

# Boom inmobiliario y financiero: el final del ciclo

María Teresa Sánchez Martínez\*

## 1. Introducción

A partir de la segunda mitad de los noventa, la economía española ha experimentado una intensa expansión inmobiliaria, especialmente en el mercado de la vivienda. Éste ha jugado un papel fundamental en la prolongada fase de auge de la economía española, pues ha impulsado el crecimiento de la demanda, ya sea de forma directa, a través del volumen de inversión en vivienda, o indirecta, por el efecto riqueza que ha generado en las familias y el de arrastre sobre los demás sectores de la economía. Además, al mismo tiempo que se ha producido esta expansión de la economía real, la economía financiera ha crecido a un ritmo si cabe más rápido y superior. La financiación, ligada a la construcción y los servicios inmobiliarios, se ha constituido en la partida más dinámica del crédito concedido a las empresas y particulares.

Sin embargo, el ciclo ha tocado techo, el mercado inmobiliario se ha desacelerado, no sólo en España sino en casi todos los países de nuestro entorno. El caso de Estados Unidos e Irlanda es relevante, ya que en 2007 han registrado importantes caídas en inversión y en precios reales de vivienda, otros países como Japón y Alemania mantienen un tono recesivo en el sector, aunque éstos no han registrado procesos de boom inmobiliario como los anteriores o España. La cuestión fundamental es como de importante es la crisis inmobiliaria y sus efectos sobre la economía. Obviamente, la evolución de numerosos factores, como la renta disponible, los tipos de interés, la generación de empleo y las expectativas de los agentes, entre

otros, sería lo que determinará la evolución futura de los precios y del sector inmobiliario en España. Todo ello dependerá asimismo de cuál es la hipótesis de la que partimos con respecto a los precios de la vivienda: ¿estaban sólo sobrevalorados o existía realmente una burbuja inmobiliaria? Muchos de los expertos que han analizado este fenómeno se han decantado por la primera de las hipótesis, por lo que descartaban un final desordenado del episodio expansivo del sector y predecían un ajuste suave en la actividad del sector de la vivienda ante el exceso de oferta, de forma gradual y con un impacto limitado sobre el crecimiento global de la economía, aunque otros, no tan optimistas alertaban de la existencia de una burbuja cuyo desenlace supondría un fuerte *shock* sobre la actividad económica.

El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* ha convulsionado el escenario financiero afectando a muchos países, con especial incidencia en aquellos en los que el ciclo económico es más dependiente de la actividad inmobiliaria, entre ellos España, reduciendo la liquidez de los mercados financieros y provocando restricciones de crédito, lo cual no favorece esta actividad, tan dependiente de la facilidad para acceder al crédito. Los efectos son difíciles de predecir en estos momentos, pero está claro que los próximos años serán de contención de la demanda interna, máxime si tenemos en cuenta que el nivel de endeudamiento de las familias y las empresas españolas se encuentra entre los más altos de los países de nuestro entorno.

En este trabajo se revisarán los condicionantes macroeconómicos del rápido crecimiento del mercado de la vivienda en España. A continuación, el siguiente apartado describirá el mercado hipotecario español, su evolución y el recurso a la titulización para atender a las grandes nece-

\* Departamento de Economía Aplicada. Fac. de CC. Políticas y Sociología. Universidad de Granada.

sidades de financiación que el mercado requiere. En el cuarto apartado se analizan los grandes retos a los que se enfrenta la economía ante los signos de marcada desaceleración que se presentan, teniendo en cuenta las turbulencias surgidas en los mercados financieros y la vulnerabilidad de los hogares ante el desorbitado endeudamiento producido en este periodo. Finalmente en el último apartado se aportan las conclusiones.

