

---

# El endeudamiento de los hogares españoles: evolución y factores explicativos

*Este trabajo ha sido realizado por Ana del Río, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la situación patrimonial de los hogares españoles ha experimentado un cambio notable, en el que destaca el crecimiento sostenido de sus pasivos. La deuda de este sector ha aumentado muy por encima de lo que lo han hecho su renta y, en menor medida, su riqueza, a pesar de la revalorización experimentada por sus activos financieros y, sobre todo, no financieros.

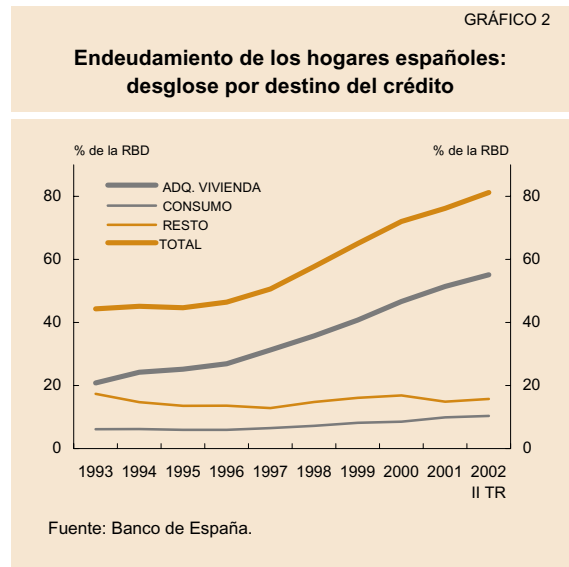
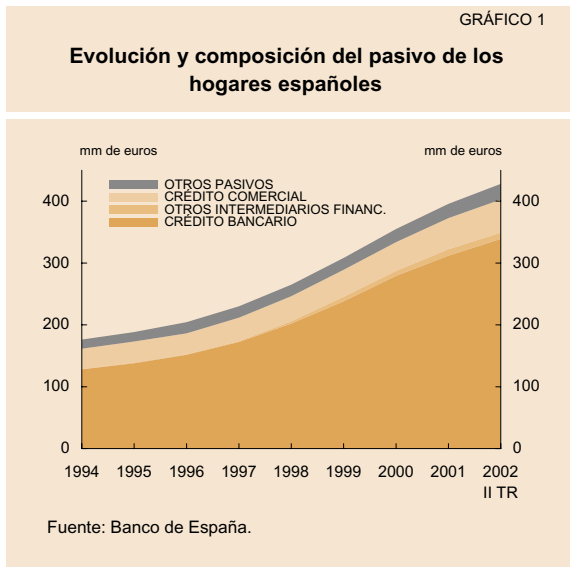
El crecimiento del nivel de deuda de las familias puede tener implicaciones macroeconómicas y financieras relevantes. En general, el mayor endeudamiento introduce, *ceteris paribus*, mayores cargas financieras, y reduce, por tanto, la capacidad de respuesta de los agentes frente a variaciones no esperadas en el valor de sus activos, en los tipos de interés o en sus rentas, de manera que, en determinadas circunstancias, puede contribuir a intensificar los efectos de perturbaciones desfavorables, afectando negativamente al crecimiento económico.

En el caso español, parece razonable pensar que una parte de este crecimiento del endeudamiento de los hogares ha tenido un carácter estructural, en la medida en que refleja la adaptación de las decisiones de ahorro a las nuevas pautas que se derivan de la participación de nuestro país en la UEM. Así, los procesos de integración monetaria y de convergencia real han propiciado un entorno de mayor estabilidad macroeconómica, que ha permitido la reducción del coste de la financiación y ha mejorado las perspectivas de crecimiento de la economía. Es, asimismo, destacable el papel desempeñado por las reformas llevadas a cabo en el mercado de trabajo que, junto con los procesos antes mencionados, han favorecido una intensa creación de empleo.

