

Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)

JOSÉ MANUEL NAREDO
ÓSCAR CARPINTERO
CARMEN MARCOS GARCÍA

Parte III. Información patrimonial complementaria y comparaciones internacionales

PARTE III

INFORMACIÓN PATRIMONIAL COMPLEMENTARIA Y COMPARACIONES INTERNACIONALES

■ III.1. INFORMACIÓN PATRIMONIAL COMPLEMENTARIA

■ III.1.1. Composición y distribución de la riqueza y la deuda de los hogares

Como se ha indicado en el apartado I.7.3, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España es la única fuente que incluye información conjunta sobre la renta, los activos, las deudas y el gasto de los hogares. Además esta información se ofrece, no solo por tramos de riqueza y de renta, sino también de edad y situación laboral de los encuestados. En este apartado se ha utilizado la información de la EFF para elaborar algunos cuadros de síntesis que ilustren la composición y distribución del patrimonio de los hogares, de sus deudas y de la carga financiera que tienen que sufragar en los dos años para los que esta encuesta dispone de datos: 2002 y 2005. Ya se ha indicado en I.7.3 que el objetivo de la encuesta es informar sobre cómo evoluciona la composición de los activos de los hogares por tramos de riqueza, renta, edad o situación laboral de los encuestados, pero no el volumen de aquellos ni su distribución. Por ello la EFF no hace estimaciones de la riqueza y de su distribución efectiva en euros, sino de la distribución porcentual de los activos dentro de cada tramo considerado y de los valores más frecuentes, representados por la mediana. No obstante, como en algunos cuadros la EFF publica también los datos medios, hemos podido obtener los datos absolutos de riqueza y su distribución por tramos, multiplicando las medias por el número de hogares de cada tramo. Todo ello no tanto con ánimo de informar sobre su distribución como, sobre todo, sobre la evolución de ésta entre los dos años considerados mediante los cuadros que se presentan como anexo al final de este apartado.

Escapa al propósito fundamentalmente estadístico de esta publicación hacer un análisis detallado de la información contenida en estos cuadros, que quedan así a disposición de los analistas. Cabe, no obstante, hacer dos observaciones. En primer lugar, que el perfil y la evolución de los datos en los dos años considerados parecen bastante razonables y avalan la fiabilidad de los mismos. En esta evolución resulta cuando menos inquietante

el creciente peso de la deuda de los hogares motivada por la compra de viviendas y, sobre todo, el acentuado crecimiento en el breve período considerado del elevado porcentaje de la renta que los hogares destinan al pago de deudas, sobre todo en los tramos más bajos de renta y de riqueza. En segundo lugar, que el nivel de concentración de la riqueza que manifiestan los datos parece algo bajo, tanto al compararlo con otras investigaciones sobre la distribución de la riqueza en España, como con los datos de otros países¹. Esta posible infravaloración de la concentración de la riqueza puede deberse a cierta sobrevaloración del patrimonio en vivienda derivado del sesgo al alza en la percepción de los hogares, dado que la vivienda se distribuye mejor que la mayoría de los otros elementos patrimoniales. Pero también puede deberse a cierta infravaloración u ocultación de otros activos reales y, sobre todo, financieros en los escalones más elevados de renta y riqueza. En cualquier caso, profundizar el análisis de la distribución de la riqueza exigiría sobredimensionar todavía más la representación de la muestra en los tramos más elevados de riqueza, para obtener datos representativos más desglosados de los mismos, dado que es corriente que en países de nuestro entorno, el 5 por 100 de hogares más ricos disponga de cerca de la mitad o más del total del patrimonio neto.

Por último hemos añadido el Cuadro III.1.6 obtenido a partir de la información catastral, que informa sobre la distribución del patrimonio inmobiliario urbano mostrando el porcentaje de declarantes según el número de bienes inmuebles de que disponen.

CUADRO III.1.1.1

COMPOSICIÓN Y DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LA RIQUEZA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Percentiles de Riqueza Neta	ANF		AF		AT		D		RN		Distrib. en % de la RN		Ratio en % D/RN	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005
	Total	87,0	89,1	13,0	10,9	100,0	100,0	8,6	9,3	91,6	90,7	100,0	100,0	9,4
≤ 50	90,8	92,8	9,8	7,7	100,0	100,0	24,3	26,5	75,7	73,5	12,9	13,2	32,1	36,1
50-75	91,7	93,1	8,3	6,9	100,0	100,0	8,6	8,8	91,4	91,2	21,3	22,5	9,4	9,6
75-90	89,6	90,0	10,4	10,0	100,0	100,0	5,6	6,2	94,4	93,8	23,1	22,6	5,9	6,6
90-100	82,0	84,9	18,0	15,1	100,0	100,0	4,2	4,4	95,4	95,6	42,6	41,7	4,4	4,6

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la EFF del Banco de España.

ANF = Activos no financieros; **AF** = Activos financieros; **AT** = Activos totales (= **ANF** + **AF**); **D**= Deuda; **RN**= Riqueza neta.

¹ Por ejemplo, el hecho de que el 4 por 100 de los perceptores de rentas, declarantes del Impuesto de Patrimonio de las Personas Físicas, declarara disponer del 27 por 100 del patrimonio neto en 1999 (véase Naredo, J.M. (2002) "Principales cambios observados en la distribución personal de la riqueza", *Cuadernos de Información Eco-*

CUADRO III.1.2.1

PESO PORCENTUAL DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS POR TRAMOS DE RIQUEZA DE LOS HOGARES

Percentiles de Riqueza Neta	1ª Vivienda		Otros inmuebles		Total inmuebles	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005
Total	57,9	58,9	20,8	21,2	78,7	80,1
≤25	70,6	74,7	9,9	9,9	80,5	84,6
25 - 50	83,4	83,4	6,7	8,6	90,0	92,0
50 - 75	77,3	80,3	11,6	10,5	88,6	90,8
75 - 90	63,1	62,7	20,8	21,9	83,9	84,6
90 - 100	36,3	35,1	30,8	31,8	67,1	66,9

Fuente: Véase Cuadro III. 1.1.1.

CUADRO III.1.3.1

PORCENTAJE DE LA DEUDA POR FINALIDADES EN RELACIÓN CON LOS ACTIVOS TOTALES POR TRAMOS DE RIQUEZA DE LOS HOGARES

Percentiles de Riqueza Neta	Total Deuda		Deuda compra 1ª vivienda		Deuda compra otros inmuebles		Deuda otras finalidades	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005	2002	2005
Total	8,6	9,3	4,8	5,3	2,0	2,2	1,7	1,8
≤ 50	24,3	26,5	16,9	18,8	2,4	2,5	5,0	5,2
50 - 75	8,6	8,8	5,4	5,4	1,2	1,6	1,9	1,6
75 - 90	5,6	6,2	2,5	2,5	1,8	2,5	1,2	1,2
90 - 100	4,2	4,4	1,5	1,3	2,4	2,3	0,6	0,8

Fuente: La indicada en el Cuadro III. 1.1.1.

nómica, nº. 169, julio-agosto, 2002, pp. 21-29), resulta difícil de conciliar con la estimación de la EFF de que el 10 por 100 de los hogares con más patrimonio dispongan solo del 42,6 por 100 del patrimonio neto. Y tal y como se menciona en el artículo citado, en los Estados Unidos el 5 por 100 más rico ha llegado a tener el 60 por 100 del patrimonio neto, y en Francia y otros países europeos el patrimonio neto propiedad del 5 por 100 más rico llegaba a superar el 40 por 100 del total, denotando concentraciones de riqueza muy superiores a la registrada en la EFF, tal y como se confirma además al comparar los datos de esta encuesta con los de otras similares realizadas para EE.UU., RU e Italia (Bover, O., *et al.*, 2005). El hecho mismo de que los datos catastrales de 1992 indicaran que el 10 por 100 de los declarantes personas físicas más rico disponía del 43,7 por 100 del valor de las viviendas, del 63,1 por 100 del valor de los solares, del 58,6 por 100 del valor de los inmuebles de uso industrial y del 47,7 por 100 del de las oficinas, denota concentraciones más elevadas de las que muestra la EFF, en la que el 10 por 100 de hogares más ricos disponía solo en 2005 del 41,7 por 100 del patrimonio neto (Cuadro III.1.1.1.).

CUADRO III.1.4.1

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA EN FUNCIÓN DE LA RIQUEZA DE LOS HOGARES

Percentiles de Riqueza Neta	Total Deuda		Deuda compra 1ª vivienda		Deuda compra otros inmuebles	
	2002	2005	2002	2005	2002	2005
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
≤ 50	43,6	46,2	53,5	57,6	18,2	18,0
50-75	21,3	21,1	23,8	22,7	13,6	18,0
75-90	14,9	14,4	11,5	10,4	20,8	23,8
90-100	20,2	18,3	10,8	9,3	47,5	39,7

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del impuesto de bienes inmuebles (en 2006 no se ha encontrado información catastral accesible sobre la distribución del valor, solo del nº de contribuyentes).

CUADRO III.1.5.1

RATIO EN PORCENTAJE MÁS FRECUENTE DE PAGOS POR DEUDAS (PD) CON RELACIÓN A LA RENTA DISPONIBLE (RD) Y PORCENTAJE DE HOGARES CON RATIO SUPERIOR AL 40 POR 100

Percentiles De Renta	Ratio PD/RD en %		% de hogares con ratio ≤ 40 por 100	
	2002	2005	2002	2005
Total	14,5	17,0	6,7	11,7
≤ 20	30,5	38,0	29,7	49,2
20 - 40	20,5	24,8	12,8	21,7
40 - 60	16,7	20,4	4,8	9,7
60 - 80	13,1	15,7	2,8	5,7
80 - 90	10,8	12,0	2,4	3,0
90 - 100	7,8	7,9	1,5	1,6

Fuente: La indicada en el Cuadro III.1.1.1.

CUADRO III.1.6.1

PORCENTAJE DE PERSONAS DECLARANTES DEL IMPUESTO DE BIENES INMUEBLES URBANOS SEGÚN EL NÚMERO DE BIENES INMUEBLES QUE POSEEN

Nº de recibos por persona	% de personas declarantes 1992	% del valor de los bienes declarados 1992	% de personas declarantes 2006
1 recibo	65,8	40,6	65,1
2 recibos	20,6	22,1	21,0
3 recibos	7,3	12,0	7,8
4 recibos	2,9	6,8	3,3
5 o más recibos	3,4	18,5	2,8
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Catastro inmobiliario.