## 2. Características e implicaciones del presente *boom* inmobiliario

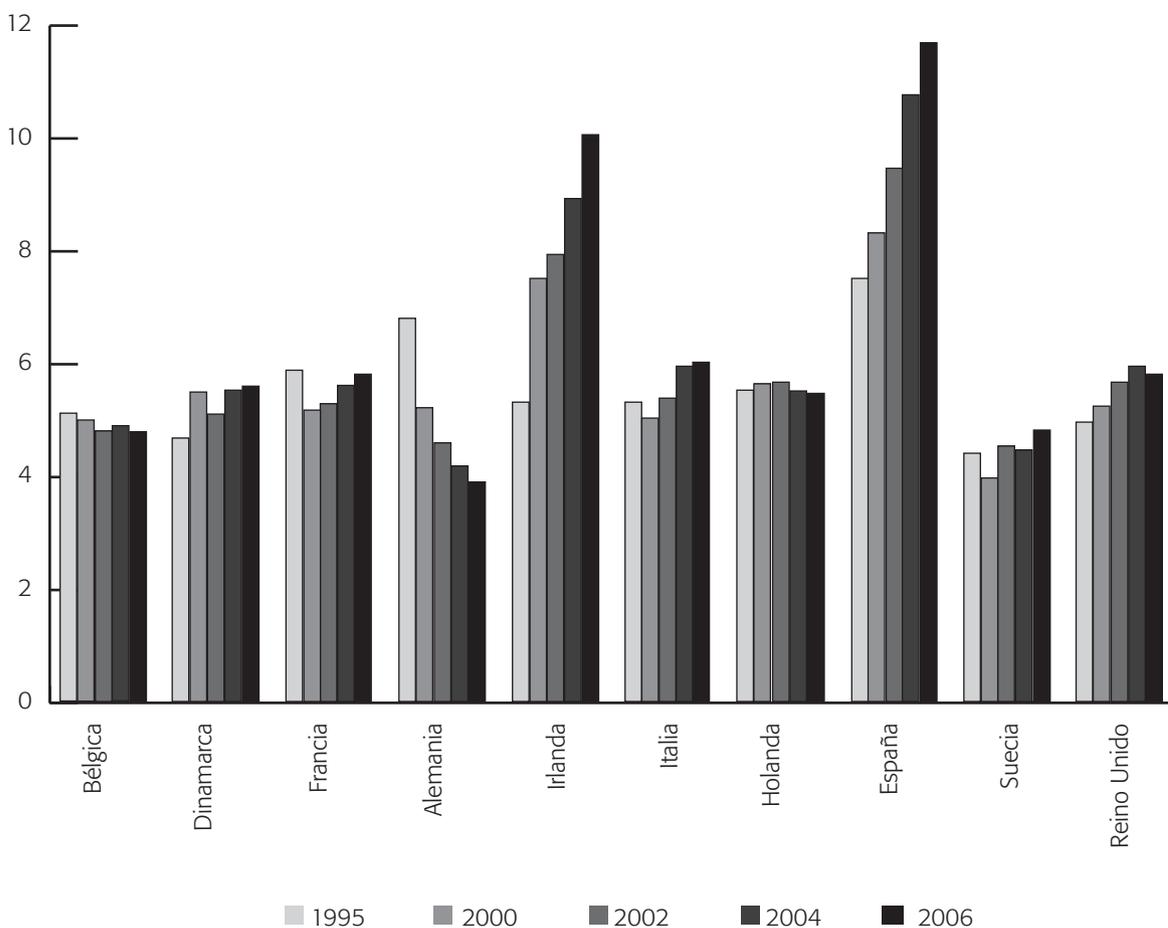
Uno de los rasgos característicos del intenso y prolongado ciclo expansivo de la economía española en la última década ha sido el destacado protagonismo del sector de

la construcción y en especial, de la vivienda. Este *boom* inmobiliario se caracteriza por afectar no sólo a los precios, sino también a la cantidad de viviendas iniciadas.

Es indudable que la actividad del sector de la construcción, tanto de la vivienda como del resto de actividades, tiene unos efectos de arrastre sobre la producción de otras ramas de actividad ciertamente considerables. Su relevancia queda evidenciada a la vista del peso del valor añadido bruto en la economía y de su evolución en los últimos años, un 11,6% en 2006, frente al 6,8% que tenía en 1995, por encima de otros países europeos (gráfico 1). Su contribución a la generación de empleo representaba en 2006 el 13% del empleo total, mientras que en 1996 era el 9,5%, de igual forma se ha pasado de una tasa de paro en el sector del 22,5% en 1996 a solo el 5,6% en 2006. Desde finales de 1997, el precio de la