En este artículo, se analizan los principales factores explicativos del crecimiento del endeudamiento de los hogares españoles desde mediados de los ochenta. Para ello, en la siguiente sección se describe la evolución de la situación patrimonial de las familias españolas. En la sección 3, se presentan los argumentos teóricos que explican las decisiones de oferta y de demanda de financiación, mientras que en la sección 4, se presentan los resultados de la estimación de una ecuación que permite evaluar

---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo, de próxima publicación, *El endeudamiento de los hogares españoles*, de la misma autora.



la importancia cuantitativa de los distintos factores explicativos. Finalmente, la sección 5 resume las principales conclusiones.

## 2. CARACTERIZACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES E ISFL ESPAÑOLES

Durante los últimos siete años, el valor nominal de los pasivos de las familias españolas se ha incrementado más de un 100%. Este crecimiento se ha concentrado en su principal componente, el crédito bancario de entidades residentes, que suponía alrededor del 80% del total de pasivos en el segundo trimestre de 2002 (véase gráfico 1). Una parte creciente de la deuda (2) se ha destinado a la financiación de la inversión en vivienda, cuyo saldo alcanzaba el 68% del crédito total en esa fecha, frente al 47% en 1993 (véase gráfico 2). Los préstamos destinados al consumo, por su parte, representaban alrededor del 13%, mientras que el crédito destinado a otras finalidades, entre ellas las actividades productivas, no se ha mostrado tan expansivo y su peso se ha reducido desde el 40%, en 1993, hasta el 19%, al final del primer semestre de 2002.

El crecimiento de la financiación a los hogares desde mediados de los años noventa ha hecho que el saldo de deuda de este sector haya superado el 80% de su renta bruta disponible (RBD) en la primera mitad de 2002, mientras que durante la primera mitad de los noventa se situó en torno al 40% (véase gráfico 2).

(2) De aquí en adelante, salvo que se mencione lo contrario, el término deuda se emplea para referirse al crédito a hogares en el balance de las Instituciones Financieras Monetarias y de Otras Instituciones Financieras.

Esta evolución ha supuesto una rápida convergencia hacia el endeudamiento medio de las familias en la UEM, si bien este permanece significativamente por debajo del de los hogares estadounidenses (véase gráfico 3) (3).

Los mayores niveles de deuda no han supuesto aumentos equivalentes en la carga financiera, es decir, en los pagos regulares de intereses y amortización. La reducción de los tipos de interés y el aumento del plazo de devolución de los pasivos han hecho que los recursos que el sector en su conjunto destina regularmente al servicio de la deuda crezcan de forma más moderada (4).

Aunque la deuda de las familias ha aumentado muy por encima de lo que lo ha hecho su renta, se ha mantenido algo más estable en relación con su riqueza financiera e inmobiliaria (véase gráfico 4). Esto se debe, principalmente, a la revalorización que los activos financieros y no financieros han experimentado durante el período, especialmente aquellos de mayor riesgo (acciones y fondos de inversión FIM) y menos líquidos (vivienda). Las acciones y otras participaciones (excluyendo FIAMM) representaban un 24,3% de la cartera de activos financieros de las familias en 1994, y un 35,6% en el segundo trimestre de 2002 (véase cuadro 1).

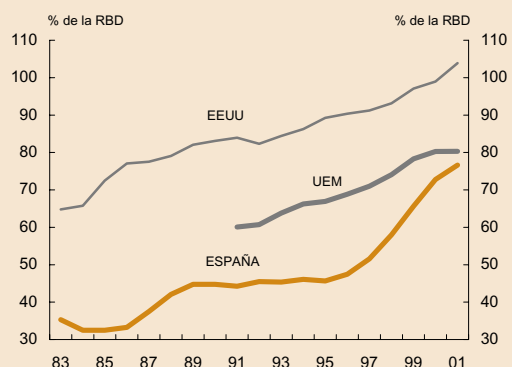
La *ratio* de deuda sobre riqueza financiera bruta (5) de las familias aumentó 7 puntos por-

(3) Véase Del Río (2002), para un análisis más detallado de la comparación internacional del endeudamiento de las familias.

