

EL PATRIMONIO FAMILIAR EN ESPAÑA: DIMENSIÓN Y ESTRUCTURA

José Manuel Naredo

Desde hace tiempo vengo subrayando la importancia que tienen los aspectos patrimoniales(1) sobre el comportamiento de las variables de flujo (renta, consumo, ...) que configuran la coyuntura económica en general y aquella de los hogares en particular. En lo que sigue señalaré que las transformaciones patrimoniales de la economía española hacen más patente esta influencia y acentúan la interacción entre los mercados inmobiliarios y los financieros. Para ello me apoyaré en los primeros resultados de un estudio en curso patrocinado por la Fundación de las Cajas de Ahorro Confederadas(2). Este trabajo actualiza y mejora estimaciones más anteriores del Balance Nacional apoyándose en dos nuevas fuentes estadísticas: una referida al patrimonio inmobiliario(3) y otra al patrimonio financiero(4). Esta breve exposición no pretende sintetizar los resultados del estudio que estamos realizando, sino subrayar algunos aspectos importantes relativos al patrimonio de los hogares.

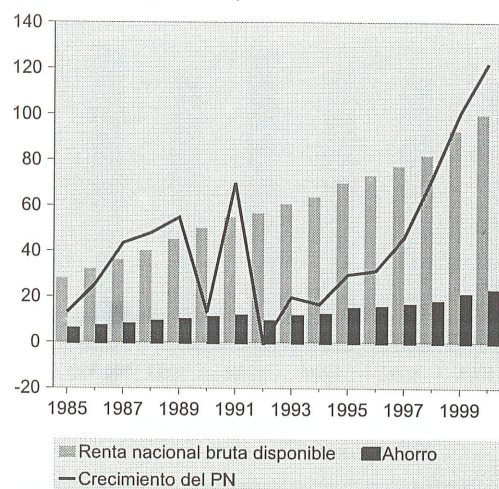
Cabe advertir, no obstante, que las lagunas estadísticas existentes hacen que la estimación del Balance Nacional por grupos de agentes económicos tenga que ser todavía un ejercicio plagado de imputaciones razonables y no una síntesis de verdaderas estadísticas. Dado que la nueva metodología del Sistema Europeo de Cuentas (SEC 95) incluye ya Cuentas de Patrimonio, cabe esperar que el Instituto Nacional de Estadística acabe elaborando la información de base necesaria para confeccionarlas de modo más solvente. En cualquier caso, la importancia de los aspectos patrimoniales es tal que urge señalar los órdenes de magnitud de las principales rúbricas del patrimonio en relación con las variables ordinarias de flujo, para interpretar de modo mínimamente ajustado estos aspectos hoy esenciales en la marcha de la economía española. Esto es lo que haré en lo que sigue: avanzar unos órdenes de magnitud que confiamos que se vean paulatinamente afinados por estimaciones posteriores más sólidamente apoyadas y señalar algunas tendencias y relaciones de com-

portamiento que confiamos sirvan para conocer mejor la marcha de la coyuntura económica y sus principales condicionantes.

Según nuestras estimaciones, el Patrimonio Neto de los hogares españoles superaba en el año 2000 los 700 billones(5) de pesetas, multiplicando por 10,6 su Renta Disponible Bruta, cifrada en 67 billones de pesetas. Cabe subrayar que esta *ratio* se ha duplicado en los últimos quince años, pasando de 5,1 en 1984 a 10,6 en el 2000, situándose por encima de los de la mayoría de los países de la Unión Europea y de Estados Unidos. En efecto, como había observado en trabajos anteriores, las espectaculares revalorizaciones del patrimonio inmobiliario observadas entre 1985 y 1992 situaron a España en 1990 a la cabeza de los países de la OCDE en lo que concierne a la *ratio* activos reales/renta disponible de los hogares y también, en menor medida, a la *ratio* patrimonio neto/renta disponible. La expansión observada desde entonces en los activos financieros y el repunte más reciente (en precio y en volumen) de los activos inmobiliarios hacen que España siga a la cabeza en el peso del patrimonio neto de los hogares con relación a su renta disponible.

