

---

## ¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?

*Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Marqués y Fernando Nieto, del Servicio de Estudios.*

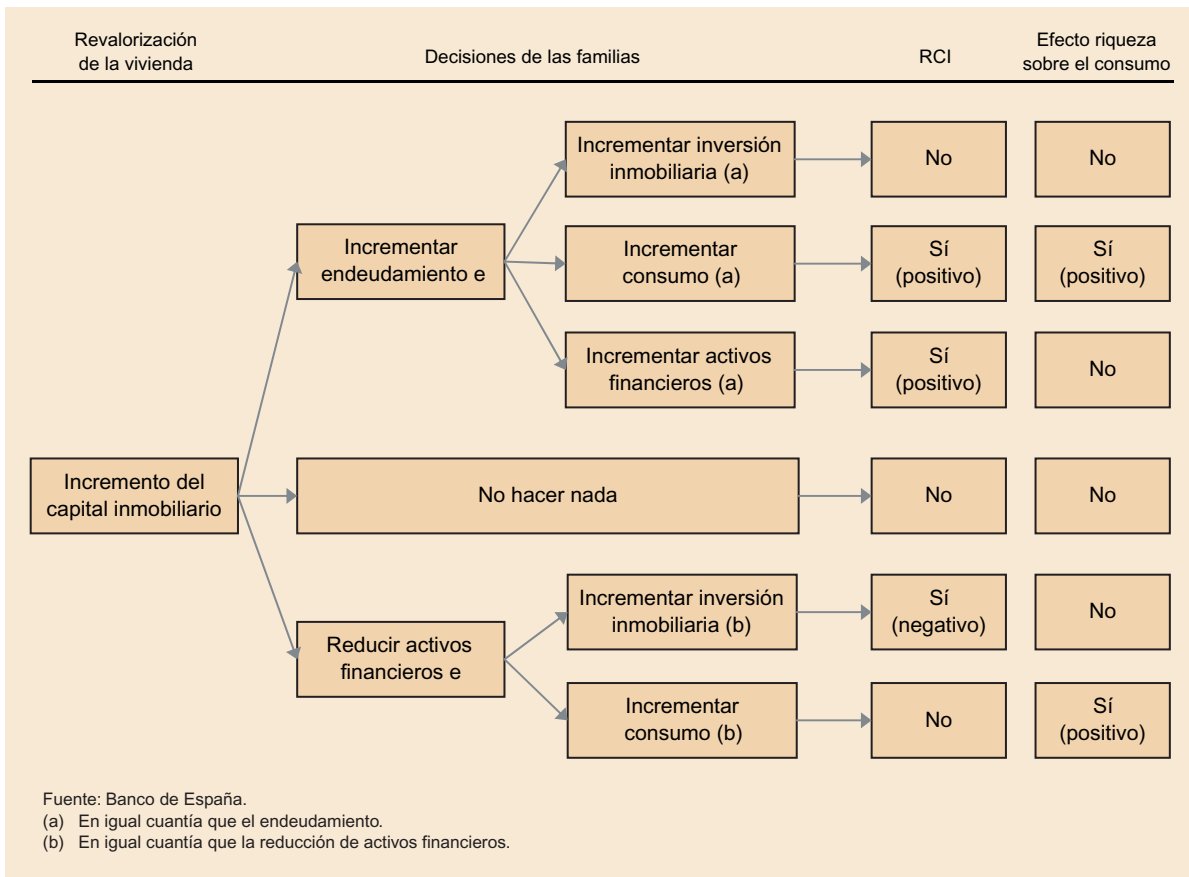
### 1. INTRODUCCIÓN

Un argumento que se ha empleado con frecuencia para explicar la moderada desaceleración de la actividad durante la actual fase del ciclo económico en algunos países desarrollados, ha sido la capacidad de las familias para mantener su nivel de consumo sobre la base de una importante revalorización de su riqueza inmobiliaria. Este argumento se ha utilizado, por ejemplo, en los casos de Estados Unidos y del Reino Unido.