(4) Para más detalle sobre la evolución de la carga financiera véase Maza y Del Río (2002).

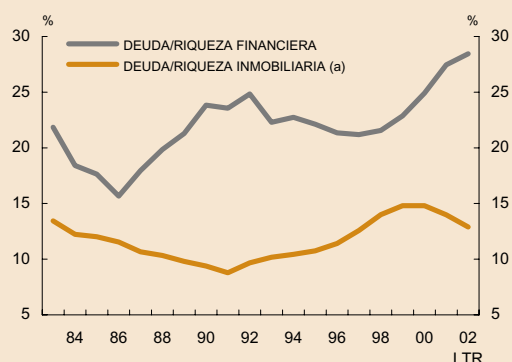
(5) La riqueza financiera bruta se estima a partir de los efectos de las Cuentas Financieras de la Economía Española. Para el período anterior a 1995, la serie se ha reconstruido, debido al cambio de metodología del SEC95.

GRÁFICO 3

**Evolución del endeudamiento de los hogares: comparación internacional**

Fuentes: Reserva Federal, Banco de España y bancos centrales de los países de la UEM.

GRÁFICO 4

**Ratios de endeudamiento sobre medidas de riqueza**

Fuentes: Ministerio de Fomento, INE y Banco de España.

(a) La riqueza inmobiliaria es una estimación realizada a partir de la información del Censo de Viviendas, viviendas terminadas y precio de la vivienda.

centuales entre 1987 y 1992 (pasando del 18% al 25%), como resultado, sobre todo, de la aceleración de la financiación. Con posterioridad, esta *ratio* se redujo hasta el 21% en 1997, para, después, volver a mostrar un perfil creciente, que se acentuó durante 2000 y 2001. Esta aceleración responde tanto a la evolución de los pasivos de los hogares como a la pérdida de valor de su cartera de activos financieros. Por otro lado, la *ratio* sobre la riqueza inmobiliaria (6) ha crecido de forma moderada. Durante la segunda mitad de los ochenta y hasta 1991, los pasivos de las familias experimentaron un marcado crecimiento, pero la intensa revalorización de la vivienda dio como resultado una leve reducción de este cociente, desde el 13% al 9%. A partir de entonces, el ritmo de crecimiento de la deuda ha tendido a ser superior al de la riqueza inmobiliaria (que, básicamente, ha seguido la evolución del precio de la vivienda), por lo que la *ratio* se ha ido aproximando al 20%. Es importante destacar, asimismo, que estas *ratios* de endeudamiento, basadas en datos agregados, pueden esconder situaciones muy desiguales dentro de la población. En este sentido, la *ratio* de deuda sobre renta, en vez de sobre riqueza, se encuentra algo menos afectada por cuestiones distributivas, en la medida que esta última presenta mayor dispersión entre la población.

### 3. FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

Desde un punto de vista teórico, la evolución del endeudamiento de las familias está li-

(6) La riqueza inmobiliaria se ha estimado como en Estrada y Buisán (1999).

gada tanto a factores de oferta, donde se incluyen aspectos regulatorios del mercado del crédito, como a factores de demanda.

En relación con los primeros, es preciso tener en cuenta que el mercado del crédito se caracteriza, normalmente, por la existencia de problemas de selección adversa y riesgo moral. Tal y como ilustraron Stiglitz y Weiss (1981), en esta situación se produce lo que se denomina un racionamiento de equilibrio, es decir, los tipos de interés son inferiores a los que vaciarían el mercado, generándose, por tanto, un exceso de demanda de crédito que no es satisfecha. A pesar de este exceso de demanda, las entidades no elevan los tipos interés porque en tal caso aumentarían el riesgo medio de los proyectos financiados y, consecuentemente, la probabilidad de impagos. Este tipo de racionamiento depende, en gran medida, de la actitud de las entidades hacia el riesgo, que puede variar con las fases del ciclo económico o con el grado de competencia entre ellas. En el caso del crédito hipotecario, sin embargo, la presencia de un inmueble como aval y el funcionamiento adecuado del sistema judicial reducen la magnitud de los problemas mencionados y es la valoración de dicho aval la que desempeña un papel crucial para determinar la cantidad de crédito disponible. Por esta vía, la revalorización de la riqueza real de las familias puede ser un elemento clave en la evolución del nivel de deuda.