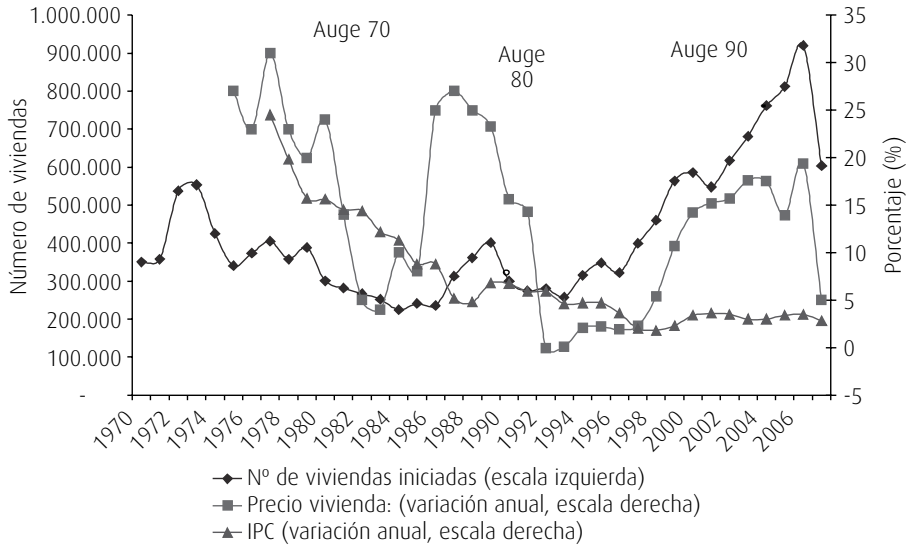
■ III.1.2. Algunos indicadores del ciclo inmobiliario

El reciente *boom* inmobiliario se ha caracterizado por su larga duración y por su gran intensidad, no solo en el crecimiento de los precios, sino también de la actividad constructiva. El Gráfico III.1.2.1 ofrece información comparada de los tres últimos ciclos de vivienda, mostrando la mayor duración del último ciclo, cuya fase alcista se prolongó durante todo un decenio, hasta que empezó a acusar síntomas de agotamiento.

En lo que concierne a los precios, el Gráfico III.1.2.1 permite apreciar que, si bien el *boom* de los setenta registró importantes tasas de crecimiento de los precios de la vivienda, estas tasas se movían en línea con las muy elevadas tasas de inflación entonces vigentes, que reducían el diferencial de crecimiento del precio de la vivienda respecto al de los precios al consumo. La inversión en vivienda era, en aquella época, más un refugio para situar el dinero al resguardo de la inflación, que un gran negocio. Sin embargo, en los dos períodos alcistas que le sucedieron, se acentuó notablemente el diferencial de crecimiento del precio de la vivienda respecto a los precios al consumo, rentabilizando con ello la inversión en vivienda, sobre todo cuando los tipos de interés se fueron recortando drásticamente hasta situarse en mínimos históricos, a la vez que se moderaba el crecimiento de los precios al consumo. Con todo, la fase alcista de precios de la vivienda remitió con claridad en 2007, como se observa en el gráfico, y prosigue su senda de declive a lo largo del año en curso.

En lo que concierne a la actividad constructiva, el Gráfico III.1.2.1 denota que el auge de finales de los ochenta y principios de los noventa fue, sobre todo, de precios, pero no de viviendas construidas: éstas no llegaron a las cuatrocientas mil viviendas anuales, permaneciendo lejos de los niveles alcanzados en el *boom* de los setenta, que marcaban el máximo histórico. Sin embargo el reciente *boom* inmobiliario superó ampliamente en años y en número de viviendas anuales construidas a los registrados en el inicio de los setenta. El número de licencias solicitadas decayó ya en 2007 y amenaza con hacerlo más drásticamente en el año en curso confirmando la inflexión del presente ciclo.

GRÁFICO III.1.2.1

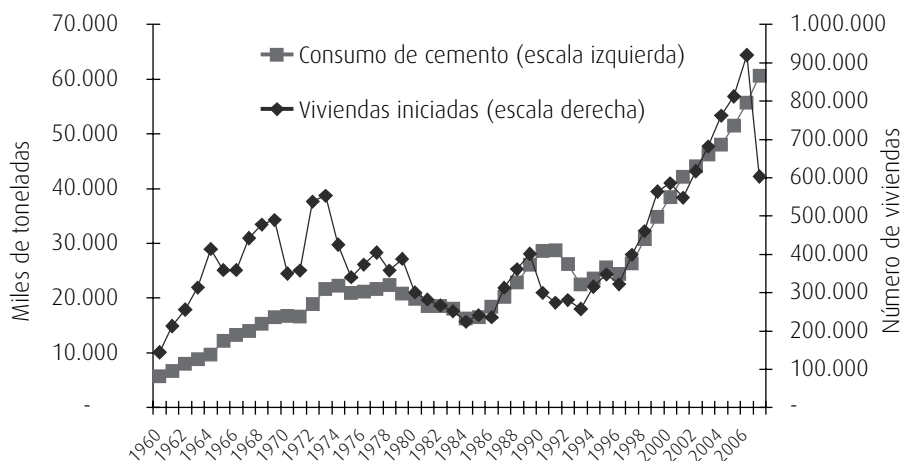
CICLOS INMOBILIARIOS, 1970-2007

Fuente: INE, Ministerio de Fomento, Ministerio de Vivienda.

El Gráfico III.1.2.2 caracteriza el perfil de presente ciclo inmobiliario con un indicador sintético muy revelador: el consumo de cemento. Este indicador denota el gran peso que ha tenido la actividad constructiva en el último ciclo, elevando el consumo de cemento en 2007 hasta los sesenta millones de toneladas anuales, es decir, más de una tonelada anual por habitante y por hectárea de territorio. Como se observa en el gráfico, el consumo de cemento sigue con dos o tres años el perfil cíclico que marcan los visados de obra, reflejando ya en los últimos datos mensuales disponibles la inflexión a la baja que habían reflejado con anterioridad los visados. El hecho de que el consumo de cemento creciera a bastante mayor ritmo que el número de viviendas, muestra la importancia que también han tenido en este ciclo la construcción de obras públicas y otras edificaciones. Estas cifras se sitúan bien por encima de las registradas en los países europeos de nuestro entorno, aunque cuenten con más población y territorio, como es el caso de Francia y Alemania (Gráficos III.1.2.3 y III.1.2.4.).

GRÁFICO III.1.2.2

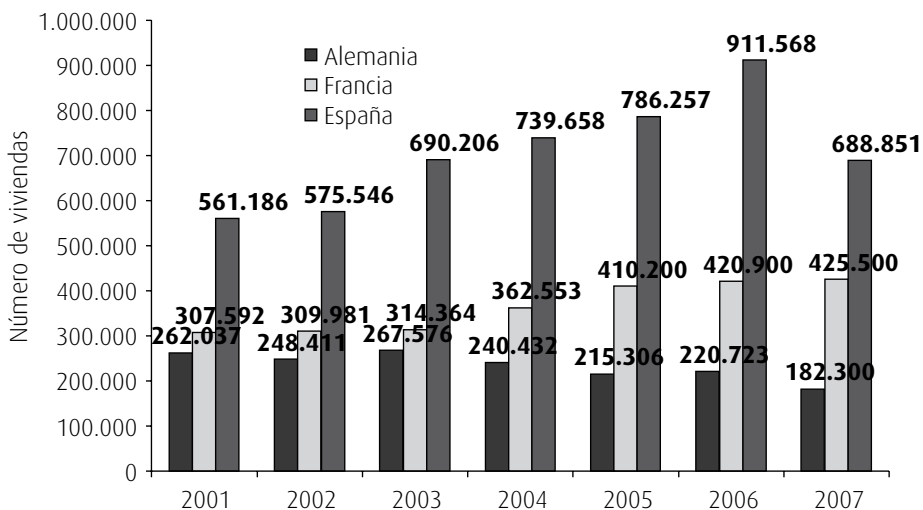
CONSUMO DE CEMENTO Y CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDAS, 1970-2007



Fuente: Ministerio de Fomento y Oficemen.

GRÁFICO III.1.2.3

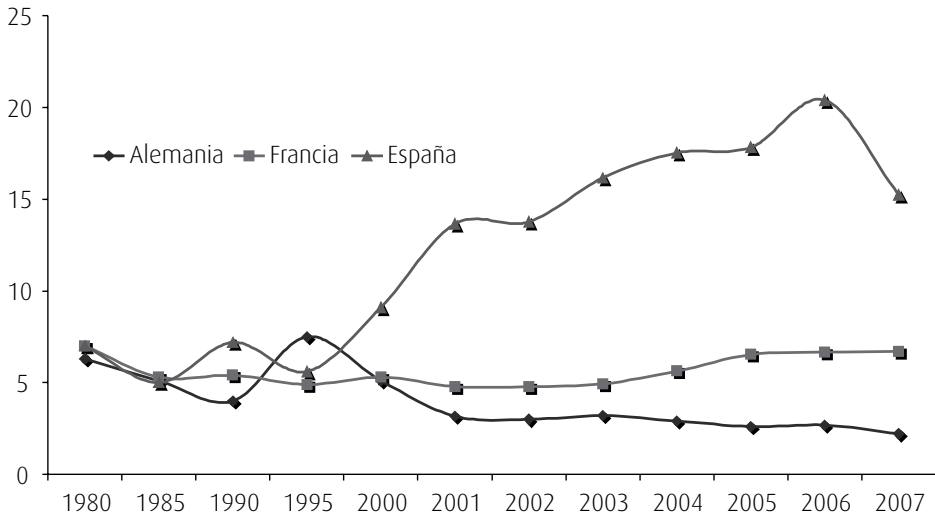
ESPAÑA SUPERA A ALEMANIA Y FRANCIA CONJUNTAMENTE EN VIVIENDAS INICIADAS, 2001-2007



Fuente: Ministerio de Fomento, INSEE (Francia), Statistisches Bundesamt (Alemania).

GRÁFICO III.1.2.4

VIVIENDAS INICIADAS POR MIL HABITANTES, 1980-2007: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL



Fuente: Ministerio de Fomento, INSEE (Francia), Statistisches Bundesamt (Alemania).