Merece la pena comentar con cierto detenimiento cuál es la naturaleza de este potencial efecto riqueza sobre el consumo asociado a un cambio en el precio de la vivienda. Para ello, la comparación con el caso en el que el aumento de la riqueza de las familias tiene un origen financiero ofrece un punto de partida útil. Así, el incremento en, por ejemplo, el precio de una acción reflejará, normalmente, mayores beneficios esperados de la compañía emisora. Estos mayores beneficios responderán, previsiblemente, a una ganancia de eficiencia de la empresa y, en consecuencia, supondrán más producción (y, por tanto, riqueza) para el conjunto de la economía. La vivienda, sin embargo, es un activo real cuya utilidad procede de su capacidad para proporcionar servicios de alojamiento hoy y en el futuro, por lo que su precio deberá igualar el valor presente descontado de esos servicios, que, para una vivienda determinada, son fijos. Por ello, una casa más cara hoy significará, normalmente, unos servicios de alojamiento más onerosos mañana. Desde esta perspectiva, no es evidente que cambios en la riqueza inmobiliaria tengan que afectar obligatoriamente a las decisiones de gasto corrientes de los hogares.

Para entender por qué el consumo privado puede responder ante variaciones en el precio de la vivienda es preciso tener en cuenta que, a la hora de decidir la combinación de consumo presente y consumo futuro que desean, las familias se enfrentan a menudo con restricciones procedentes de sus dificultades para acceder a los mercados de crédito y poder consumir hoy con cargo a sus rentas futuras. En estas condiciones, aumentos de la riqueza inmobiliaria suponen un mayor volumen de garantías disponibles para colateralizar sus préstamos y, por tanto, elevan la capacidad potencial de endeudamiento de los hogares. Esa mayor capacidad puede materializarse directamente en gasto mediante un mayor recurso

**Efectos del incremento del precio de la vivienda sobre la actividad económica**



inmediato a los préstamos o, por el contrario, hacerlo de una manera más indirecta, si se traduce en una menor propensión a ahorrar. En ambos casos se obtendría un mayor nivel de consumo corriente, y es precisamente esta doble posibilidad la que hace que la medición de este efecto riqueza (inmobiliaria) resulte extremadamente compleja.

En este contexto, recientemente se ha prestado cierta atención a la evolución de un indicador que se denominará «Reembolso del Capital Inmobiliario» (1) (en adelante, RCI), que, bajo ciertas condiciones, puede proporcionar información útil sobre la relación entre precio de la vivienda y consumo. El RCI mide la diferencia entre la variación del crédito hipotecario concedido a los hogares durante un cierto período y el valor de la inversión neta en activos inmobiliarios realizada por estos en el mismo intervalo temporal. Este indicador mide, por tanto, los fondos netos procedentes de la financiación hipotecaria que el conjunto de los hogares destina a fines distintos de la inversión inmobiliaria. Así, un sig-

no positivo del RCI significaría que se está utilizando una parte de la financiación obtenida con garantía hipotecaria para fines distintos a la adquisición de vivienda. Por ello, el RCI se suele utilizar para valorar hasta qué punto las familias aprovechan las revalorizaciones de su vivienda para financiar una expansión del consumo mediante el recurso al crédito.

Sin embargo, es preciso matizar que este es un indicador útil, pero no concluyente, sobre la magnitud del efecto riqueza, ya que, desde un punto de vista estricto, la existencia de un RCI positivo no es condición ni necesaria ni suficiente para que exista un aumento del consumo derivado de una revalorización inmobiliaria. Por un lado, como ya se ha señalado, el efecto sobre el consumo podría discurrir por la vía de una menor propensión al ahorro, lo que no tendría reflejo alguno en el RCI. Por otro lado, un RCI de signo positivo no implica, necesariamente, que se esté destinando la financiación obtenida a un mayor consumo, ya que los fondos se podrían dedicar a una finalidad distinta, como, por ejemplo, a la adquisición, por parte del sector, de activos financieros. El esquema 1 ilustra con mayor detalle este extremo.

(1) Esta medida se correspondería con el concepto de «Mortgage Equity Withdrawal» que se emplea en la literatura.

En este artículo se compara la evolución reciente del RCI en España, el Reino Unido y Estados Unidos, y se estudia su relación con el consumo y el precio de la vivienda en estos países. Su estructura es la siguiente: la sección segunda describe el procedimiento de cálculo empleado para obtener el RCI y discute los problemas metodológicos en la aproximación adoptada. En la tercera se estima el valor del RCI para los distintos países y se analiza la relación entre este, el precio de la vivienda y las decisiones de gasto de los individuos. Por último, en la sección cuarta se resumen las principales conclusiones.