Por otro lado, el mercado del crédito estuvo en el pasado sometido a una estricta regulación, que tenía como objetivo tanto el mantenimiento de la estabilidad financiera como facilitar el control monetario o la financiación a de-

## Composición de la riqueza financiera bruta de las familias

	1994 IV TR		2002 II TR	
	Saldos (mm de €)	En % del total	Saldos (mm de €)	En % del total
<b>Riqueza financiera bruta</b>	<b>566</b>	<b>100</b>	<b>1.134</b>	<b>100</b>
Efectivo, depósitos y valores distintos de acciones	320	56,6	491	43,2
Acciones y otras participaciones (excepto fondos de inversión)	99	17,5	309	27,2
De las cuales:				
<i>Acciones cotizadas</i>	27	4,8	100	8,8
<i>Acciones no cotizadas</i>	60	10,6	168	14,8
Fondos de inversión	59	10,5	135	11,9
<i>FIAMM</i>	21	3,7	39	3,5
<i>FIM</i>	38	6,8	95	8,4
Reservas técnicas de seguros	55	9,6	164	14,4
Otros activos financieros	33	5,8	37	3,2

Fuente: Banco de España.

terminados sectores. Esta regulación resultó también en un racionamiento del crédito que, en este caso, no puede calificarse como de equilibrio. En los años setenta y ochenta, la mayoría de los países industrializados llevaron a cabo un proceso de liberalización financiera, al tiempo que se potenciaba la supervisión prudencial. Este proceso, considerado como uno de los factores determinantes del crecimiento de la deuda del sector privado en las economías industrializadas [véanse, por ejemplo, Volcker (1986) y Blundell-Wignall y Browne (1991)], propició un aumento de la competencia entre las entidades y una mayor libertad en la asignación de sus recursos.

En este sentido, es muy probable que parte del crecimiento del crédito a las familias en nuestro país se derive del proceso de liberalización y apertura al exterior del sistema bancario español. Este proceso, que se prolongó durante la década de los ochenta y principios de los noventa, introdujo, entre otras reformas, la liberalización total de la fijación de los tipos de interés por parte de las entidades, la libre apertura de oficinas en el territorio nacional, la entrada al mercado de entidades extranjeras, la reducción del coeficiente de caja y la progresiva eliminación del coeficiente de inversión obligatorio de las entidades de crédito. Estas transformaciones contribuyeron a aumentar la competencia entre las entidades y a ampliar los fondos disponibles para la financiación del sector privado.

Además, el desarrollo del sistema financiero ha aumentado la liquidez y la profundidad de

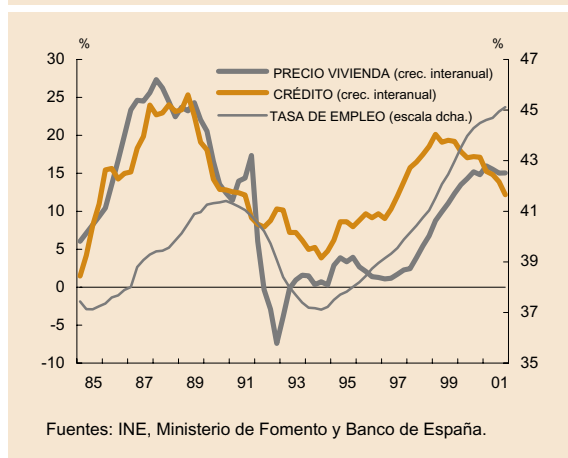
los mercados, permitiendo a las entidades de crédito una gestión del riesgo más eficaz y, por tanto, la posibilidad de conceder préstamos a plazos más largos, que se han visto propiciados también por la generalización de la modalidad de préstamos a tipo de interés variable y el entorno de mayor estabilidad nominal. Asimismo, ha de mencionarse la incidencia potencial del desarrollo de la titulización, que permite a las entidades reducir su riesgo de crédito y conseguir nuevos recursos para atender una mayor demanda de fondos (7).