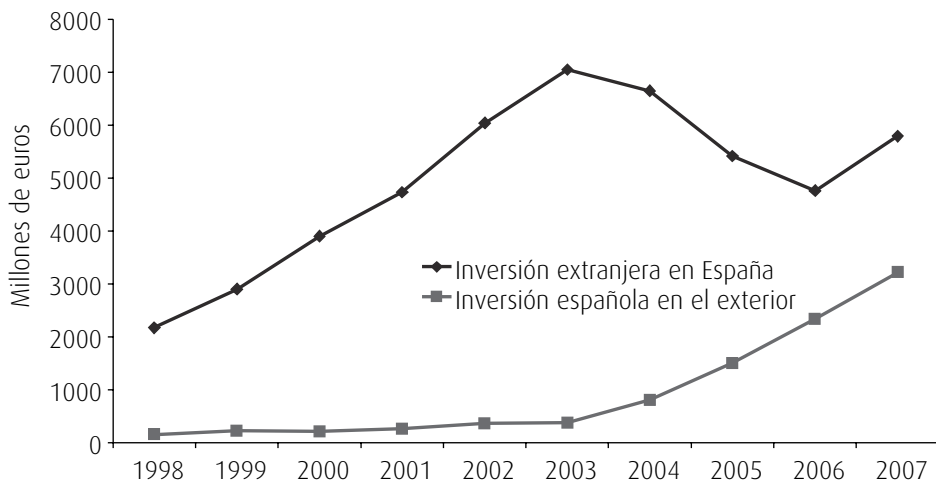
Por otra parte, el Gráfico III.1.2.5. recoge el auge y el declive de la inversión extranjera en inmuebles, cuyo peso en el mercado inmobiliario ha sido bastante limitado —aunque en ciertas zonas insulares y del litoral pueda ser muy determinante— y ha venido cayendo durante los últimos cuatro años, anticipando con cierta antelación el fin del auge inmobiliario² (si bien el último año ha mostrado una leve recuperación coyuntural). Esta señal anticipada del declive del ciclo se refuerza con el comportamiento marcadamente alcista de la inversión española en inmuebles en el resto del mundo, que refleja la salida al exterior de las principales empresas inmobiliarias españolas forzada por las limitadas previsiones del negocio interno.

Por último, el Gráfico III.1.2.6 recoge otro indicador sintético de las enormes plusvalías generadas en el reciente *boom* inmobiliario. La evolución extremadamente alcista de las cotizaciones bursátiles de las empresas constructoras e inmobiliarias denota que la creación de valor de estos dos grupos de empresas se ha situado muy por encima del resto, encabezando el reciente auge bursátil. Pero también se observa que, tras las espectaculares subidas, se apuntan serias correcciones a la baja que anuncian con claridad la fase de declive hacia la que ha venido inflexionado el presente ciclo inmobiliario.

² Como había ocurrido también con el *boom* inmobiliario anterior, en el que la inversión extranjera empezó a decaer dos años antes de que el mencionado *boom* se empezara a desinflar tras los festejos de 1992.

GRÁFICO III.1.2.5

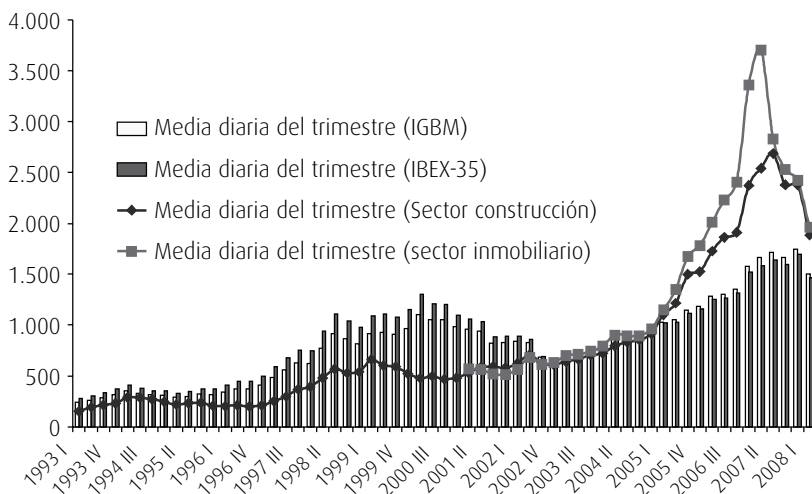
CICLO DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES Y ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR, 1998-2007 (Millones de euros)



Fuente: Banco de España, *Balanza de Pagos*.

GRÁFICO III.1.2.6

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN BURSÁTIL DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN, E INMOBILIARIO, 1993-2008 (Base 1000 = 31 de diciembre 2004)



Fuente: Elaboración propia con datos de Bolsas y Mercados Españoles.

■ III.2. COMPARACIONES INTERNACIONALES

■ III.2.1. Estructura y composición de diferentes balances nacionales

Se presentan a continuación una selección de cifras comparativas relativas a los balances nacionales de varias economías. Aunque en el apartado III. 2.2. siguiente se ampliará la muestra en relación a la estructura y composición de los balances de los hogares de varios países, se ha optado por mostrar la información de dos países europeos con cierta tradición en la elaboración de cuentas patrimoniales (Francia y Reino Unido), que junto a Japón, conjugan tanto solvencia en la elaboración de estas cuentas, como una situación especial desde el punto de vista de la evolución de su riqueza o patrimonio neto.

De las tablas y gráficos de este apartado cabe subrayar, al menos, dos rasgos. En primer lugar, la singular situación patrimonial de la economía española hace que sea la única donde los activos no financieros suponen más de la mitad del total de los activos totales, quedando el resto de países considerados en una posición claramente inferior. Muy unido a este hecho se encuentra, por supuesto, el papel tan destacado que tiene la vivienda en el conjunto del patrimonio inmobiliario, lo que tiene que ver tanto con la intensidad del último ciclo inmobiliario vivido en nuestro país, como con las características del modelo inmobiliario promovido (vivienda en propiedad y activo de inversión) en contraste con el desarrollado por otros países europeos³. Por otro lado, y en segundo lugar, los datos presentados en este apartado muestran que ha sido también la economía española la que ha experimentado una mayor tasa de crecimiento de su patrimonio neto, lo que denota la fuerza del *boom* inmobiliario en cantidad y en revalorización del *stock*, así como de la simultánea burbuja financiera que, con altibajos, ha soportado nuestro país en la última década.

³ Véase: Naredo, J.M., Carpintero, O., y C. Marcos (2007), "Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional", *Cuadernos de Información Económica*, 200, pp. 71-91.

TABLA III.2.1.1

BALANCES NACIONALES DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
 (Moneda de cada país)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FRANCIA (miles de millones de euros)												
Activos No Financieros	4.659	4.786	4.853	5.041	5.520	6.009	6.547	7.206	8.054	9.268	10.555	11.641
De los cuales:												
Vivienda	1.822	1.906	1.983	2.050	2.106	2.264	2.369	2.486	2.637	2.813	3.062	3.313
Suelo	639	639	601	669	960	1.150	1.443	1.839	2.375	3.221	4.062	4.675
Activos Financieros	7.376	8.045	8.980	9.863	11.875	12.706	12.696	12.522	13.353	14.578	16.751	18.749
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	1.658	2.048	2.454	2.998	4.380	4.830	4.254	3.863	4.414	4.934	5.947	7.016
Fondos de pensiones y seguros	412	479	559	620	703	767	816	852	923	1.039	1.150	1.255
Activos totales	12.035	12.831	13.833	14.905	17.395	18.715	19.243	19.728	21.407	23.846	27.306	30.390
Posivos	7.291	7.986	8.829	9.722	11.825	12.568	12.468	12.322	13.220	14.459	16.545	18.642
Activos financieros netos frente al RDM	84	59	151	141	50	139	228	201	133	120	206	108
Patrimonio Neto	4.744	4.845	5.004	5.183	5.571	6.148	6.775	7.406	8.187	9.388	10.761	11.748
REINO UNIDO (miles de millones de libras)												
Activos No Financieros	2.801	2.999	3.209	3.477	3.810	4.268	4.482	5.074	5.504	6.026	6.342	6.816
De los cuales:												
Vivienda	1.205	1.319	1.422	1.634	1.849	2.107	2.268	2.737	3.055	3.427	3.555	3.915,3
Suelo												
Activos Financieros	6.204	6.683	7.836	8.441	9.639	10.529	10.672	10.538	11.873	13.124	15.259	16.860
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	1.478	1.594	1.932	2.118	2.831	2.974	2.690	2.276	2.620	2.858	3.380	3.528
Fondos de pensiones y seguros	143	166	194	218	290	305	269	216	266	303	384	456
Activos totales	9.005	9.682	11.045	11.918	13.449	14.797	15.154	15.612	17.377	19.150	21.601	23.676
Posivos	6.217	6.738	7.891	8.557	9.693	10.553	10.731	10.574	11.917	13.235	15.402	17.152
Activos financieros netos frente al RDM	-13	-55	-55	-116	-54	-24	-59	-36	-44	-111	-143	-292
Patrimonio Neto	2.788	2.944	3.154	3.360	3.755	4.244	4.424	5.037	5.459	5.915	6.199	6.525

TABLA III.2.1.1 (continuación)

BALANCES NACIONALES DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
(Moneda de cada país)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
JAPÓN (billones de yenes)												
Activos No Financieros	3.031	3.037	3.033	2.949	2.862	2.785	2.677	2.572	2.496	2.467	2.468	2.502
De los cuales:												
Vivienda	250	262	265	261	258	257	252	247	247	250	248	252
Suelo que soporta las viviendas	1.520	1.507	1.474	1.415	1.353	1.286	1.454	1.369	1.072	1.026	1.010	1.018
Activos Financieros	5.160	5.250	5.353	5.414	5.687	5.636	5.547	5.466	5.546	5.684	6.062	6.060
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	468	436	330	318	513	421	333	299	409	467	725	725
Fondos de pensiones y seguros	326	331	344	356	366	375	378	377	378	381	388	399
Activos totales	8.191	8.287	8.385	8.363	8.549	8.421	8.225	8.038	8.042	8.150	8.531	8.562
Pasivos	5.076	5.146	5.228	5.280	5.602	5.503	5.368	5.291	5.373	5.498	5.890	5.845
Activos financieros netos frente al RDM	84	103	125	133	85	133	179	175	173	186	173	215
Patrimonio Neto	3.115	3.141	3.157	3.082	2.946	2.918	2.856	2.747	2.668	2.653	2.641	2.717
ESPAÑA (miles de millones de euros)												
Activos No Financieros	2.670	2.782	2.888	3.086	3.427	3.916	4.477	5.130	5.916	6.930	8.032	9.091
De los cuales:												
Vivienda	1.242	1.280	1.370	1.458	1.635	1.880	2.184	2.541	2.979	3.540	4.137	4.695
Suelo agrario	129	138	160	185	207	221	229	242	258	275	296	317
Activos Financieros	2.119	2.380	2.714	3.156	3.561	3.910	4.216	4.365	4.960	5.609	6.662	7.749
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones (incluido f. inversión)	474	601	788	1.055	1.209	1.264	1.325	1.235	1.511	1.748	2.021	2.309
Fondos de pensiones y seguros	73	86	101	117	138	163	181	199	217	236	261	281
Activos totales	4.789	5.162	5.602	6.243	6.988	7.827	8.692	9.495	10.876	12.539	14.695	16.840
Pasivos	2.210	2.489	2.833	3.312	3.728	4.069	4.395	4.578	5.239	5.973	7.101	8.331
Activos financieros netos frente al RDM	-91	-109	-119	-156	-167	-158	-179	-213	-280	-364	-439	-583
Patrimonio Neto	2.579	2.673	2.769	2.930	3.260	3.758	4.297	4.917	5.637	6.566	7.594	8.509

Fuente: INSEE (Francia), Economic Planning Agency (Japón), United Kingdom National Accounts (Reino Unido), y elaboración propia (España).