## 2. EL CÁLCULO DEL REEMBOLSO DEL CAPITAL INMOBILIARIO (R.C.I.)

Para obtener el RCI se precisan estimaciones del volumen de crédito hipotecario de las familias y de la inversión neta en vivienda por parte de estas. En cuanto a la primera de las variables, existe información agregada para los tres países considerados, procedente de los estados contables que presentan las entidades de crédito (2).

La estimación de la inversión neta de los hogares en activos inmobiliarios está sujeta a diversos problemas. Este concepto recoge el importe de los fondos netos que destinan las familias, como agregado sectorial, a la adquisición de dichos activos. De este modo, las transacciones en el mercado de segunda mano entre particulares no deben considerarse, ya que no suponen ninguna variación en la inversión neta del sector. En cambio, sí se debería incluir el valor de adquisición de las viviendas nuevas, así como deducirse los ingresos que perciben las familias por la venta de viviendas o terrenos a otros sectores, en la medida en que suponen una desinversión en activos inmobiliarios. Desafortunadamente, las estadísticas disponibles solo permiten realizar una aproximación al valor de adquisición de las viviendas nuevas a partir del concepto «inversión interna residencial» (IIR) de los hogares de la contabilidad nacional (3), que excluye tanto el importe desembolsado por los compradores de vivienda correspondiente al valor de los terrenos que las

constructoras venden junto con la casa, como las rentas percibidas por las familias por la venta del suelo a los constructores. De este modo, al utilizar la IIR como aproximación de la inversión inmobiliaria neta se cometen dos errores de signo contrario, cuyo efecto conjunto dependerá del tiempo transcurrido entre el momento en que el constructor adquiere (normalmente, a un hogar) los terrenos para edificar y el instante en el que se materializa la venta de la vivienda nueva.

Otro problema práctico de la medición del RCI tiene su origen en el desfase temporal existente entre el momento en el que se contabilizan la IIR y el crédito hipotecario. Así, el valor de la vivienda se incluye en la serie de IIR conforme va siendo construida, mientras que el crédito hipotecario concedido a las familias se computa habitualmente cuando se produce la venta. En consecuencia, durante el período de construcción el RCI tenderá a estar subestimado y sufrirá un ajuste brusco en el momento de la adquisición del inmueble.

En definitiva, la aproximación utilizada en la medición del RCI en este trabajo, que es la habitual en la literatura, sería exacta bajo los siguientes supuestos (4):

1. La concesión del crédito inmobiliario y el registro como IIR de la vivienda construida se producen dentro del período de medición del RCI (5).
2. Todo el suelo sobre el que se construyen las viviendas es, inicialmente, propiedad del sector hogares.
3. Las plusvalías que obtienen las constructoras por la posesión temporal de ese suelo son redistribuidas a los hogares en cuanto se generan —en forma, por ejemplo, de dividendos—.
4. La adquisición del terreno por parte de la constructora y la venta de la vivienda a los hogares se producen dentro del período de medición del RCI.

El primer supuesto elimina los errores producidos por la distinta fecha en que se contabilizan la IIR y el crédito, mientras que los otros tres implican que los dos sesgos cometidos al aproximar la inversión inmobiliaria neta a partir

(2) Para España, se ha utilizado la serie de créditos concedidos para adquisición de vivienda, que incluyen tanto los préstamos con garantía hipotecaria como los que no la tienen, al no disponer de datos de financiación hipotecaria de los hogares. En el caso del Reino Unido se añaden las ayudas para adquisición de vivienda que el gobierno concede a través de distintas asociaciones, siguiendo la metodología utilizada por el Banco de Inglaterra [véase Davy (2001)].