Existen otros factores económicos, relacionados con las teorías del ciclo vital, que también ayudan a explicar el crecimiento de la deuda de las familias españolas. Por el lado de la demanda, los individuos toman sus decisiones de ahorro y consumo de forma intertemporal, endeudándose y ahorrando para trasladar recursos de unos períodos a otros. Estas decisiones dependen, principalmente, de sus perspectivas sobre la evolución futura de sus rentas, de su riqueza y del tipo de interés. Hay que tener en cuenta que, en la medida en que existan restricciones al crédito, estos factores de demanda pueden tener efectos no lineales. Así, por ejemplo, el endeudamiento del sector puede incrementarse como consecuencia de un aumento del empleo, debido tanto al consiguiente crecimiento de la renta como a la relajación de las restricciones finan-

(7) Aunque en España este proceso es relativamente reciente y el *stock* de deuda titulizada se sitúa aún en torno al 3% del crédito a hogares.

GRÁFICO 5

## Evolución del precio de la vivienda, empleo y crédito



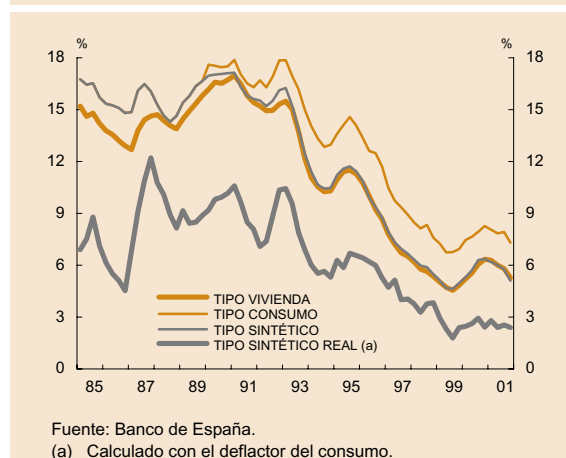
cieras para el grupo de individuos que accede a un puesto de trabajo.

En relación con estos factores de demanda, hay que destacar, en primer lugar, las consecuencias de la integración de España en la zona euro, que ha propiciado un entorno de mayor estabilidad macroeconómica y ha favorecido la convergencia real con el resto de países del área. Las mayores expectativas de crecimiento generadas han podido contribuir a un mayor endeudamiento del sector privado. Además, el coste de la financiación ha disminuido notablemente, tanto en términos nominales como reales, lo que también ha impulsado el aumento de la demanda de crédito. Por otro lado, durante los últimos años, la economía española ha experimentado un proceso de intensa creación de empleo, al que han contribuido decisivamente las reformas acometidas en el mercado de trabajo, que ha permitido que un grupo más amplio de la población tenga acceso al mercado de crédito. Por último, hay que mencionar la existencia de factores demográficos, que han supuesto un aumento de la población con una mayor propensión al endeudamiento.

Para llevar a cabo una primera valoración de la posible incidencia de estos factores es interesante analizar la evolución histórica reciente de la *ratio* deuda/RBD de los hogares españoles. El primer incremento importante se produjo en la segunda mitad de los años ochenta. A finales de 1989, la *ratio* alcanzó el 44%, 9 puntos porcentuales más que en 1983. Este período se caracterizó por un proceso de flexibilización del sistema financiero, en el que destacan la liberalización de los tipos de interés (que culmina en 1987) y la reducción progresiva de los coeficientes de inversión obligatorios (hasta su total desaparición en 1992). Además, durante estos años

GRÁFICO 6

## Tipos de interés del crédito



se produjo un mayor dinamismo en la creación de empleo, que fue acompañado de una fuerte revalorización del precio de la vivienda (véase gráfico 5). A finales de 1989, el Banco de España impuso restricciones al crédito, que, unidas a la posterior recesión económica, hicieron que en los siguientes años la *ratio* de deuda sobre la RBD evolucionara de forma más estable. A partir de 1997, el crecimiento del endeudamiento vuelve a ser muy pronunciado y su saldo estimado supera el 80% de la RBD en el segundo trimestre de 2002. Durante este último período, hay que destacar, además del dinamismo en el mercado de trabajo y la revalorización de la vivienda, el proceso de convergencia real de la economía española con el resto de economías de la UEM y el comienzo de la Unión Monetaria, que propició una reducción considerable de la inflación y del coste de la financiación (véase gráfico 6).

