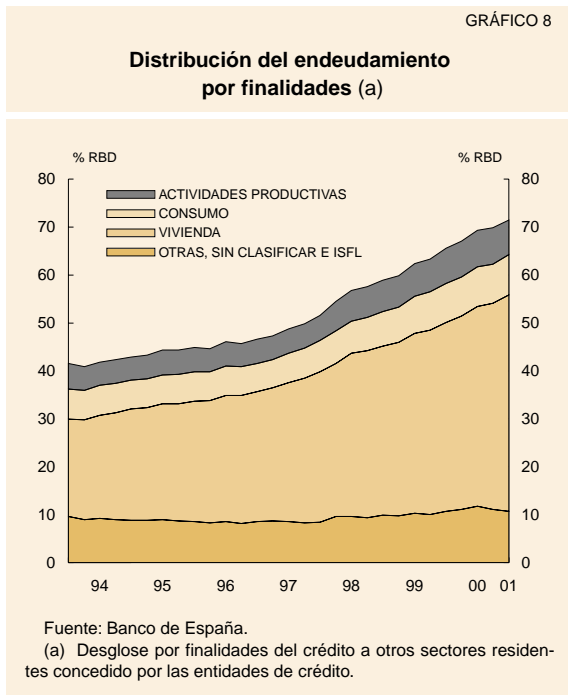
## 5. LAS IMPLICACIONES

Así pues, el pronunciado aumento de la deuda familiar en los últimos años puede explicarse,

en gran parte, como consecuencia de los cambios acaecidos en los determinantes fundamentales de las decisiones de gasto y financiación de los hogares y en las condiciones de oferta en el mercado de préstamos bancarios.

Es claro, asimismo, que, en general, los cambios comentados tienen una naturaleza permanente, al estar asociados, en su mayor parte, a factores estructurales como la creación de la UEM, las reformas en el mercado de trabajo, o la flexibilización de la regulación de la industria financiera. Puesto que, además, a pesar del fuerte aumento reciente, las *ratios* de endeudamiento de las familias en relación con su renta continúan, como se ha señalado, por debajo de la media de los países de nuestro entorno, cabría deducir que la evolución observada de la posición patrimonial de las familias es, sobre todo, una respuesta racional ante las variaciones observadas en las condiciones económicas relevantes.

De hecho, es evidente que si las perspectivas de ingresos de las familias mejoran sensiblemente, su incertidumbre se reduce; y si el coste de la financiación disminuye, en un contexto de mayor propensión de los bancos a conceder préstamos, la renuncia de las familias a aprovechar las facilidades que le ofrece el sistema financiero para incrementar sus posibilidades de consumo a lo largo de su ciclo vital podría significar, en muchos casos, una decisión ineficiente que conlleva una pérdida de bienestar. Sin embargo, aunque sea difícil calificar de «excesivo» un determinado nivel de endeudamiento en función de las posibilidades reales de hacer frente a los compromisos



financieros que supone, el aumento de los pasivos incrementa, en general, la vulnerabilidad de los agentes que los contraen ante determinadas perturbaciones adversas. En otras palabras, aunque la mejoría de las perspectivas de renta justifique ex-ante una determinada demanda de crédito, el aumento del endeudamiento acrecienta el impacto sobre la situación patrimonial de las familias de las desviaciones desfavorables que puedan producirse ex-post sobre el escenario considerado más probable. De este modo, el aumento del endeudamiento exige a los agentes una gestión más cuidadosa de su patrimonio, con el fin de reducir su vulnerabilidad.

Una forma de acercarse al análisis de esta cuestión, en el caso de España, es detenerse algo en la composición de los pasivos y los activos que mantienen las familias. En el gráfico 8, se presenta la distribución de la *ratio* de endeudamiento total de las familias —en porcentaje de la renta disponible— por destino de las deudas contraídas. Este gráfico resulta expresivo de que el componente que más ha contribuido al aumento de los pasivos de los hogares es el correspondiente a los préstamos obtenidos para la adquisición de viviendas, que, de apenas sobrepasar la mitad de la deuda total en 1994, en la actualidad alcanza las dos terceras partes. El resto de los componentes muestra una evolución también expansiva, pero mucho más moderada.

La concentración del endeudamiento de los hogares en préstamos contraídos con garantía hipotecaria tiene alguna connotación positiva, desde el punto de vista de la vulnerabilidad de

la situación patrimonial, puesto que se trata, en general, de préstamos a largo plazo, con un coste para el prestatario típicamente inferior al de los créditos no colateralizados. Sin embargo, la composición del endeudamiento de las familias españolas refleja, también, cierta concentración de riesgos a la que debe prestarse atención.

Así, como se ha expuesto con anterioridad, la evolución expansiva de la *ratio* de endeudamiento de las familias en España en los últimos años ha sido paralela al fuerte aumento de los precios de los activos inmobiliarios, sobre todo a partir de 1997 (véase gráfico 9). En la medida en que, además, la mayor parte del crecimiento de la deuda se ha debido al fuerte dinamismo de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, cabe deducir que el precio de los inmuebles podría haber resultado un factor determinante del volumen de crédito solicitado para su compra y, de este modo, de la deuda total contraída por los hogares.