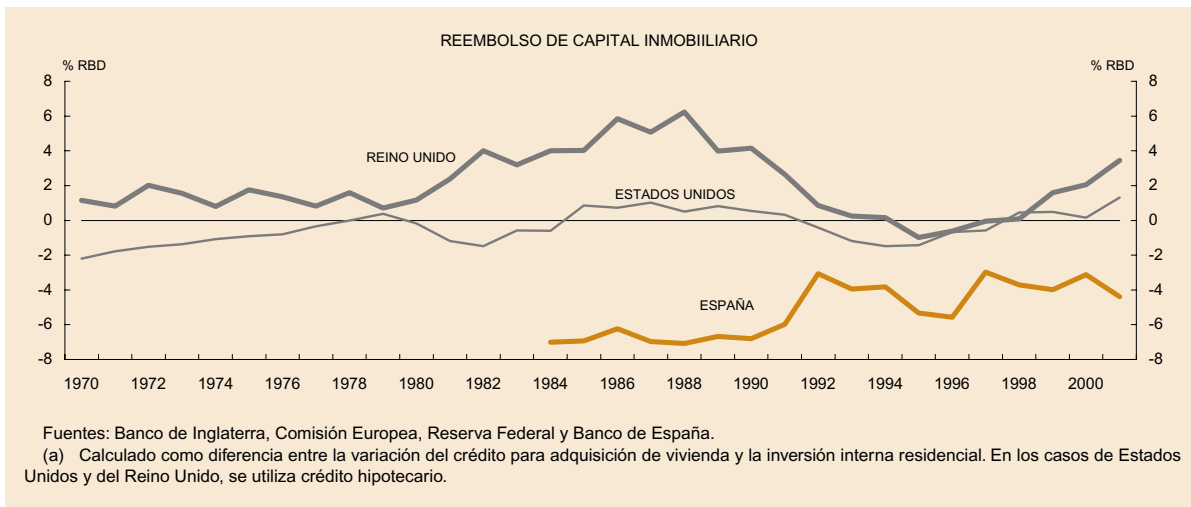
(3) En los casos de España y del Reino Unido, el concepto de inversión interna residencial incluye una estimación del coste de los servicios inmobiliarios.

(4) Estos supuestos son condiciones suficientes, pero no necesarias. Es decir, si se cumplen, el RCI se estima sin error, pero su incumplimiento no genera, necesariamente, una discrepancia, ya que podrían compensarse entre sí las debidas a los diferentes motivos antes comentados.

(5) En este artículo, el RCI se estima con una frecuencia anual.

GRÁFICO 1

Comparación internacional del RCI (a)



de la IIR se cancelan entre sí. Así, el importe desembolsado en concepto de suelo por los compradores de la vivienda, que incluye tanto el valor que tenían los terrenos en el momento de la compra por parte de los constructores como las plusvalías que estos hayan podido generar durante su tenencia, coincide con las rentas inmobiliarias percibidas, durante el mismo período, por el sector de hogares. Dado el difícil cumplimiento de estos supuestos, cualquier análisis basado en esta medida debe tomarse con las debidas cautelas, siendo probable que los valores medios del RCI en períodos de tiempo no excesivamente cortos sean más informativos que los valores concretos en un momento del tiempo.

**3. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL REEMBOLSO DEL CAPITAL INMOBILIARIO (R.C.I.)**

En el gráfico 1 se muestra la evolución del RCI en relación con la Renta Bruta Disponible en España, el Reino Unido y Estados Unidos entre 1970 y 2001 (6). Se observa que en el Reino Unido y, en algunos períodos, en Estados Unidos el RCI ha tendido a presentar signo positivo, lo que sugiere que en estos dos países los hogares han destinado una parte de la financiación hipotecaria recibida a fines distintos de la adquisición de vivienda. Al final de la muestra, además, el RCI se ha incrementado significativamente, sobre todo en el Reino Unido. En el caso de Estados Unidos, informes publicados recientemente (7), utilizando informa-

ción sobre refinanciación de hipotecas por parte de los hogares, muestran que durante el 2002 se produjo un incremento muy importante de este tipo de operaciones, estimándose que aproximadamente la mitad de los fondos obtenidos fue destinada al consumo realizado por dicho sector. En cambio, en España el RCI ha presentado un signo negativo durante todo el período considerado, lo que indicaría que, de modo agregado, los hogares españoles financian sus inversiones en vivienda, además de con el recurso al crédito hipotecario, con otras fuentes alternativas, como los créditos personales o la liquidación de activos financieros. En consecuencia, esta evidencia parece descartar que en nuestro país las familias utilicen una parte importante de la financiación hipotecaria para fines distintos de la inversión inmobiliaria. Además, esta evidencia implica, entre otras cosas, que las ganancias de capital realizadas por las familias que han vendido activos inmobiliarios revalorizados se han destinado principalmente a adquirir nuevas propiedades y, por tanto, a financiar la inversión residencial.