Los gráficos 1 y 2 adjuntos muestran, respectivamente, cómo se ha producido la expansión patrimonial de la economía española y la de los hogares a lo largo de los últimos quince años. Se observa que en todos los años del período, excepto en 1992, el incremento anual del valor del patrimonio neto se situó por encima del ahorro bruto anual y que en los años de auge (1986-1991 y 1996-2000) este aumento se llegó a situar incluso por encima de la propia renta disponible del año. Lo cual denota que el grueso del aumento del patrimonio producido en el período ha de encontrar su explicación en ese cajón de sastre de las "revalorizaciones", más allá del "cuadro macroeconómico" ordinario, ya que el mecanismo del ahorro y la inversión contenido en el mismo apenas explica una

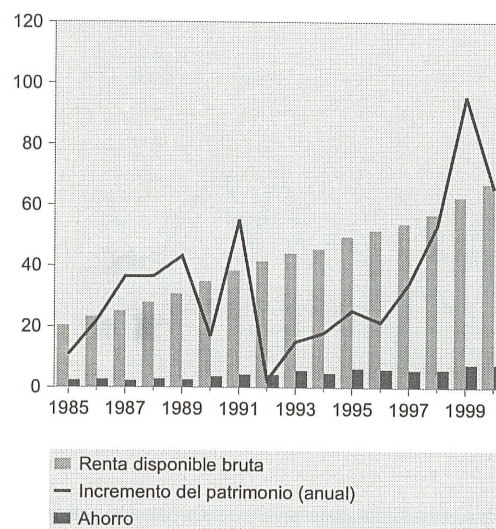
GRÁFICO 1
VARIACIONES PATRIMONIALES DE TOTALES
EN RELACIÓN CON LOS FLUJOS DE RENTA
Y AHORRO, 1985-2000
(Billones de pesetas)



parte pequeña de ese incremento. Y si los agentes económicos ven aumentar muy significativamente su riqueza por "revalorizaciones" patrimoniales y "plusvalías" ajenas a sus valores añadidos y rentas "ordinarias", es lógico que ello influya en su comportamiento económico.

El fuerte enriquecimiento de los hogares producido al margen del "cuadro macroeconómico" observado en los dos últimos ciclos alcistas explica la caída tantas veces comentada de la tasa de ahorro ordinaria que se acusa en esos ciclos. Si de acuerdo con Hicks(6) se considera renta la cantidad de dinero que un determinado agente económico "puede consumir sin empobrecerse", nos encontramos con que cuando las revalorizaciones patrimoniales han venido enriqueciendo muy significativamente a los agentes económicos, éstos pueden ampliar su consumo sin empobrecerse, aunque se reduzca su tasa de ahorro ordinario (es decir, la fracción ahorrada de la renta disponible). El gráfico 3 muestra, durante los dos últimos ciclos alcistas, que cuando la *ratio* Patrimonio neto/Renta disponible de los hogares aumenta la tasa de ahorro disminuye y viceversa, como reflejo empírico del llamado "efecto riqueza". Como consecuencia de lo anterior aparece la paradoja, recogida en el gráfico 4, que indica que mientras aumenta muy significativamente la tasa de endeudamiento de los hogares con relación a su renta disponible, no ocurre lo mismo con relación a su patrimonio: si lo pri-

GRÁFICO 2
VARIACIONES PATRIMONIALES
DE LOS HOGARES EN RELACIÓN
CON LOS FLUJOS DE RENTA Y AHORRO,
1985-2000
(Billones de pesetas)



mero plantea una situación financiera cada vez más comprometida lo segundo lo desmiente, apuntado más bien problemas de liquidez que de solvencia, ya que no se observa un aumento importante del endeudamiento de los hogares con relación, ni a su patrimonio total, ni a su patrimonio neto.

El gráfico 5 aclara la incidencia determinante de las revalorizaciones bursátiles e inmobiliarias en el aumento del patrimonio de los hogares observado durante la última coyuntura alcista(7). En este gráfico se observa la importancia de las revalorizaciones bursátiles durante la primera parte del presente *boom* patrimonial, así como el relanzamiento de las revalorizaciones inmobiliarias que ganan protagonismo cuando las primeras empiezan a perder peso en los últimos tiempos, hasta culminar en el año 2000.