Esta hipótesis solo resulta preocupante cuando se considera que el mercado de la vivienda está atravesando un período de auge transitorio, posiblemente ligado a la existencia de «burbujas» de precios que pudieran eventualmente explotar. Solo en ese caso cabría asignar una probabilidad elevada a que el mercado pudiera atravesar pronto una corrección severa de los precios que, al generar una fuerte disminución del valor de su principal activo, alterase significativamente el equilibrio patrimonial de las familias, llevándolas ante la necesidad de tener que financiar préstamos superiores al valor real de los activos que han adquirido con aquellos.

En este sentido, tal y como se aprecia en el gráfico 10, resulta reconfortante comprobar que los precios de la vivienda no han experimentado en nuestra historia reciente disminuciones importantes, ni siquiera después del «boom» inmobiliario de finales de los años ochenta, cuando los precios llegaron a registrar tasas anuales de crecimiento superiores al 30%. En los últimos años, aunque el aumento ha sido también intenso, este ha resultado algo más moderado del que se produjo hace dos décadas. Por otra parte, a diferencia de episodios anteriores, no se detecta, en principio, que la expansión actual de la demanda de viviendas esté ligada a apuestas especulativas por un crecimiento adicional de los precios en el futuro.

Sin embargo, no se puede descartar que detrás de la fuerte presión de la demanda en el mercado de vivienda se encuentren algunos factores transitorios. Así, es concebible que, habida cuenta de las posibilidades de oculta-



GRÁFICO 9

## Endeudamiento y precio de la vivienda

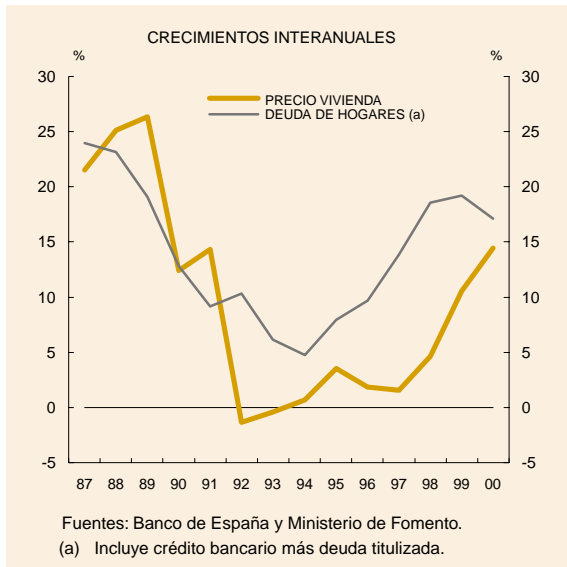


GRÁFICO 10

## Precio nominal y real de la vivienda

Fuente: Ministerio de Fomento.

ción fiscal que ofrece la inversión en activos reales, su adquisición resulte atractiva en un momento en el que el efectivo en pesetas dejará de poseer el estatus de moneda de curso legal en los próximos meses. Una vez que se complete la transición al euro, ese tipo de elemento impulsor de la compra de viviendas podría, en buena lógica, desactivarse, propiciando, eventualmente, una cierta reducción de los precios. Por otra parte, no es descartable que si se produce una corrección cíclica de la economía española superior a la esperada, el efecto sobre el mercado inmobiliario pudiera ser pronunciado, habida cuenta de la fuerte elasticidad-renta de este tipo de activos.

## 5. CONCLUSIONES

En esta intervención se ha intentado subrayar que, dado el papel que desempeña este sector dentro de los flujos reales y financieros de la economía, la posición patrimonial de los hogares constituye un elemento determinante de la evolución de la actividad económica y de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

A pesar de la fuerte expansión reciente de la financiación otorgada a los hogares españoles, la situación financiera de las familias españolas, globalmente consideradas, está lejos de lo que podría considerarse un exceso de endeudamiento. De hecho, puede justificarse que, al menos, una gran parte del pronunciado crecimiento de la deuda familiar es una consecuencia directa de la adaptación eficiente de las decisiones de gasto de los hogares a un entorno macroeconómico más próspero y estable, como

el propiciado por la participación de nuestro país en la Unión Económica y Monetaria, y a un sistema financiero doméstico más ágil y competitivo.

No obstante, el fenómeno analizado incorpora algunos elementos de incertidumbre, ya que el crecimiento de la deuda de las familias supone un aumento de su exposición a desarrollos que afecten de manera adversa a sus perspectivas de renta y, en particular, al valor de sus activos. Así, aunque, a pesar del aumento de sus pasivos, las familias continúan teniendo una posición patrimonial netamente holgada, su vulnerabilidad ante posibles correcciones en el precio de la vivienda se ha incrementado. En este sentido, resulta pertinente subrayar el riesgo que supone hacer depender en exceso la demanda de crédito del precio del activo cuya adquisición se pretende financiar, teniendo en cuenta que existe siempre la posibilidad de que ese precio sufra una corrección a la baja.

Es necesario, por tanto, que las familias que hayan decidido aumentar su recurso a la financiación bancaria internalicen los efectos que esto supone sobre la sensibilidad de su posición patrimonial a determinados tipos de perturbaciones. Eso debe llevarles a una gestión cuidadosa del riesgo y la liquidez que incorporan sus carteras de activos reales y financieros, de modo que, en caso de que se produzcan circunstancias desfavorables inesperadas, puedan hacer frente a sus compromisos financieros sin sufrir excesivos quebrantos.

11.12.2001.