De cualquier modo, como se ha comentado anteriormente, un signo positivo del RCI, como se ha observado en Estados Unidos y en el Reino Unido, no implica necesariamente que se canalice hacia el consumo una parte de la financiación hipotecaria obtenida. Para profundizar un poco más en el análisis de esta cuestión tiene sentido examinar la relación entre el RCI, el consumo y el precio de la vivienda. Así, la existencia de una correlación positiva entre el RCI y el precio de la vivienda sugeriría que el conjunto de las familias tiende a incrementar el recurso a la financiación hipotecaria para, eventualmente, fines diferentes de la adquisición de viviendas, en los períodos en los que se revalorizan sus

(6) En España la serie se inicia en 1984 dada la ausencia de información antes de dicha fecha.

(7) Véase Greenspan (2003).

activos inmobiliarios (8). Si, adicionalmente, el RCI está positivamente correlacionado con el consumo, podría ser indicativo de que una parte de aquella financiación se destina a este.

El gráfico 2 muestra que la relación entre la tasa de crecimiento del precio de la vivienda y el RCI parece evidente en el Reino Unido y en Estados Unidos, y resulta inapreciable en España. En este gráfico se presenta, además, una definición más amplia del RCI, que incluye, junto con la financiación hipotecaria, el crédito al consumo (9). Esta aproximación permite que la revalorización en el patrimonio inmobiliario de los hogares se pueda plasmar en un tipo de financiación no hipotecaria. Con la nueva definición, mejora la relación del RCI con el crecimiento del precio de la vivienda, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Así, entre 1984 y 2001 la correlación entre ambas variables pasa del 71% en Estados Unidos y el 59% en el Reino Unido, cuando no se considera el crédito al consumo, al 81% y 71%, respectivamente, cuando se incluye este tipo de financiación. Sin embargo, en España, durante el mismo período, continúa sin observarse una relación clara entre las dos variables.

En el gráfico 3 se presenta la evolución del RCI y del consumo. En el Reino Unido, la relación entre ambas variables parece evidente y es más intensa en la última parte de la muestra. Así, entre 1994 y 2001 su correlación fue del 70%. En Estados Unidos, la correlación entre ambas variables es menor, si bien recientemente se ha incrementado significativamente (entre 1994 y 2001 fue del 75%). Por el contrario, en España tampoco parece existir una relación clara entre el consumo y el RCI.

Estos resultados apoyan, con las cautelas ya comentadas, la hipótesis de que en el Reino Unido y en Estados Unidos los hogares han destinado al consumo una parte de la mayor financiación hipotecaria obtenida gracias a la revalorización de sus activos inmobiliarios. Además, este fenómeno parece haber ganado mayor importancia durante las fases en las que, como en el período reciente, el precio de la vivienda ha mostrado mayores tasas de crecimiento.

En España, sin embargo, parece improbable que se haya producido este efecto directo de los mayores precios de la vivienda sobre el

(8) En el caso en que el RCI es negativo, financiarían una proporción mayor de la adquisición con cargo a crédito.

(9) En el caso de España, en lugar del crédito al consumo se utiliza el total del crédito concedido a las personas físicas, excluyendo el destinado a la adquisición de vivienda.