#### 4. ESTIMACIÓN DE UNA ECUACIÓN PARA EL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS

El mayor endeudamiento de las familias españolas parece ser, pues, el resultado de múltiples factores. Entre ellos, los que tienen un carácter más institucional son difíciles de cuantificar, aunque sus efectos han podido ser muy relevantes. En esta sección se presentan los resultados de la estimación de un modelo uniecuacional de corrección del error (MCE), que permite cuantificar la incidencia del resto de los factores antes mencionados en el crecimiento del endeudamiento en los últimos años.

Así, en primer lugar, se consideran variables de renta y riqueza financiera e inmobiliaria para



**Estimación de la variación de la *ratio* de endeudamiento de las familias (a)  
Frecuencia trimestral (1983.IV-2001.II)**

	Estimación MCE		Parámetros de largo plazo implícitos
	Parámetro estimado	t-ratio	
<b>Variable dependiente</b>			
Variación de la <i>ratio</i> Deuda/RBD			
<b>Regresores</b>			
Ajuste temporal (b)	-0,16	-4,45	
RBD real <i>per cápita</i>	0,15	3,18	0,95
Tasa de paro	-0,001	-1,76	-0,01
Carga financiera	-0,09	-5,22	-0,57
Constante	0,85	5,06	5,45
Retardo uno de la variable dependiente	0,22	2,20	
Retardo cuatro de la variable dependiente	0,48	4,78	
Precio de la vivienda (real)	0,10	1,98	
<b>Contrastes de bondad del ajuste</b>			
R <sup>2</sup>	0,65	Q(1)	0,03
$\sigma^*100$	1,07	Q(4)	4,02
DW	2,03	Q(8)	6,06

Fuente: Banco de España.  
(a) La estimación se realiza en una etapa. Las variables están en logaritmos (salvo tasa de paro). R<sup>2</sup> es el coeficiente de determinación,  $\sigma^*100$  es el estimador de la varianza de los residuos, DW es el valor del estadístico Durbin-Watson para medir la correlación de los residuos, y Q(k) es el valor del estadístico Ljung-Box para el retardo k de los residuos. Para más detalle, véase el Documento de Trabajo que aquí se resume.  
(b) Parámetro del mecanismo de corrección del error, que es la variable que recoge la desviación de la variable endeudamiento con respecto a su senda de equilibrio de largo plazo.

aproximar el concepto de renta permanente, definido habitualmente como el valor actual descontado de las rentas laborales futuras más la riqueza mantenida al principio del período. Estas variables, además, inciden especialmente sobre la capacidad de endeudamiento de las familias en un contexto de racionamiento del crédito. Para aproximar el coste de la financiación, se incluye una estimación de la carga financiera por unidad de deuda, que incorpora tanto la evolución de los tipos de interés como la de los plazos medios de amortización de la deuda. Por último, se considera la tasa de paro, variable negativamente correlacionada con la propensión a endeudarse de la población y con la predisposición de los bancos a conceder créditos.