TABLA III.2.1.2
TASAS DE CRECIMIENTO DE BALANCE PATRIMONIAL DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1996-2006
(Porcentaje)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FRANCIA											
Activos No Financieros	2,7	1,4	3,9	9,5	8,9	9,0	10,1	11,8	15,1	13,9	10,3
De los cuales:											
Vivienda	4,6	4,1	3,4	2,7	7,5	4,6	4,9	6,1	6,7	8,9	8,2
Suelo	0,1	-5,9	11,3	43,4	19,8	25,4	27,5	29,1	35,6	26,1	15,1
Activos Financieros	9,1	11,6	9,8	20,4	7,0	-0,1	-1,4	6,6	9,2	14,9	11,9
De los cuales:											
Acciones y otras participaciones	23,5	19,8	22,2	46,1	10,3	-11,9	-9,2	14,3	11,8	20,5	18,0
Fondos de pensiones y seguros	16,4	16,7	10,9	13,4	9,0	6,4	4,5	8,3	12,6	10,6	9,1
Activos totales	6,6	7,8	7,7	16,7	7,6	2,8	2,5	8,5	11,4	14,5	11,3
Pasivos	9,5	10,6	10,1	21,6	6,3	-0,8	-1,2	7,3	9,4	14,4	12,7
Activos financieros netos frente al RDM	-29,6	153,4	-6,2	-64,2	174,4	64,7	-12,1	-33,9	-9,7	72,2	-47,8
Patrimonio Neto	2,1	3,3	3,6	7,5	10,4	10,2	9,3	10,5	14,7	14,6	9,2
REINO UNIDO											
Activos No Financieros	7,1	7,0	8,3	9,6	12,0	5,0	13,2	8,5	9,5	5,3	7,5
De los cuales:											
Vivienda	9,5	7,8	14,9	13,2	13,9	7,7	20,7	11,6	12,2	3,7	10,1
Suelo											
Activos Financieros											
De los cuales:											
Acciones y otras participaciones	7,8	21,2	9,6	33,7	5,1	-9,5	-13,4	15,1	9,1	18,3	4,4
Fondos de pensiones y seguros	16,1	16,6	12,5	33,2	5,0	-11,8	-19,5	23,0	13,9	26,7	18,8
Activos totales	7,5	14,1	7,9	12,8	10,0	2,4	3,0	11,3	10,2	12,8	9,6
Pasivos	8,4	17,1	8,4	13,3	8,9	1,7	-1,5	12,7	11,1	16,4	11,4
Activos financieros netos frente al RDM	334,6	0,0	110,9	-53,4	-55,6	145,8	-39,0	22,2	152,3	28,8	104,2
Patrimonio Neto	5,6	7,1	6,5	11,8	13,0	4,2	13,9	8,4	8,3	4,8	5,3

TABLA III.2.1.2 (continuación)
TASAS DE CRECIMIENTO DE BALANCE PATRIMONIAL DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1996-2006
 (Porcentaje)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
JAPÓN											
Activos No Financieros	0,2	-0,2	-2,8	-3,0	-2,7	-3,9	-3,9	-3,0	-1,2	0,1	1,4
De los cuales:											
Vivienda	4,6	1,2	-1,6	-0,9	-0,4	-2,1	-1,9	0,0	0,9	-0,4	1,6
Suelo que spora las viviendas	-0,9	-2,2	-4,0	-4,3	-5,0	13,1	-5,8	-21,7	-4,3	-1,5	0,8
Activos Financieros	1,7	2,0	1,1	5,0	-0,9	-1,6	-1,5	1,5	2,5	6,7	0,0
De los cuales:											
Acciones y otras participaciones	-6,6	-24,3	-3,7	61,4	-18,0	-21,0	-10,0	36,6	14,3	55,1	0,0
Fondos de pensiones y seguros	1,6	3,8	3,4	2,7	2,7	0,7	-0,4	0,3	0,8	2,0	2,9
Activos totales	1,2	1,2	-0,3	2,2	-1,5	-2,3	-2,3	0,0	1,4	4,7	0,4
Pasivos	1,4	1,6	1,0	6,1	-1,8	-2,5	-1,4	1,6	2,3	7,1	-0,8
Activos financieros netos frente al RDM	22,9	20,5	7,0	-36,4	57,0	34,7	-2,2	-1,4	7,5	-7,0	24,5
Patrimonio Neto	0,8	0,5	-2,4	-4,4	-1,0	-2,1	-3,8	-2,9	-0,6	-0,4	2,9
ESPAÑA											
Activos No Financieros	4,2	3,8	6,9	11,0	14,3	14,3	14,6	15,3	17,1	15,9	13,2
De los cuales:											
Vivienda	3,1	7,0	6,4	12,2	15,0	16,2	16,3	17,2	18,8	16,8	13,5
Suelo agrario	6,8	16,0	16,2	11,5	6,9	3,6	5,9	6,6	6,6	7,6	7,1
Activos Financieros											
De los cuales:											
Acciones y otras participaciones (incluido fondos de inversión)	26,7	31,2	33,9	14,6	4,5	4,9	-6,8	22,3	15,7	15,6	14,2
Fondos de pensiones	17,8	17,1	15,6	18,8	17,7	11,1	9,8	9,3	8,8	10,4	7,9
Activos totales	7,8	8,5	11,4	11,9	12,0	11,1	9,2	14,5	15,3	17,2	14,6
Pasivos	12,6	13,8	16,9	12,5	9,1	8,0	4,2	14,4	14,0	18,9	17,3
Activos financieros netos frente al RDM	19,8	9,3	30,8	6,7	-5,0	13,2	18,9	31,2	30,2	20,6	32,7
Patrimonio Neto	3,6	3,6	5,8	11,3	15,3	14,3	14,4	14,6	16,5	15,7	12,1

Fuente: INSEE (Francia), Economic Planning Agency (Japón), United Kingdom National Accounts (Reino Unido), y elaboración propia (España).

TABLA III.2.1.3

COMPOSICIÓN DE LOS BALANCES NACIONALES DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
(Porcentajes)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FRANCIA												
Activos No Financieros	38,7	37,3	35,1	33,8	31,7	32,1	34,0	36,5	37,6	38,9	38,7	38,3
De los cuales:												
Vivienda	15,1	14,9	14,3	13,8	12,1	12,1	12,3	12,6	12,3	11,8	11,2	10,9
Suelo	5,3	5,0	4,3	4,5	5,5	6,1	7,5	9,3	11,1	13,5	14,9	15,4
Activos Financieros	61,3	62,7	64,9	66,2	68,3	67,9	66,0	63,5	62,4	61,1	61,3	61,7
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	13,8	16,0	17,7	20,1	25,2	25,8	22,1	19,6	20,6	20,7	21,8	23,1
Fondos de pensiones y seguros	3,4	3,7	4,0	4,2	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,2	4,1
Activos totales	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
REINO UNIDO												
Activos No Financieros	31,1	31,0	29,1	29,2	28,3	28,8	29,6	32,5	31,7	31,5	29,4	28,8
De los cuales:												
Vivienda	13,4	13,6	12,9	13,7	13,7	14,2	15,0	17,5	17,6	17,9	16,5	16,5
Suelo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activos Financieros	68,9	69,0	70,9	70,8	71,7	71,2	70,4	67,5	68,3	68,5	70,6	71,2
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	16,4	16,5	17,5	17,8	21,1	20,1	17,8	14,6	15,1	14,9	15,6	14,9
Fondos de pensiones y seguros	1,6	1,7	1,8	1,8	2,2	2,1	1,8	1,4	1,5	1,6	1,8	1,9
Activos totales	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
JAPÓN												
Activos No Financieros	37,0	36,7	36,2	35,3	33,5	33,1	32,6	32,0	31,0	30,3	28,9	29,2
De los cuales:												
Vivienda	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	2,9	2,9
Suelo que spona las viviendas	18,6	18,2	17,6	16,9	15,8	15,3	17,7	17,0	13,3	12,6	11,8	11,9

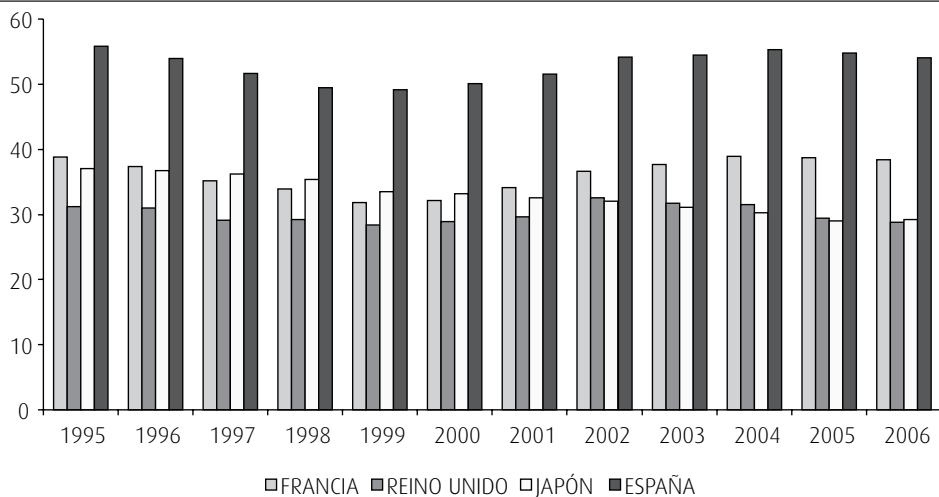
TABLA III.2.1.3 (continuación)
COMPOSICIÓN DE LOS BALANCES NACIONALES DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
(Porcentajes)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Activos Financieros	63,0	63,3	63,8	64,7	66,5	66,9	67,4	68,0	69,0	69,7	71,1	70,8
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones	5,7	5,3	3,9	3,8	6,0	5,0	4,0	3,7	5,1	5,7	8,5	8,5
Fondos de pensiones y seguros	4,0	4,0	4,1	4,3	4,3	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,6	4,7
Activos totales	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ESPAÑA												
Activos No Financieros	55,8	53,9	51,6	49,4	49,0	50,0	51,5	54,0	54,4	55,3	54,7	54,0
De los cuales:												
Vivienda	25,9	24,8	24,4	23,4	23,4	24,0	25,1	26,8	27,4	28,2	28,2	27,9
Suelo agrario	2,7	2,7	2,8	3,0	3,0	2,8	2,6	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9
Activos Financieros	44,2	46,1	48,4	50,6	51,0	50,0	48,5	46,0	45,6	44,7	45,3	46,0
De los cuales:												
Acciones y otras participaciones (incluido fondos de inversión)	9,9	11,6	14,1	16,9	17,3	16,1	15,2	13,0	13,9	13,9	13,8	13,7
Fondos de pensiones	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
Activos totales	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: INSEE (Francia), Economic Planning Agency (Japón), United Kingdom National Accounts (Reino Unido), y elaboración propia (España).