GRÁFICO 2

RCI y precio de la vivienda

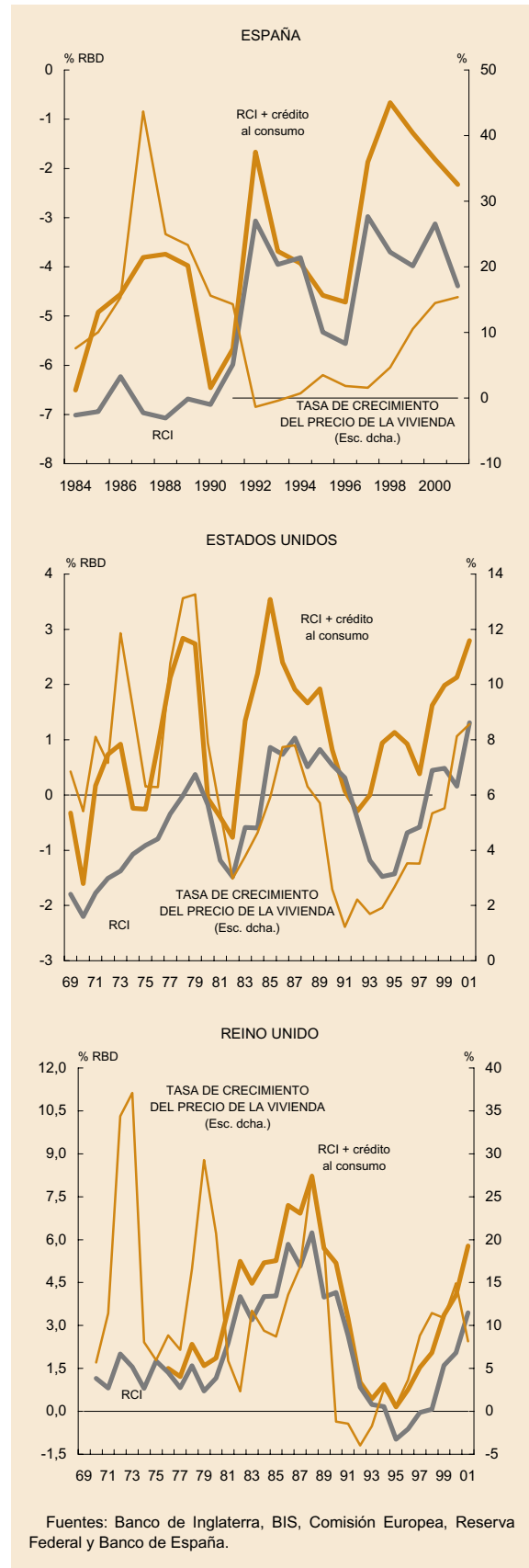
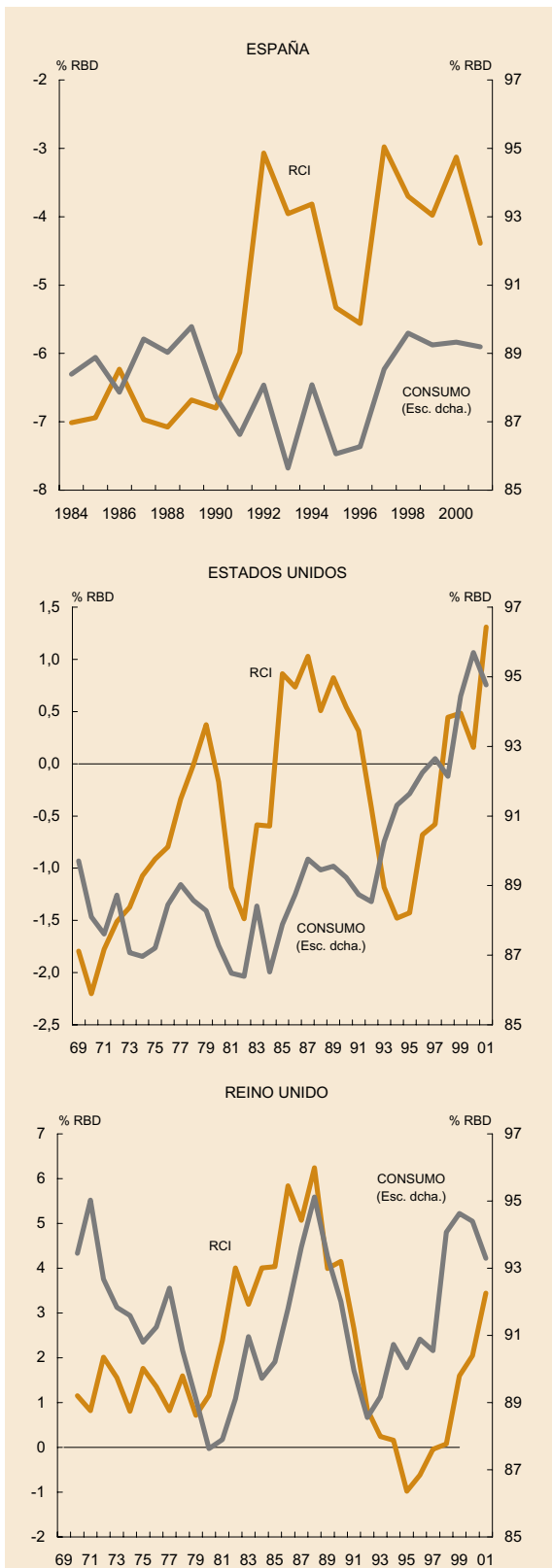