El gráfico 6 trata de llamar la atención sobre el hecho de que los cambios observados en la composición del patrimonio de los hogares acentúan su dependencia, y por ende la de la coyuntura económica en general, de las cotizaciones de los mercados bursátiles e inmobiliarios. Ya hemos indicado que el espectacular crecimiento de los precios del suelo y los inmuebles operado entre 1985 y 1992 reforzó notablemente el peso de los activos inmobiliarios urba-

GRÁFICO 3
RELACIÓN ENTRE LA RENTA BRUTA, AHORRO
Y PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES,
1995-2000
Porcentaje

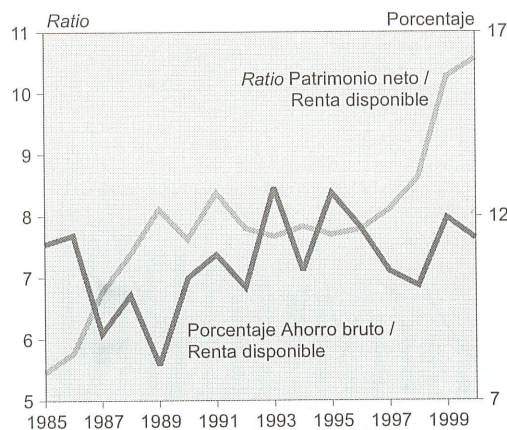


GRÁFICO 4
RELACIÓN ENTRE LA DEUDA ACUMULADA
DE LOS HOGARES, LA RENTA DISPONIBLE
Y EL PATRIMONIO NETO, 1995-2000

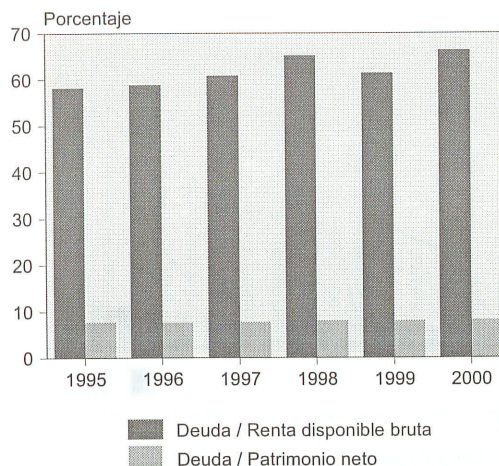


GRÁFICO 5
CONTRIBUCIÓN DE LAS REVALORIZACIONES
AL INCREMENTO DEL PATRIMONIO
NETO DE LOS HOGARES, 1995-2000
(Billones de pesetas)

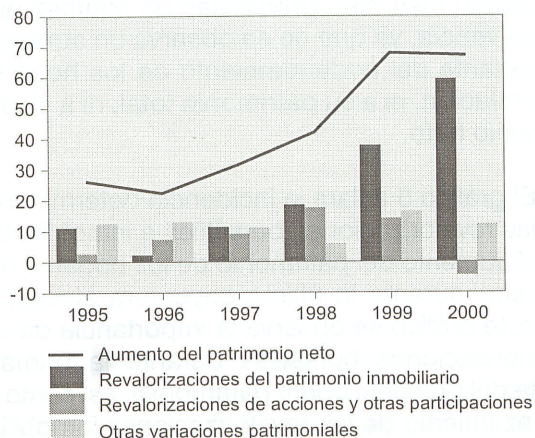
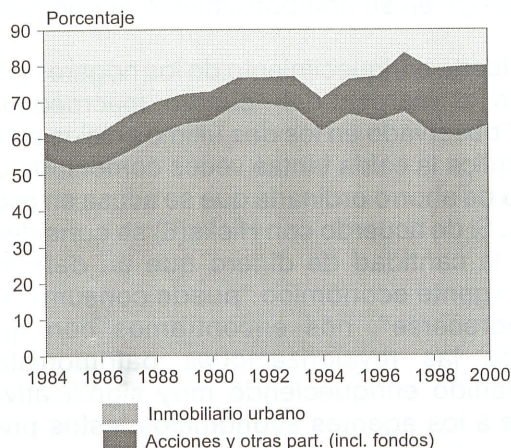