Considerando los factores anteriores, se realiza una estimación del MCE (8), cuya especificación final aparece en el cuadro 2. Como se puede observar, el endeudamiento de los hogares, en el largo plazo, depende positivamente de la renta, y negativamente de la tasa de paro y del coste real del endeudamiento. Así, el coeficiente de largo plazo implícito para la variable de renta es elevado,

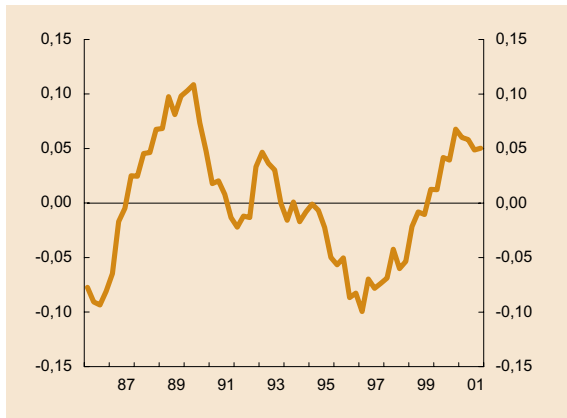
(8) Para mayor detalle, véase el Documento de Trabajo que aquí se resume.

cercano a la unidad, lo que podría reflejar que a través de esta variable se estarían captando otros factores relacionados con la riqueza o las expectativas. La variable de paro aparece con un coeficiente de largo plazo implícito (semielasticidad) negativo y significativo, lo que indica que la generación de empleo ha tenido un efecto positivo sobre el nivel de endeudamiento, al permitir el acceso al mercado de crédito a grupos de población con una propensión a endeudarse elevada. Por último, el coste real de la financiación, medido a través de la carga financiera (de una deuda constante), presenta una elasticidad de largo plazo de -0,51.

En el corto plazo, además, los cambios en la riqueza inmobiliaria, aproximados por la variación en el precio de la vivienda en términos reales, afectan significativamente a la *ratio* de endeudamiento. Una posible interpretación del hecho de que esta variable aparezca solamente en el corto plazo sería que la revalorización de la vivienda genera préstamos de mayor tamaño en ese plazo, que, a la vista de la composición del crédito, están vinculados principalmente a la compra de este activo. Sin embargo, no parece que, en España, los aumentos en el precio de la vivienda generen un crecimiento sostenido de la deuda a través de segundas hi-

GRÁFICO 7

**Endeudamiento: desviación respecto a la senda de largo plazo estimada**



potecas sobre este activo, algo que sí podría estar ocurriendo en otros países.

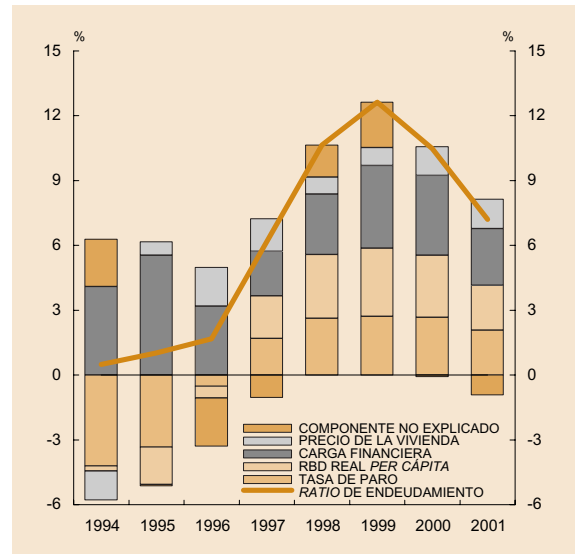
El gráfico 7 presenta la desviación del nivel de endeudamiento respecto a la senda de largo plazo estimada. Como puede observarse, el crecimiento de la deuda desde mediados de los años noventa ha supuesto una convergencia hacia dicha senda. Sin embargo, desde finales del año 1999 la deuda se ha situado por encima de su nivel de equilibrio, si bien en 2001 se ha registrado una moderada desaceleración del endeudamiento.

Para analizar la importancia de los distintos factores explicativos, en el gráfico 8 se muestra un análisis de su contribución al crecimiento del endeudamiento. Como puede observarse, el crecimiento de la renta y del empleo han tenido una incidencia muy significativa a partir de 1997, aunque experimentando una ligera moderación en el año 2001. El coste de los pasivos aparece como la variable que más contribuye a la evolución de la *ratio* de deuda durante todo el período considerado (1994-2001), lo que confirma que el proceso de convergencia nominal y el posterior ingreso en la UEM son los factores que más han influido en el aumento del endeudamiento de las familias españolas. La contribución del precio de la vivienda es positiva y significativa desde 1995, y creciente, indicando que la disposición de un aval de mayor valor se transforma en créditos de mayor tamaño.