Gráfico 1

Valor añadido en Construcción (Como porcentaje del Valor añadido total)



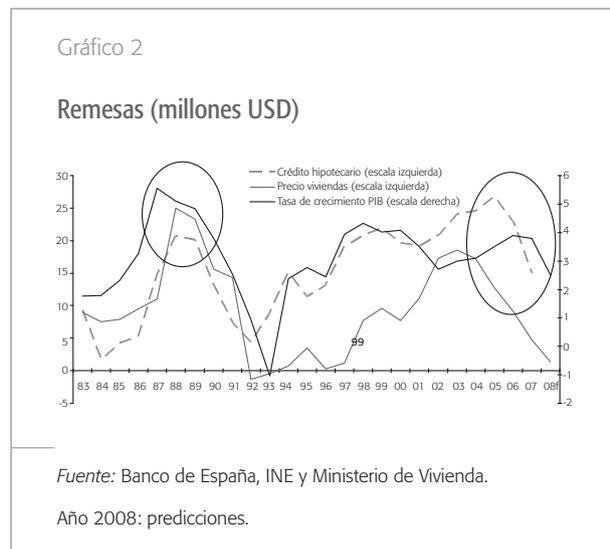
Fuente: OCDE.

vivienda en España ha crecido alrededor del 15% de media por año, mientras que la inflación anual media se ha situado en torno del 3%, lo que da una idea de la fuerte revalorización experimentada por este activo en términos reales.

Llegado a este punto, la cuestión fundamental es saber si el incremento de los precios de los inmuebles está totalmente justificado por el comportamiento de sus determinantes fundamentales. De ser así, éste se hallaría en equilibrio y no cabría esperar variaciones adicionales en el mismo, a menos que sus fundamentos experimentaran nuevas alteraciones. Estos fundamentos se pueden resumir en los siguientes: en primer lugar, la evolución de la renta disponible de los hogares (con crecimientos de tasas reales de más del 3% anual), sustentada por la importante generación de empleo, que ha propiciado una pujante demanda de vivienda por parte de las familias. En segundo lugar, las variables financieras, el pronunciado descenso de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios, influido por el proceso de convergencia, la posterior integración en la UEM y el carácter expansivo de la política monetaria única, las mejoras en las condiciones crediticias, junto con la fuerte competencia entre las entidades de crédito. En tercer lugar, la demografía, la evolución de la pirámide de población y la entrada de inmigrantes ha elevado el ritmo de creación de hogares por encima de los 250.000 por año. Por último, también es necesario señalar la creciente demanda de viviendas por parte de extranjeros, que se ha visto igualmente favorecida por la entrada de España en la zona euro, al despejar la incertidumbre de posibles depreciaciones del tipo de cambio.

Sin embargo, sería posible otra hipótesis alternativa según la cual, asumiendo también que los cambios en el precio de la vivienda se correspondan con las variaciones de sus determinantes fundamentales, el nivel alcanzado se haya situado temporalmente por encima de su valor de largo plazo, debido a las inflexibilidades de la oferta que impide que responda de manera inmediata a la expansión de la demanda. De esta forma, en el corto plazo se produciría una respuesta de los precios hacia arriba que, con posterioridad retornarían de forma gradual a la situación de equilibrio. Se puede hablar, por tanto, de la existencia de una sobrevaloración en el mercado y esperar, en consecuencia, un ajuste paulatino de los precios incluso si los fundamentos permanecieran estables.

Por último, existe también la posibilidad teórica de que, independientemente de los cambios motivados por las variaciones en sus fundamentos, el precio de la vivienda pueda aumentar a causa de las expectativas de incrementos futuros y esté favoreciendo comportamientos especulativos, por lo que habría que hablar de bur-



buja inmobiliaria, en cuyo caso existiría la posibilidad de que ante un cambio en las expectativas se pudiese ocasionar un ajuste brusco<sup>1</sup>.

La estrecha relación existente entre el ciclo inmobiliario, reflejado a través de la evolución tanto del precio de la vivienda como del crédito hipotecario, y del ciclo de la economía de las últimas décadas, se puede observar en el gráfico 2, en las que se han producido dos episodios expansivos de calado, los *boom* inmobiliario de finales de los ochenta y el producido desde 1997-2006.