GRÁFICO 6
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
DEL INMOBILIARIO URBANO Y LOS VALORES
DE RENTA VARIABLE EN EL ACTIVO
DE LOS HOGARES



nos en el patrimonio de los hogares: su participación en el total de activos de los hogares pasó del 52 por 100 en 1984 al 70 por 100 en 1991, para descender tras los festejos del 92 y repuntar después situándose en el 63 por 100 en el año 2000. En el caso de los activos financieros se observa un desplazamiento de los mismos desde los depósitos y valores de renta fija hacia los de renta variable (acciones y fondos): los depósitos, que suponían a principios de los ochenta más del 60 por 100 de los activos finan-

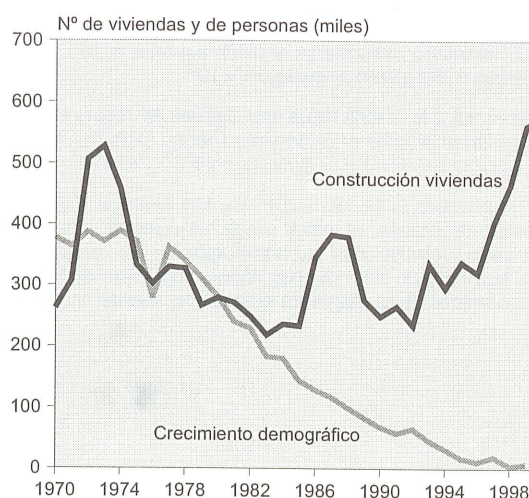
cieros de los hogares, representan hoy sólo el 10 por 100, a la vez que las acciones y los fondos pasaron de suponer menos del 20 por 100 a representar recientemente el 60 por 100 de los activos financieros de los hogares (y cerca del 20 por 100 de sus activos totales). Con lo cual, como se aprecia en el gráfico 6, la fracción del patrimonio de los hogares directamente dependiente de las cotizaciones de los mercados bursátiles e inmobiliarios aumentó del 60 al 80 por 100 a lo largo de las dos últimas décadas (y al

85 por 100 sí se incluyen las fincas e inmuebles rústicos(8) entre los activos inmobiliarios de los hogares).

No podemos cerrar estas reflexiones sin referirnos a las perspectivas que ofrece la presente *burbuja* inmobiliario-financiera. A la luz de los gráficos presentados, hemos visto que, tras el derrumbe de las cotizaciones bursátiles producida en la segunda mitad del 2000, esta burbuja ha proseguido su expansión gracias al redoblado apoyo de los mercados inmobiliarios. La propia caída de la bolsa, unida a la baja de los tipos de interés y al tratamiento fiscal más favorable de las plusvalías inmobiliarias, contribuyeron a reforzar la inversión en inmuebles prolongando en el 2000 un ciclo alcista que mostraba síntomas de desaceleración un año antes(9). Lo cual acentúa de nuevo el peso anormalmente alto de los activos inmobiliarios en el patrimonio de los hogares españoles.

¿Cuánto durará el presente *boom* inmobiliario? ¿Repuntará a tiempo la bolsa para tomar el relevo de las revalorizaciones patrimoniales cuando decaiga el mercado inmobiliario? Escapa al propósito de esta breve intervención opinar sobre la posible evolución de las cotizaciones bursátiles, sobre todo cuando este foro(10) cuenta con personas más cualificadas que yo para hacerlo. Pero, a la luz de lo anterior, sí cabe afirmar que resulta muy difícil, por no decir imposible, que la revalorización de los activos financieros pueda suplir el papel que los activos inmobiliarios han jugado en la revalorización del patrimonio de los hogares operada en el año 2000(11). Y también cabe decir que las perspectivas que a medio plazo ofrece el sector inmobiliario no parecen muy halagüeñas, habida cuenta de la obligada relación de estos activos con determinadas funciones utilitarias directas: el actual *boom* inmobiliario se da de bruce con el actual declive demográfico, reflejado en el gráfico 7. En este gráfico se aprecia que el actual *boom* no es sólo de precios, sino que ha puesto en marcha la construcción de viviendas a ritmos sólo comparables con los “años del desarrollo” anteriores a la primera crisis petrolífera, cuando el crecimiento poblacional se situaba en torno a las 400.000 personas/año. Si se supone un desfase temporal de entre 25 y 30 años para que los nuevos nacidos tengan capacidad de compra de vivienda, parece claro que el declive demográfico que se inició a principios de los setenta hasta llegar al actual crecimiento cero empezará a partir de ahora a pesar con