GRÁFICO III.2.1.1

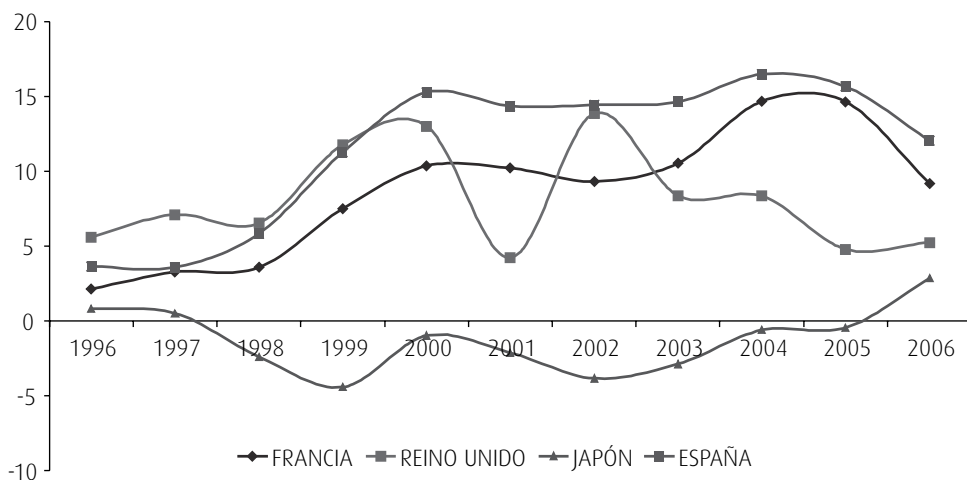
PESO DE LOS ACTIVOS NO FINANCIEROS EN EL CONJUNTO DE LOS ACTIVOS, 1995-2006 (Porcentaje)



Fuente: INSEE (Francia), Economic Planning Agency (Japón), United Kingdom National Accounts (Reino Unido), y elaboración propia (España).

GRÁFICO III.2.1.2

CRECIMIENTO DEL PATRIMONIO NETO POR PAÍSES SELECCIONADOS, 1996-2006 (Porcentaje)



Fuente: INSEE (Francia), Economic Planning Agency (Japón), United Kingdom National Accounts (Reino Unido), y elaboración propia (España).

■ III.2.2. Estructura y composición de diferentes balances de los hogares

En lo que sigue ofrecemos una muestra de la información disponible del balance de los hogares por países⁴ con el afán de facilitar el análisis de la evolución reciente del patrimonio inmobiliario y el endeudamiento hipotecario. También aquí, al igual que en el caso de la economía a escala nacional, la evolución del peso de los activos no financieros —mayoritariamente compuesto por activos inmobiliarios— en el patrimonio de los hogares de los países considerados se acomoda a la interpretación expuesta en un trabajo previo⁵.

El Gráfico III.2.2.1. muestra que España se sitúa a la cabeza en peso de los activos no financieros en el patrimonio de los hogares, seguido de Italia y Francia. La ratio Activos no Financieros/Activos Financieros (ANF/AF), recogida en el Gráfico III.2.2.2., hace más marcadas estas diferencias. En ambos gráficos se observa que los únicos dos países que no siguen esta trayectoria son Alemania y Japón que (junto con Canadá) han permanecido al margen del presente *boom* inmobiliario.

Por su parte, el Gráfico III.2.2.3 muestra dos aspectos notables. Por un lado, los hogares españoles son los que presentan una mayor relación de los activos no financieros con respecto a su renta bruta disponible (doblando a Francia y Reino Unido, y muy por delante de Estados Unidos). Junto a ello, y en el contexto europeo de los modelos inmobiliarios, el gráfico muestra que los activos no financieros de Alemania y Japón han perdido también peso con relación a la renta disponible de los hogares, rebajando su tasa de endeudamiento y permitiendo la recuperación de su ahorro invertido en activos financieros. Efectivamente, la evolución del panorama patrimonial de los hogares observada en Alemania se sitúa en las antípodas de la de España (Gráfico III.2.2.4 y III.2.2.5.). Mientras en Alemania se observa una atonía de la inversión en vivienda que se corresponde con una fuerte expansión del ahorro y la inversión financiera de los hogares (medida por el saldo anual de operaciones financieras netas), en el caso de España ocurre lo contrario: la fuerte expansión de la inversión en vivienda ocasiona el declive de la inversión financiera de los hogares hasta hacerla negativa en los últimos tres años, en los que los hogares demandan financiación neta adicional al sistema financiero, en vez de otorgársela. Lo cual tiene que ver con el acusado déficit exterior corriente de la economía española, que la obliga a financiarse con cargo al resto del mundo, siguiendo el ejemplo de Estados Unidos. Dado que, en el modelo imperante en España durante el reciente *boom* inmobiliario,

⁴ Se han tomado los balances de los hogares que recoge la OECD: *Economic Outlook*, completados con el del Reino Unido (tomado de las estadísticas del propio país, *United Kingdom National Accounts*, y con el de España estimado por los autores de este texto). Se ha tomado la evolución de los activos no financieros de los hogares como representativa de sus activos inmobiliarios, al no disponer de esta última rúbrica desagregada en la estadística de la OECD utilizada como fuente principal.

⁵ Véase: Naredo, J.M., Carpintero, O., y C. Marcos (2007), “*Boom* inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional”, *Cuadernos de Información Económica*, 200, pp. 71-91.

la inversión en vivienda supone construcción nueva a financiar por los hogares, el fuerte crecimiento de aquella suele originar el declive de las operaciones financieras netas de los hogares, observable también en otros países .

Pero la caída de las operaciones financieras netas de los hogares observada en España y otros países, no solo se debe a que la inversión en vivienda recorte las otras posibles opciones de colocar sus ahorros, sino a que esa inversión les exige además un fuerte endeudamiento hipotecario que reduce todavía más su saldo de operaciones netas. El Gráfico III.2.2.6 muestra la evolución por países de la ratio de endeudamiento hipotecario, o a largo plazo, de los hogares con relación a su renta disponible. El caso de España destaca, una vez más, por la intensidad del crecimiento y el nivel alcanzado, que en los últimos dos años se sitúa ya por encima del de todos los países considerados. También cabe observar el crecimiento de esta ratio en todos los países del gráfico, con la excepción de Alemania y Japón, así como el hecho de que en los países con menores tasas de endeudamiento de los hogares sea mayor su ahorro financiero.

Sin embargo, el fuerte crecimiento de los precios de la vivienda observados en los últimos años ha aumentado notablemente la riqueza inmobiliaria de los hogares, situándose estos aumentos muy por encima de los de su endeudamiento hipotecario. De esta manera, el patrimonio neto de los hogares ha crecido con gran pujanza en los países más afectados por el presente *boom* inmobiliario, que suelen ser los más acordes con el primero de los modelos institucionales señalados. Tal y como se observa en el Gráfico III.2.2.7 España vuelve a encabezar este crecimiento: en el decenio (1996-2006) el patrimonio neto de los hogares casi se duplicó, pasando de multiplicar por 7 su renta disponible en 1996 a multiplicarla por 12 en 2006. Y se estima que la revalorización del patrimonio inmobiliario urbano contribuyó a explicar el 76 por 100 del aumento del patrimonio neto de los hogares españoles registrado en el período indicado. Cuando esta percepción de enriquecimiento se encuentra en la base del llamado "efecto riqueza", que contribuye a alterar el comportamiento de los hogares, interesa preguntarse por la calidad de las estimaciones que la respaldan, ya que arrojan nuevos componentes de riesgo.

Cabe concluir, por tanto, que el reciente *boom* inmobiliario ha contribuido a alterar, con intensidad variable según los países, la estructura del balance de los hogares. Por una parte ha otorgado mayor peso a la vivienda en el patrimonio de los hogares, en detrimento de los otros activos reales y financieros. Por otra ha engrosado sus pasivos con un mayor endeudamiento hipotecario. Lo cual plantea nuevas situaciones de riesgo, tanto para los hogares como para las entidades financieras y la economía en su conjunto, que se exponen a continuación.