El mencionado gráfico muestra como en episodios pasados de expansión del mercado inmobiliario, éste se ve truncado por ajustes económicos que traen consigo caídas del PIB, con destrucción del empleo, subidas bruscas del tipo de interés y disminución de las rentas de las familias, etc., como ocurrió con el *boom* de finales de los ochenta. Sin embargo, algo parecía haber cambiado en el actual periodo, ya que el inicio en la ralentización de los precios de la vivienda y la desaceleración en la contratación del nuevo crédito hipotecario

<sup>1</sup> Existen diferentes estudios de analistas de instituciones nacionales y extranjeras en los que a pesar de las conocidas dificultades que entraña la estimación del precio de equilibrio de un activo, intentan evaluar la discrepancia entre el precio observado de la vivienda y su referencia teórica de equilibrio a largo. Para ello, estos autores han utilizado diferentes aproximaciones analíticas, que se pueden agrupar en dos grupos, los modelos de corte macroeconómico (Balmaseda y otros (2002), Martínez y Maza (2003), FMI (2004)) y los de corte financiero (Ayuso y Restoy (2006), FMI (2005), OECD (2005), The Economist (2005), BCE (2006)). Así, el rango de estimaciones varía considerablemente de unos trabajos a otros, desde un 8%-13% hasta más de 50%, evidenciando la dificultad para captar los desajustes del precio de la vivienda. En términos generales, la mayoría de los trabajos se identifican con la segunda de las hipótesis, que indican la existencia de una sobrevaloración en los precios, y que se ésta se puede ir corrigiendo gradualmente.

no es sincrónico con un proceso de desaceleración cíclica en el ritmo de crecimiento, sino que el ajuste del mercado inmobiliario se estaba produciendo en plena fase expansiva de la economía. Existía, por tanto, cierto optimismo sobre la gradualidad del ajuste inmobiliario y la moderación de su impacto económico general.

Desafortunadamente, los efectos de las turbulencias financieras actuales llevan a una corrección a la baja de la desaceleración del PIB español, el paro en construcción ha aumentado, la inflación se ha situado en niveles muy altos y los indicadores de confianza de consumidores e industria han empeorado. En definitiva, este nuevo entorno ha aumentado la vulnerabilidad de la economía española y las revisiones indican una intensificación del actual patrón de desaceleración.

Los canales de transmisión por los que discurrirá esta fase están identificados, pues existen diversas vías de incidencia de los precios de los activos inmobiliarios en el ciclo económico. La primera de ellas nos relaciona los efectos que los precios inmobiliarios tienen sobre la actividad promotora (Mishkin, 2001), por cuanto al ver aumentar sus márgenes entre precios y costes de producción, acelerarán la construcción de inmuebles, de la inversión, y por lo tanto se incrementará el PIB. En el caso español, la vía inversión en construcción ha sido muy importante en el presente ciclo expansivo, con ritmos de construcción que superan al *boom* de los ochenta, e incluso al de los años del desarrollo español de los setenta, anteriores a las crisis del petróleo. Durante los últimos años, el número de viviendas iniciadas por 1.000 habitantes en España se ha multiplicado por dos y por tres al registrado en los otros países de nuestro entorno, con cifras cercanas a 800.000 viviendas iniciadas en 2006, pasando la formación bruta de capital en vivienda del 4,7% del PIB en 1997 a casi duplicarse en 2006, 8,9% del PIB, cifra solo superada por Irlanda (13% del PIB). Evidentemente, la caída en los precios de la vivienda tendrá el efecto inverso.