GRÁFICO 7
**BOOM INMOBILIARIO Y DECLIVE
DEMOGRÁFICO, 1970-2000**



fuerza creciente sobre el mercado, que difícilmente podrá seguir colocando, con precios en alza, 600.000 viviendas nuevas anuales, cuando, para colmo, nuestro país ostenta ya el *record* europeo en porcentaje de viviendas secundarias y desocupadas. En suma que, a mi juicio, cuanto más se prolongue la burbuja inmobiliario-constructiva actual más inquietantes pueden ser sus resultados, habida cuenta del peso anormalmente alto que tienen los activos inmobiliarios en el patrimonio de los hogares españoles.

Valga todo lo anterior para subrayar la importancia creciente que están llamados a tener los aspectos patrimoniales en la marcha de la coyuntura económica, ya sea por su incidencia sobre el comportamiento de los agentes económicos y su influencia en los flujos ordinarios de renta y sus derivados o por las interacciones producidas entre los mercados financieros e inmobiliarios.

NOTAS

(1) Naredo, J.M. (1996): *La burbuja inmobiliario-financiera en la coyuntura económica reciente (1985-1995)*, Madrid, Siglo XXI Eds.

(2) Naredo, J.M. y O. Carpintero (2001): *Estudio de las transformaciones patrimoniales de la economía española en los últimos decenios*. Trabajo en curso patrocinado por FUNCAS. Fecha de entrega prevista: septiembre 2001.

(3) Naredo, J.M. (dir.) (2000): *Composición y valor del patrimonio inmobiliario en España (1990–1997)*, Ministerio de Fomento (así como las actualizaciones realizadas por el Ministerio de Fomento hasta el 2000).

(4) Banco de España (2001): *Cuentas financieras de la economía española (1995–2000)*.

(5) Me refiero ciertamente al billón español = 10^{12} , que hay que distinguir del *billion* anglosajón = 10^9 .

(6) Hicks, J.R. (1939) *Value and Capital: An inquiry into some fundamental principles of Economic Theory*, Oxford, Clarendon Press (hay traducción en castellano del FCE, México).

(7) La nueva serie 1995–2000 de *Las Cuentas Financieras* del Banco de España, al incluir todas las valoraciones a precio de mercado, permite cifrar la contribución de las "revalorizaciones" al aumento de valor del patrimonio financiero de los agentes económicos. Esta magnífica estadística, acorde con la meto-

dología de Cuentas de Patrimonio del SEC 95, supone una aportación pionera a escala internacional extremadamente valiosa para cruzar en el análisis las variables patrimoniales con las de flujo.

(8) El peso de las fincas e inmuebles rústicos se había ido reduciendo con relación a los urbanos: pasaron de suponer el 11 por 100 de los activos de los hogares en 1985 al 5 por 100 en el año 2000.

(9) Así lo atestiguaban por ejemplo las caídas observadas en las tasas de crecimiento del crédito hipotecario, que luego volvieron a repuntar en el 2000.

(10) Me refiero a las XXVIII *Jornadas de Mercados Financieros*, celebradas en Valencia el 7 y 8 de junio del 2001, en las que se encuadra mi intervención plasmada en el presente texto.

(11) Para que tal cosa fuera posible los activos financieros de renta variable tendrían que acusar una revalorización media anual de cerca del 70 por 100.