TABLA III.2.2.1

RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES POR PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
(En porcentaje de la Renta Bruta Disponible de los hogares en cada país)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
CANADÁ												
Patrimonio neto	476,5	493,3	501,2	498,4	507,0	502,2	503,2	513,1	514,3	513,8	518,1	525,4
Patrimonio neto financiero	219,0	232,4	237,3	233,7	239,1	240,1	235,5	231,9	224,0	216,9	214,8	215,2
Activos No Financieros	257,6	260,9	263,9	264,7	267,9	262,0	267,7	281,3	290,3	296,9	303,4	310,3
Activos Financieros	322,4	339,3	346,9	345,6	353,2	352,7	349,6	348,9	344,4	339,3	340,3	341,6
De los cuales: acciones	60,5	66,8	74,1	79,5	81,1	84,3	84,2	84,0	81,1	81,3	81,7	87,2
Pasivos	103,4	106,8	109,6	112,0	114,1	112,6	114,1	117,1	120,4	122,4	125,5	126,5
De los cuales: créditos hipotecarios	68,8	70,8	71,6	71,8	71,8	69,6	69,6	71,2	73,2	74,2	76,0	76,6
FRANCIA												
Patrimonio neto	462,7	479,1	487,8	495,3	546,3	552,9	552,7	571,8	621,6	674,8	749,6	800,1
Patrimonio neto financiero	154,2	168,6	181,0	185,9	212,2	206,2	188,8	183,6	190,0	187,8	203,5	218,6
Activos No Financieros	308,5	310,5	306,8	309,4	334,1	346,8	363,9	388,2	431,6	487,0	546,1	581,4
Activos Financieros	219,8	234,9	248,4	258,5	287,7	282,9	266,9	259,2	269,7	271,5	290,4	308,3
De los cuales: acciones	53,3	58,8	61,0	67,7	87,0	84,0	70,2	63,5	70,1	71,1	81,2	90,7
Pasivos	65,6	66,3	67,4	72,5	75,4	76,8	78,0	75,6	79,7	83,7	86,9	89,6
De los cuales: préstamos a largo plazo	49,6	50,1	50,8	51,5	53,8	53,4	53,6	54,6	57,1	60,2	64,9	69,5
ALEMANIA												
Patrimonio neto	541,0	551,7	563,9	575,6	584,3	576,4	563,7	567,0	575,0	576,9	581,2	..
Patrimonio neto financiero	129,7	135,8	146,6	154,4	164,1	158,5	157,7	153,4	166,4	174,8	184,3	..
Activos No Financieros	411,3	415,9	417,3	421,2	420,2	416,1	404,5	412,3	407,7	402,9	396,9	..
Activos Financieros	226,5	237,1	251,3	263,4	277,8	272,5	269,1	265,1	277,2	284,1	291,8	..
De los cuales: acciones	41,2	45,4	54,7	61,8	74,3	74,3	70,4	56,6	62,4	63,7	69,2	..
Pasivos	96,8	101,3	104,7	109,0	113,7	114,1	111,3	111,7	110,8	109,3	107,5	..
De los cuales: créditos hipotecarios	58,7	62,3	65,1	67,1	71,0	71,6	71,2	72,3	72,2	71,7	71,2	..

TABLA III.2.2.1 (continuación)

RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES POR PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
 (En porcentaje de la Renta Bruta Disponible de los hogares en cada país)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ITALIA												
Patrimonio neto	703,2	703,6	742,9	767,6	801,1	819,5	814,6	851,2	895,5	945,8		
Patrimonio neto financiero	213,9	220,6	243,2	269,5	303,2	309,4	286,4	276,7	275,9	279,8	288,8	..
Activos No Financieros	488,5	482,0	498,5	497,1	495,8	508,7	525,2	572,7	614,5	652,9		
Activos Financieros	245,5	253,1	277,9	307,7	346,1	354,4	331,6	323,9	325,8	333,5	346,5	..
De los cuales: acciones	37,6	36,1	48,4	62,3	94,1	98,1	82,2	75,2	70,8	74,1	85,4	..
Pasivos	31,6	32,5	34,7	38,2	42,8	45,0	45,2	47,2	49,9	53,7	57,7	..
de los cuales: préstamos a medio y largo plazo	18,7	18,9	20,0	22,0	25,3	27,1	27,5	29,6	32,3	36,2	40,4	..
JAPÓN												
Patrimonio neto	735,8	745,7	732,6	726,9	750,1	747,7	744,0	722,4	731,0	722,3	748,7	
Patrimonio neto financiero	281,2	291,2	289,4	296,5	327,4	335,7	341,7	340,8	361,2	369,5	403,8	..
Activos No Financieros	454,6	454,6	443,2	430,4	422,7	411,9	402,3	381,5	369,8	352,8	344,9	
Activos Financieros	411,4	423,9	421,5	429,1	460,9	470,3	477,6	474,5	494,9	500,9	535,4	..
De los cuales: acciones	45,9	40,1	28,8	27,0	45,6	41,5	31,8	29,8	42,1	49,0	77,7	..
Pasivos	130,2	132,8	132,1	132,6	133,5	134,6	136,0	133,7	133,7	131,4	131,6	..
De los cuales: créditos hipotecarios	49,6	53,7	55,4	56,0	58,9	61,1	63,2	62,8	63,9	63,5	63,3	..
REINO UNIDO												
Patrimonio neto	568,7	583,1	633,0	670,9	755,8	750,1	688,6	692,6	727,3	768,0	787,9	824,9
Patrimonio neto financiero	288,5	292,1	337,9	349,1	405,0	372,3	308,7	250,5	255,7	258,6	290,9	296,7
Activos No Financieros	280,1	291,0	295,1	321,8	350,9	377,8	379,9	442,1	471,6	509,4	502,4	534,3
Activos Financieros	394,8	396,7	442,7	456,4	515,9	486,5	426,8	380,6	397,1	411,7	446,2	461,1
De los cuales: acciones	78,3	78,0	93,5	93,3	123,0	112,6	79,3	58,0	61,9	66,1	72,8	70,7
Pasivos	106,3	104,5	104,8	107,3	110,9	114,2	118,1	130,2	141,4	153,1	155,2	164,4
De los cuales: créditos hipotecarios	78,3	77,6	76,7	78,2	80,9	83,2	86,0	94,4	104,4	114,4	116,6	125,5

TABLA III.2.2.1 (continuación)

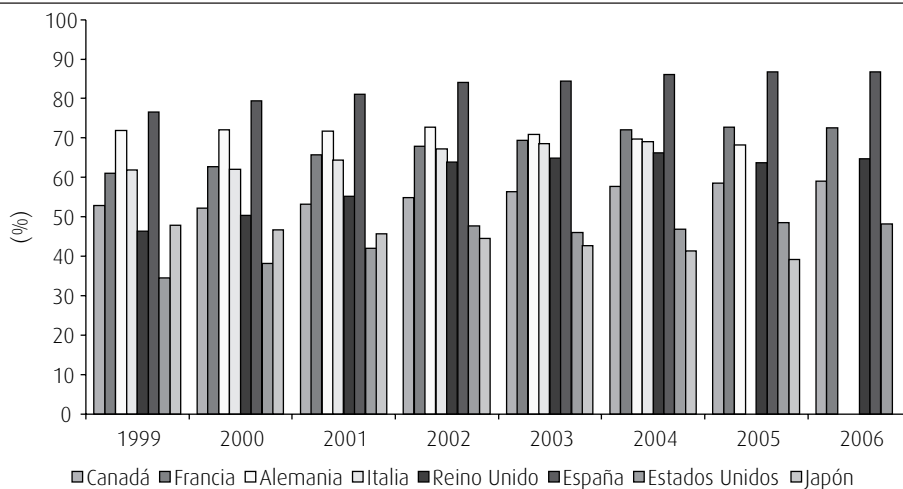
RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES POR PAÍSES SELECCIONADOS, 1995-2006
(En porcentaje de la Renta Bruta Disponible de los hogares en cada país)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ESPAÑA												
Patrimonio neto	76,6	76,2	77,3	810,5	849,2	817,2	859,0	899,0	972,0	1.046,4	1.117,9	1.184,6
Patrimonio neto financiero	150,1	156,7	171,9	194,2	198,3	167,6	161,4	143,2	150,4	145,3	147,2	156,4
Activos No Financieros	617,5	608,5	605,3	616,3	650,9	649,6	697,6	755,8	821,6	901,1	970,7	1028,2
Activos Financieros	210,3	218,3	238,0	266,8	278,1	248,6	245,3	233,2	248,9	253,2	266,7	289,8
De los cuales: acciones	41,7	44,5	57,3	76,7	82,1	66,3	66,2	56,3	68,4	71,1	80,1	94,1
Pasivos	60,2	61,6	66,0	72,5	79,9	81,0	83,9	90,0	98,5	107,9	119,5	133,4
de los cuales: préstamos	46,8	48,6	52,7	59,4	67,1	69,1	72,7	79,3	88,3	98,9	110,9	124,3
ESTADOS UNIDOS												
Patrimonio neto	509,6	529,9	564,1	581,2	628,6	575,2	539,3	495,5	538,5	552,7	573,2	584,1
Patrimonio neto financiero	302,0	323,4	357,6	371,9	411,7	355,5	312,1	259,0	290,8	293,5	295,1	302,7
Activos No Financieros	207,6	206,6	206,5	209,4	217,0	219,7	227,2	236,5	247,7	259,2	278,1	281,5
Activos Financieros	395,4	418,4	453,7	468,9	513,1	458,2	418,9	371,2	411,0	420,4	430,3	442,2
De los cuales: acciones	105,1	119,5	146,2	157,1	190,9	151,4	121,7	88,8	106,6	107,4	106,3	109,7
Pasivos	93,4	95,0	96,1	97,1	101,4	102,7	106,8	112,1	120,2	126,8	135,2	139,6
De los cuales: créditos hipotecarios	63,2	63,8	64,1	64,9	67,8	68,5	72,6	78,4	85,7	92,2	100,8	104,3

Fuentes: España: Elaboración propia. Resto de países: OCDE, Economic Outlook.

GRÁFICO III.2.2.1

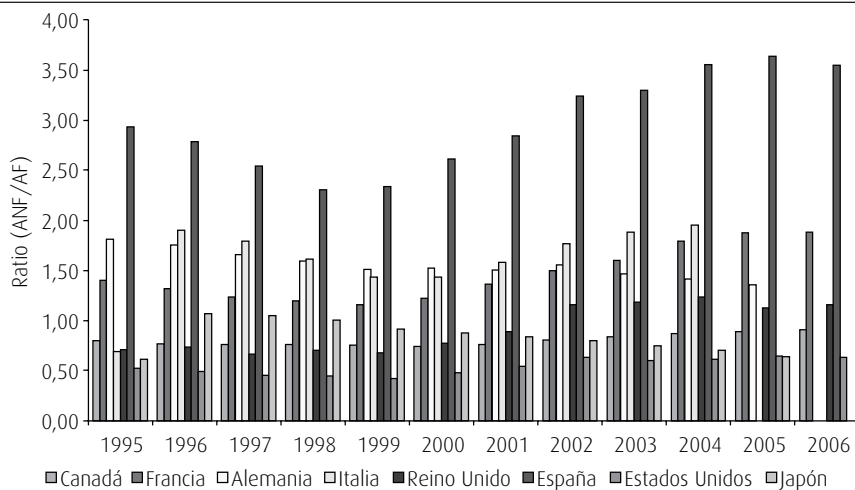
PESO DE LOS ACTIVOS NO FINANCIEROS EN EL TOTAL DE LA RIQUEZA DE LOS HOGARES, 1999-2006 (Porcentajes)



Fuente: España: Elaboración propia. Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