Otra vía es la derivada de la existencia del denominado efecto riqueza, es decir, la sensibilidad del consumo de las familias ante la percepción de mayor o menor riqueza como consecuencia de la variación de los activos. El efecto que conlleva las subidas de los precios de los bienes inmuebles, implica ganancias de capital presentes o futuras, tanto en el caso de materializarse o si no. La sensación de mayor/menor riqueza de las familias las conducirá a aumentar/disminuir su consumo<sup>2</sup> y por tanto la demanda agregada. Uno de los desarrollos más relevantes de la economía española en los últi-

<sup>2</sup> Existen en la literatura numerosas estimaciones del efecto riqueza, entre otros se puede citar a Ludwig y Slok (2002) quienes realizan un análisis para diferentes países de la OCDE. Carroll (2004) proporciona una propensión marginal al consumo de entre 0,05 y 0,1 tanto para la riqueza inmobiliaria como la financiera.

mos años ha sido el aumento de riqueza de las familias asociado a la intensa revalorización de los activos inmobiliarios, España encabeza el peso de los activos no financieros sobre patrimonio de los hogares dentro de los países de la OCDE, seguido de Italia y Francia (Naredo et al., 2007). Debe tenerse en cuenta además, que la intensidad del efecto riqueza depende de diversos factores, entre ellos la estructura de propiedad del país, particularmente elevada en España. Así, según datos de la Encuesta Financiera de las Familias 2005<sup>3</sup>, el 80% de los activos de las familias corresponde a propiedades inmobiliarias, el 81% de los hogares son propietarios de su vivienda principal y casi un 34,5% posee una vivienda secundaria u otro tipo de propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal. El problema que ahora se plantea es que el aumento de la riqueza asociado a las revalorizaciones de precios corre el riesgo de desinflarse, es una riqueza ilusoria (White, 2006), mientras que no ocurre lo mismo con el endeudamiento en que han incurrido muchas familias, que puede incluso aumentar si se producen subidas de tipos de interés, sobre todo en un país como España donde más del 95% de los préstamos son a tipos de interés variable.

Algunas teorías, como la del acelerador financiero (Bernanke et al., 1999) tienden a subrayar la relevancia empírica del canal de transmisión que transcurre a través de los balances del sector privado. Explica los mecanismos a través de los cuales las condiciones de la oferta en el mercado de crédito repercuten sobre la asignación de recursos financieros de una economía y, en consecuencia, en el crecimiento de la actividad. Según esta teoría, se pone de manifiesto el importante papel que desempeñan las variaciones patrimoniales del balance de los agentes a la hora de disponer de la financiación y del coste. Los precios de los activos reales y financieros tienden a crecer más rápidamente en periodos de expansión económica y con ellos la riqueza del sector privado. De esta forma, se inicia un proceso autoalimentado: el aumento del valor de las garantías colaterales incrementa la capacidad de los clientes de acumular deuda y el creciente valor del capital bancario aumenta la capacidad de los bancos de conceder préstamos. Dicho de otra forma, el aumento del colateral reduce la restricción crediticia de los agentes financieros y viceversa.

### 3. El mercado hipotecario español

A finales de los setenta y en la década de los ochenta se produjeron cambios importantes, casi revolucionarios, dentro del marco de la financiación a la vivienda al iniciarse en

<sup>3</sup> La Encuesta Financiera de las Familias (EFF 2002 y 2005) ha sido elaborada por el Banco de España. Para mayor información de esta encuesta véase Bover (2004) y BDE (2007).

1977 el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero en España. La posterior puesta en marcha de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario de 1981, junto a otros acontecimientos importantes<sup>4</sup>, favoreció la introducción de una mayor competencia e importantes mejoras en las condiciones de financiación de la vivienda.

El mercado hipotecario vuelve a tomar impulso a principios de los noventa, con la Ley 19/1992 sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. La titulización no tuvo un desarrollo demasiado espectacular en los primeros años de funcionamiento, pero sin embargo, a finales de los noventa comenzó a experimentar un ritmo de crecimiento muy rápido (Sánchez Martínez, 2001). El mercado de titulización español es en la actualidad uno de los más importantes de Europa. El porcentaje de créditos financiados con títulos hipotecarios en España es del 35,4% del total en 2006, y según datos del European Securitisation Forum, en España se emitió el 13% del volumen total de emisiones de titulización realizadas en Europa en 2007, lo que lo sitúa en el segundo emisor en Europa tras Gran Bretaña (37%).