De este modo, la evidencia presentada permite explicar la mayor parte de la evolución del endeudamiento a partir de sus determinantes fundamentales. Esto no impide, sin embargo, que las familias se encuentran desde comienzos de 2000 en una posición patrimonial que les otorga un menor margen de maniobra en caso de que se produzcan *shocks* de carácter

GRÁFICO 8

**Contribuciones a la tasa de crecimiento del endeudamiento**



adverso. En este sentido, el mayor riesgo vendría dado por su mayor exposición a la evolución del precio de la vivienda, principal destino del crédito.

**5. CONCLUSIONES**

El análisis llevado a cabo en este trabajo indica que una parte importante del crecimiento del endeudamiento de los hogares tiene un carácter de ajuste estructural, en la medida en que se deriva de la adaptación a las nuevas condiciones macroeconómicas prevalecientes tras la entrada en la UEM y los avances registrados en el proceso de convergencia real de la economía española en los últimos años. Así, el marco de mayor estabilidad macroeconómica ha favorecido la reducción del coste de la financiación y la mejora de las perspectivas de ingresos de los hogares. Además, se ha producido una notable expansión del empleo, que no solo ha propiciado un incremento de la renta, sino que también ha facilitado el acceso al mercado de crédito de individuos con elevada propensión a endeudarse. Asimismo, parte del crecimiento de la deuda de las familias se ha apoyado en la revalorización de la riqueza inmobiliaria, que ha aportado el colateral necesario para asumir un volumen de deuda mayor. Por último, es preciso tener en cuenta también la incidencia de otros factores difíciles de cuantificar que, como el proceso de liberalización del sistema financiero y el aumento de la competencia entre las entidades, ha permitido a las familias obtener un mayor volumen de fondos en unas condiciones menos exigentes.

Sin embargo, a pesar de que hay razones para considerar que el crecimiento del nivel de deuda de los hogares españoles es coherente con los cambios experimentados por nuestra economía, no se deben minusvalorar algunos elementos de riesgo inherentes a dicho proceso relacionados, en particular, con la rapidez con la que se están incrementando los pasivos del sector. Además, una parte muy importante de los nuevos préstamos se ha destinado a la adquisición de vivienda, en un contexto de marcados aumentos de los precios de este activo, lo que ha elevado el grado de exposición de las familias a las incidencias del mercado inmobiliario. Finalmente, tampoco es posible descartar que la carga financiera pueda llegar a suponer una restricción para el sector en caso de cambios inesperados de sus expectativas de renta o en los tipos de interés. De hecho, a nivel agregado, el ahorro de los hogares no destinado al servicio de su deuda decrece desde 1995 y se ha situado recientemente en niveles muy reducidos. Una mejor valoración de esta situación, no obstante, requeriría un análisis com-

plementario de la distribución de la deuda, la renta y la riqueza en el sector.

19.11.2002.

### BIBLIOGRAFÍA

- BLUNDELL-WIGANLL, A. y F. X. BROWNE (1991). *Macroeconomic consequences of financial liberalization: a summary report*, Working Paper No. 98, OCDE.
- BUISÁN A. y Á. ESTRADA (1999). *El gasto de las familias en España*, Banco de España, Estudios económicos, nº 65.
- DEL RÍO, A. (2002). *El endeudamiento de los hogares españoles*, Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- MAZA L. A. y A. DEL RÍO (2002). «Una estimación de la carga financiera de los hogares españoles», *Boletín económico*, mayo.
- STIGLITZ, J. E. y A. WEISS (1981). «Credit Rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 71, junio, pp. 393-410.
- VOLCKER P. (1986). «The rapid growth of debt in the United States», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, mayo.