GRÁFICO III.2.2.2

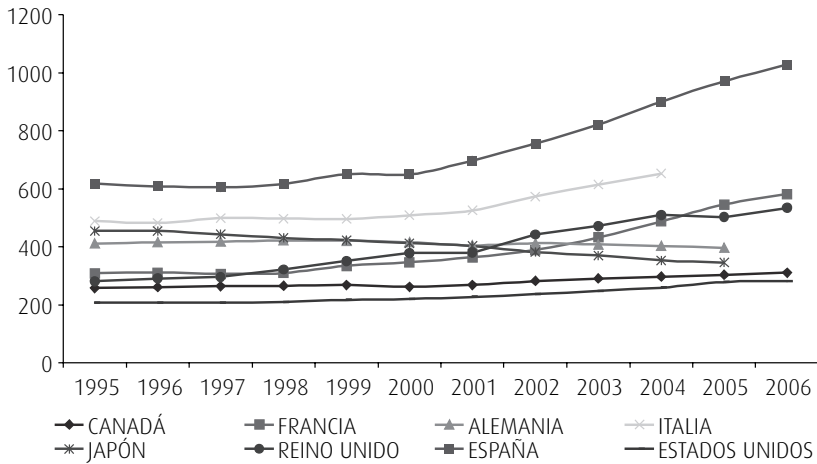
RELACIÓN ENTRE LOS ACTIVOS NO FINANCIEROS Y LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES, 1995-2006



Fuente: España: Elaboración propia. Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

GRÁFICO III.2.2.3

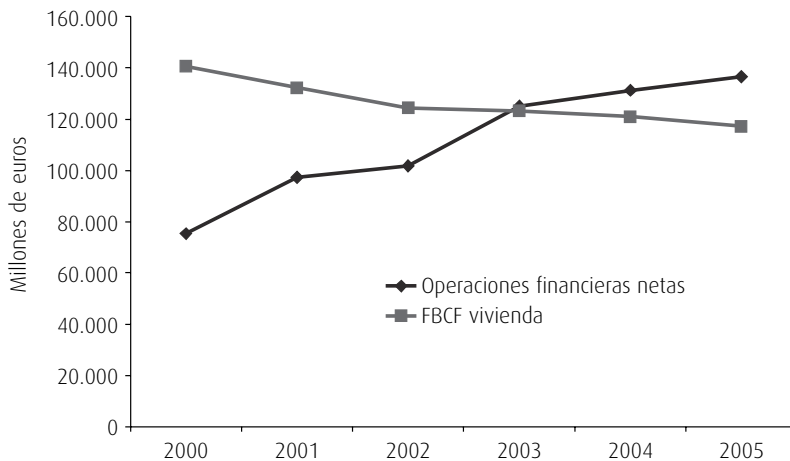
ACTIVOS NO FINANCIEROS RESPECTO DE LA RBD DE LOS HOGARES, 1995-2006 (Porcentajes)



Fuente: España: Naredo, Carpintero y Marcos (2005, actualizado). Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

GRÁFICO III.2.2.4

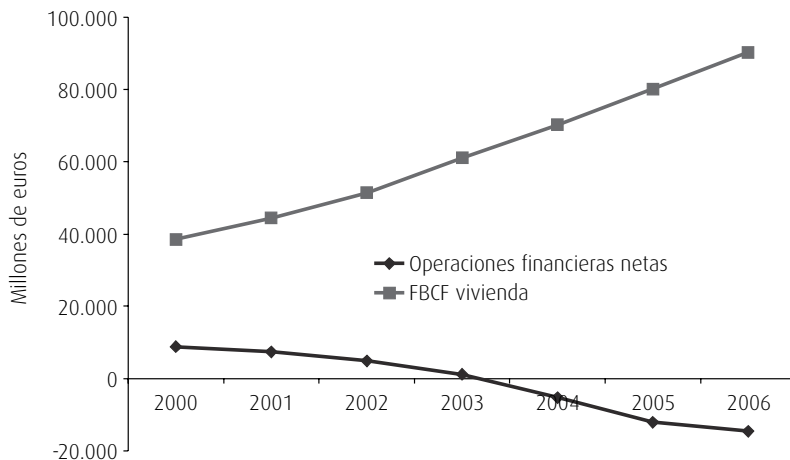
EVOLUCIÓN COMPARADA DEL AHORRO FINANCIERO NETO DE LOS HOGARES Y DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA EN ALEMANIA



Fuente: OCDE: *Financial Statistics*.

GRÁFICO III.2.2.5

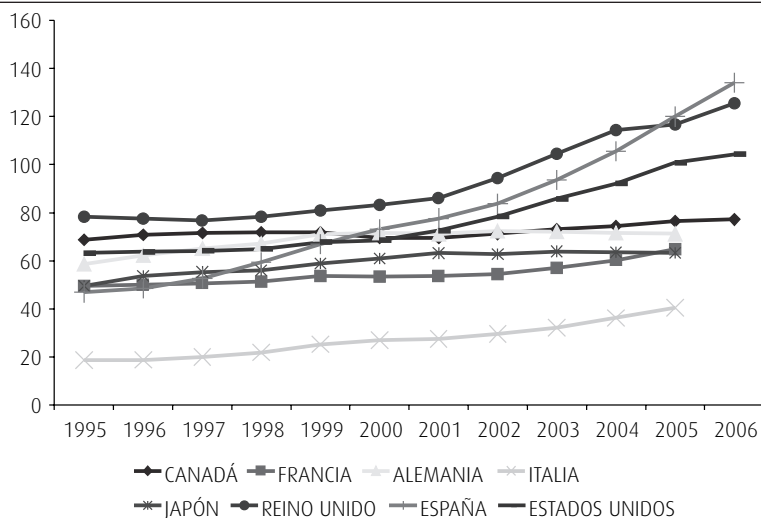
EVOLUCIÓN COMPARADA DEL AHORRO FINANCIERO NETO DE LOS HOGARES Y DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA EN ESPAÑA



Fuente: OCDE: *Financial Statistics*.

GRÁFICO III.2.2.6

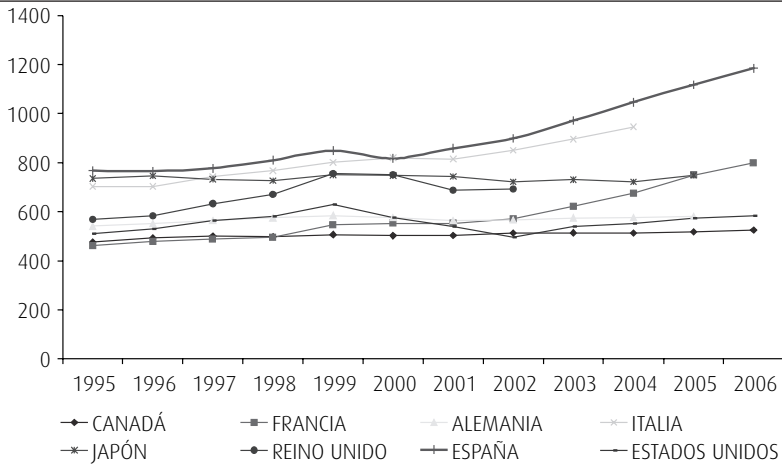
PORCENTAJE DE ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO A LARGO PLAZO DE LOS HOGARES EN RELACIÓN CON SU RENTA DISPONIBLE, 1995-2006



Fuente: España: elaboración propia. Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

GRÁFICO III.2.2.7

EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES RESPECTO DE LA RBD, 1995-2006 (Porcentajes)



Fuente: España: Elaboración propia. Resto de países: OECD: *Economic Outlook*.

III.2.3. Riesgos comparados

Conviene recordar que, en todo este trabajo, y respecto a una de las principales rúbricas patrimoniales como es la vivienda, la valoración de su *stock* se realiza, de acuerdo con las recomendaciones del SEC-95, aplicando la información disponible de los precios del metro cuadrado de vivienda a los metros cuadrados del *stock*. Se obtiene así una estimación del valor de un *stock* aplicándole los precios de transacciones que afectan a una pequeña fracción del mismo. Lo cual presupone que solo una pequeña fracción de ese *stock* puede realizarse a esos precios, siendo por lo tanto el conjunto del *stock* así valorado una riqueza teórica, que solo existe a condición de que no se ponga masivamente en venta. La naturaleza de valor virtual que el método de valoración indicado atribuye al *stock* de vivienda, se acentúa cuando —como ocurre en el caso de España— no existe información solvente e inmediata de los precios de mercado de la vivienda, sino solo aquella referida a precios estimados de tasación, que muestran una mayor inercia y aversión a la baja que los precios de mercado, o a precios escriturados que difieren de los efectivos⁶.

⁶ En el caso de España, los índices oficiales de precios de la vivienda son trimestrales y no recogen valores de mercado, sino valores de tasación estimados por empresas vinculadas a —o que trabajan mayoritariamente para— las entidades financieras que otorgan el crédito hipotecario. Lamentablemente, los valores escriturados, recogidos por notarios y registradores, difieren también de los valores de mercado, al estar generalizadas las prácticas de ocultación, dejando sin representatividad esta importante fuente de datos (en países, como Francia, en los que existe una mayor coincidencia de los valores escriturados con los de mercado, el registro de notarías aporta una información muy completa y fiel de las transacciones del mercado inmobiliario).

Cuando el mercado se enfría, el número de operaciones disminuye y el período de venta se dilata, haciendo que los oferentes más necesitados de liquidez acaben vendiendo a precios muy inferiores a los de tasación, que no tienen reflejo estadístico. Pues cuando la coyuntura inmobiliaria inflexiona a la baja, este contexto de opacidad informativa tiende a evitar ajustes bruscos vía precios, haciendo que los precios de consenso se mantengan por encima de los de mercado a costa de forzar la iliquidez del patrimonio inmobiliario así valorado, contribuyendo a prolongar artificialmente los períodos de venta, para que la inflación diluya el ajuste a lo largo del tiempo logrando el “aterrizaje suave” de tantos deseado. La desaceleración en el crecimiento del número de hipotecas y de transmisiones inmobiliarias registradas y la disminución del número de tasaciones, observadas en 2006 y 2007, son síntomas inequívocos de que la ralentización en las compraventas de viviendas se había iniciado ya en España en ese año. Y quizá el dato más relevante que acredita que este proceso se ha acentuado en 2007 y 2008 es que la recaudación del impuesto de transmisiones patrimoniales —que había venido mostrando fuertes crecimientos, impulsado por el auge de las operaciones inmobiliarias— ha acusado una caída importante, comprometiendo los recursos en autonomías cuya recaudación está muy vinculada al negocio inmobiliario. Por otro lado, este panorama podría alterarse con la entrada de nuevos operadores que aporten agilidad y transparencia al mercado inmobiliario, facilitando la realización de activos mediante procedimientos de subasta amplia e informada comparables a los que existen en los mercados bursátiles. Algunos atisbos apuntan, en el caso de España, en este sentido⁷, lo que facilitaría el temido ajuste vía precios. Los escenarios y perspectivas que se abren a la economía española a partir de estas circunstancias son variados. Aunque no es el objeto de este libro revisarlos, valga subrayar un rasgo diferencial importante con otras circunstancias de crisis inmobiliaria y económica: la holgura presupuestaria de la economía española para favorecer un declive suavizado de la actividad. Cabe pensar que desde el punto de vista general, el colchón del superávit presupuestario español permitirá activar políticas anticíclicas que no suelen estar al alcance de la mayoría de los países que atraviesan situaciones críticas, pese a que el declive de la recaudación fiscal amenaza con recortar pronto ese superávit.