GRÁFICO 3

RCI y consumo



Fuentes: Banco de Inglaterra, Comisión Europea, Reserva Federal y Banco de España.

consumo. Este comportamiento del RCI en España, que, de acuerdo con estudios recientes, es compartido con la mayoría de los países europeos (10), podría estar relacionado con factores de demanda, como la menor propensión que los hogares españoles han mostrado en el pasado a endeudarse. De hecho, sus ratios de endeudamiento han estado tradicionalmente por debajo no solo de las de Estados Unidos y Reino Unido, sino de la media de la UEM (11). Pero podría responder también a factores de oferta, como la existencia de unas menores facilidades relativas para la renegociación de las hipotecas o el menor desarrollo en España de instrumentos que permitan a la banca transferir el riesgo crediticio.

No obstante, la evolución del RCI en España, en un contexto de un elevado crecimiento del crédito hipotecario vinculado con la significativa revalorización de los activos inmobiliarios, sugiere que el efecto del incremento del precio de la vivienda sobre la inversión residencial puede ser relativamente más importante que el que tiene en Estados Unidos o en el Reino Unido.

4. CONCLUSIONES

En este artículo se calcula y compara el Reembolso de Capital Inmobiliario (RCI) en España, el Reino Unido y Estados Unidos. Los resultados muestran que, en los dos últimos casos, el RCI ha presentado un signo positivo durante buena parte de la muestra estudiada y, además, se encuentra positivamente correlacionado con el precio de la vivienda y con el consumo. Recientemente, se ha observado también un aumento significativo de las tres variables en estos dos países. Esta evidencia apoya la hipótesis de que, en el Reino Unido y en Estados Unidos, los hogares han aprovechado la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un incremento de su consumo mediante el recurso al crédito hipotecario. En este sentido, los aumentos recientes de los precios de la vivienda habrían contribuido a moderar la intensidad de la desaceleración económica que ambas economías están experimentando.

Por el contrario, en España, al igual que en la mayoría de los países europeos, el RCI presenta un signo negativo durante todo el período estudiado, por lo que no existe evidencia de que este fenómeno se haya producido. Esto no excluye, sin embargo, la posibilidad de que la revalorización de la riqueza in-

(10) Véase BCE (2003).

(11) Para una comparación internacional del nivel de endeudamiento de los hogares, véase del Río (2002).

mobiliaria haya tenido un efecto indirecto sobre el consumo, en la medida en que los hogares hayan aprovechado la mayor capacidad potencial de endeudamiento futuro que ofrecen unos valores más altos de sus activos de garantía para reducir su ahorro por motivo precaución. En todo caso, la evolución del RCI en España sugiere que el efecto del aumento del precio de la vivienda y el incremento asociado de la financiación hipotecaria han tenido un mayor impacto sobre la inversión residencial que en otros países.

De cualquier modo, los resultados de este artículo deben tomarse con las debidas precauciones, dado que la medición del RCI que es posible realizar con la información disponible obliga a realizar una serie de supuestos, que se han

comentado con detalle, cuya verosimilitud resulta difícil de valorar.

18.3.2003.

### BIBLIOGRAFÍA

- BCE (2003). *Structural factors in EU housing market*, marzo.
- DAVEY, M. (2001). «Mortgage equity withdrawal and consumption», *Quarterly Bulletin*, Bank of England, primavera.
- DEL RÍO, A. (2002). *El endeudamiento de los hogares españoles*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 0228.
- GREENSPAN, A. (2003). «Home mortgage market», discurso en la «Annual convention of the Independent Community Bankers of America», marzo.
- HATZIUS, J. (2002). *Housing and the US consumer: mortgaging the economy's future*, Goldman Sachs, Global Economics Paper, nº 83.