Pero, cualquiera que sea el contexto mencionado, no evitará el riesgo al que se ven sometidos los hogares endeudados, que se agravará en la medida en la que decaiga la actividad económica. Los precios de mercado de las viviendas pueden bajar recortando de hecho el valor efectivo del patrimonio inmobiliario de los hogares, sin que su endeudamiento hipotecario se reduzca en consonancia. Como señala White⁸ “el ahorro asociado

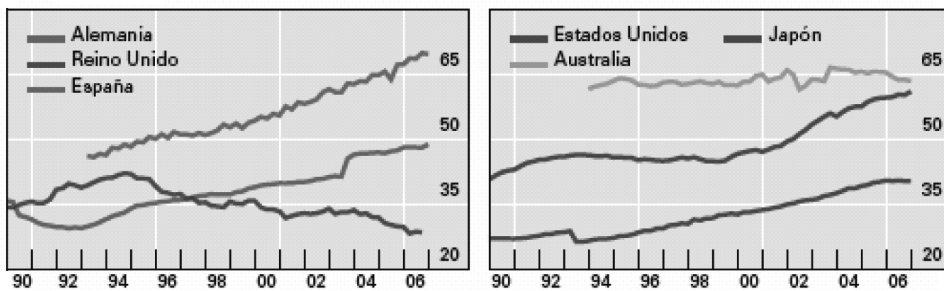
⁷ En los últimos tiempos están tomando auge las subastas, tanto por entidades especializadas en subastar, no solo los inmuebles de “impagados”, sino también de particulares o empresas que quieren venderlos con rapidez y transparencia, como por grandes propietarios institucionales que hacen uso de internet (un nuevo canal ha sido abierto para ello) (véase, “Adiós a los subasteros. Firms especializadas abren las pujas inmobiliarias a los inversores”, *La Vanguardia*, 16 de mayo, 2006).

⁸ White, W. (2006), “Measured wealth, real wealth and de illusion of saving”, Ponencia inaugural en la *Conference on “Measuring the financial position of the household sector”*, organizada por el Irving Fisher Committee del Banco Internacional de Pagos, en Basilea, 30-31 de agosto, 2006 (accessible en la página web del Bank for International Settlements: www.bis.org)

con aumentos de riqueza ilusoria es un ahorro ilusorio". El problema estriba en que mientras el ahorro en viviendas asociado a revalorizaciones de precios corre el riesgo de desinflarse, no ocurre lo mismo con el endeudamiento contraído para adquirirlas. Es más el servicio de la deuda amenaza incluso con aumentar con las subidas de tipo de interés, acentuando el riesgo de los hogares con créditos hipotecarios sometidos a tipos de interés variable, como es el caso general en España⁹. En el límite, el hecho de que el valor de los activos pueda hacerse ilíquido o recortarse drásticamente a la hora de realizarlo, pero el de los pasivos no, haría aconsejable el impago de éstos si llegan a quedar por encima del valor efectivo de venta del bien hipotecado. Es estos casos, el riesgo de los hogares se transmuta directamente en riesgo de las entidades financieras acreedoras del crédito hipotecario.

GRÁFICO III.2.3.1

EXPOSICIÓN DE LOS BANCOS AL SECTOR INMOBILIARIO¹



¹ Proporción del crédito bancario relacionado con el sector inmobiliario sobre el crédito total. Las definiciones difieren entre países.

Fuente: Bank of International Settlements, (2007), 77º Informe anual, p. 146.

El Gráfico III. 2.3.1 denota que la exposición de las entidades financieras al riesgo inmobiliario se sitúa también en España a la cabeza del ranking mundial, habida cuenta del gran peso que tiene el crédito a la compra, a la construcción y a la promoción inmobiliaria en su cartera, en consonancia con el gran peso que tienen las actividades constructivas e inmobiliarias en la economía nacional¹⁰. Conscientes de este riesgo, las enti-

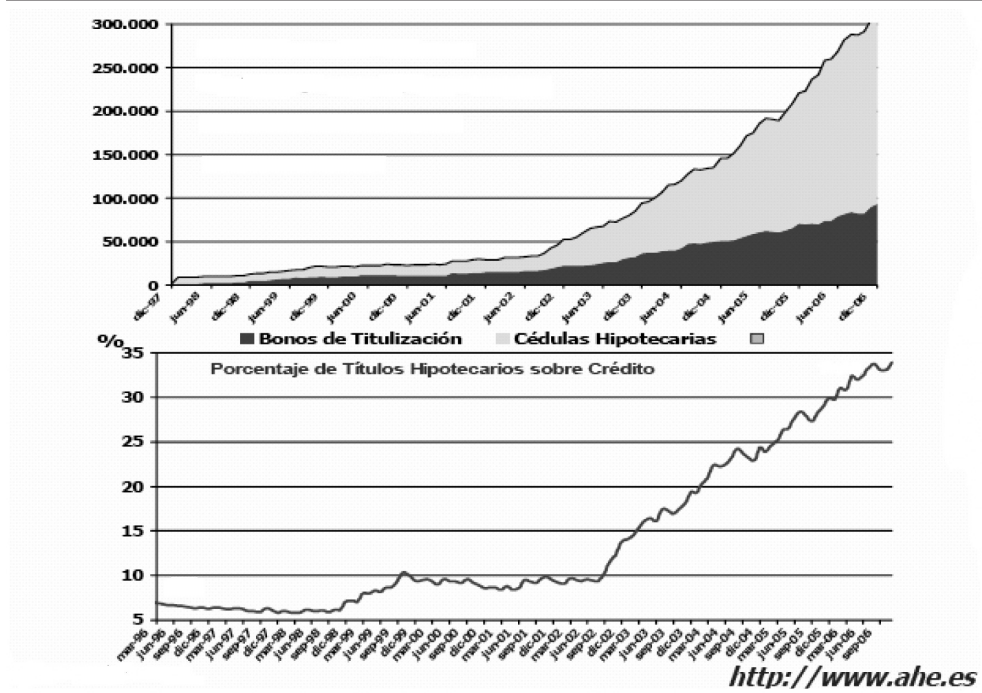
⁹ España es el país europeo con mayor porcentaje de crédito hipotecario contratado a interés variable, en momentos en los que los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos. Mientras que en España y Portugal la casi totalidad de los créditos hipotecarios son a interés variable, la media europea no llega al 50 por 100, con países como Holanda, que apenas supera el 10 por 100, Dinamarca el 15, Suecia el 35,... (datos de la Asociación Hipotecaria Española : www.ahe.es).

¹⁰ En los últimos tiempos este riesgo se está empezando a manifestar con un repunte de la morosidad, tanto en el crédito hipotecario al comprador, como en el crédito al promotor.

dades financieras han iniciado, sobre todo a partir de 2002, un intenso proceso de titulación de su deuda hipotecaria, para traspasar el riesgo a los compradores de los títulos emitidos: actualmente en torno al 36 por 100 de la deuda hipotecaria española está titulada (Gráfico III.2.3.2). Aunque esta situación de riesgo no tiene precedentes, también hay que recordar que los sistemas bancarios de los países europeos ocupan posiciones bastante sólidas: sus niveles de capital y de beneficio son elevados y sus áreas de negocio relativamente diversificadas. Pero también es evidente que el elevado peso e incidencia adquiridos por el sector inmobiliario y constructivo observado en países como España, acentúa el riesgo de que la previsible recesión inmobiliaria se extienda al conjunto económico. Riesgo que se agrava por el hecho de que España es ya el país europeo con mayor porcentaje de créditos hipotecarios concedidos a interés variable, lo que es de especial importancia en un escenario de subidas progresivas de tipos de interés (Gráfico III.2.3.3).

GRÁFICO III.2.3.2

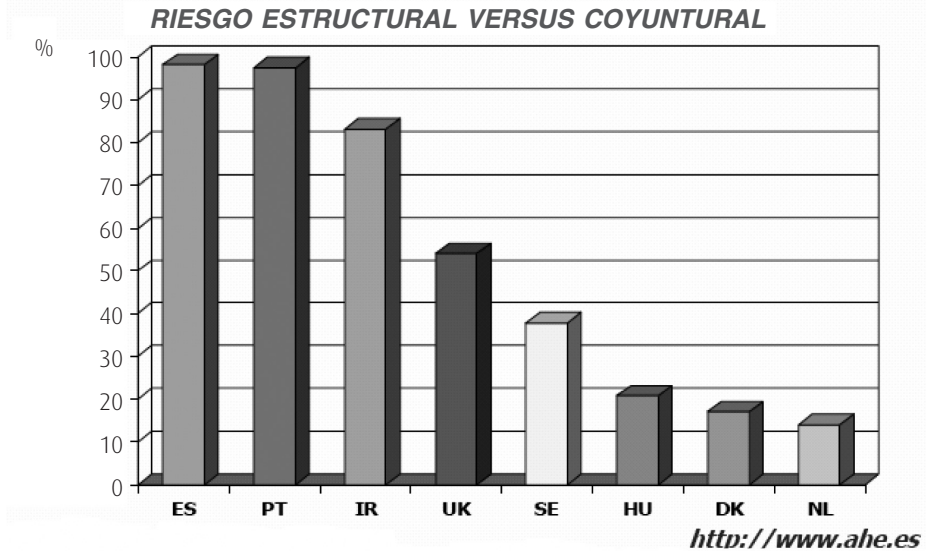
EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE LOS TÍTULOS HIPOTECARIOS



Fuentes: AIAF y AHE.

GRÁFICO III.2.3.3

**PROPORCIÓN HIPOTECAS A TIPO VARIABLE EN LOS DIFERENTES
PAÍSES DE LA UE, 2006
(Sobre saldo vivo hipotecario)**



Fuente: Federación Hipotecaria Europea.