Actualmente, la Ley 41/2007 de reforma del mercado hipotecario es la de mayor calado del marco que regula el mercado hipotecario español desde su origen en 1981. La reforma va dirigida a paliar algunas necesidades pendientes, fruto del exceso de rigidez de su normativa, que impedía el desarrollo de nuevos productos poco habituales en nuestro mercado, como la hipoteca a tipo fijo, hipoteca para finalidad distinta a la adquisición de vivienda o la hipoteca inversa. También ha abordado aspectos relevantes para mejorar y flexibilizar el mercado hipotecario: reducción de costos y régimen de compensación por amortización anticipada.

### 3.1. Financiación de la vivienda

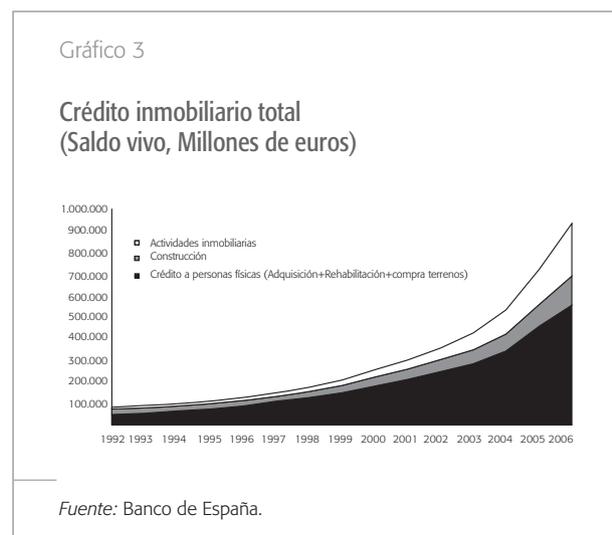
A diferencia de otros países, el mercado hipotecario e inmobiliario español coinciden en su práctica totalidad<sup>5</sup> y,

<sup>4</sup> Se puede citar, entre otros, la gran ampliación de la oferta de crédito hipotecario con la entrada masiva de la banca privada, de nuevas entidades (las Sociedades de Crédito Hipotecario, actualmente denominadas Establecimientos Financieros de Crédito, EFC), la generalización del modelo de banca universal, junto a la irrupción de la banca extranjera establecida en España.

<sup>5</sup> Existen tres modelos básicos de mercado hipotecario en la UE15. El primero, ya comentado, es el caso de España y Alemania, en el que el mercado hipotecario e inmobiliario son prácticamente coincidentes. Un segundo modelo es el que el crédito hipotecario, además, da cobertura a otras finalidades como pueden ser la financiación de actividades productivas o del consumo (Reino Unido, Holanda y Dinamarca). Y por último, un tercer modelo donde claramente la financiación hipotecaria se muestra insuficiente para satisfacer, incluso, la demanda inmobiliaria (Francia e Italia).

por tanto, la financiación hipotecaria está orientada primordialmente, y casi exclusivamente, a la promoción, construcción, adquisición y rehabilitación de viviendas. Durante los últimos años, el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda ha mantenido en España un elevado ritmo de avance, convirtiéndose en una de las principales fuentes de expansión del negocio bancario. En el gráfico 3 se puede observar este fuerte crecimiento, tanto desde el punto de vista de la demanda, crédito destinado a las familias, como de la oferta, para actividades de promoción y construcción. De hecho, el 60% del crédito concedido al sector privado residente está relacionado con la actividad constructora e inmobiliaria.

El crecimiento experimentado por la oferta crediticia en los últimos años está auspiciado por diversos factores, entre los que destacan niveles de tipos de interés reducidos respecto a épocas anteriores, el crecimiento de la renta y del empleo y unas expectativas económicas bastante favorables. En 1992, el crédito inmobiliario era de 82.347 millones de euros y en 2007, último dato disponible, se alcanzó la cifra de 1.047.467 millones de euros, siendo a finales de los noventa cuando el ritmo de crecimiento fue mayor, en concreto, desde 1997 hasta 2007 la actividad crediticia ha aumentado cerca del 600%. La demanda de crédito absorbida por las familias es de cerca del 60% del crédito inmobiliario total, siendo el principal destino, un 55%, la adquisición de la vivienda, y el resto para rehabilitación y compra de terrenos. Por el lado de la oferta, las instituciones financieras han incrementado de forma notable los créditos al sector de la construcción (14% del crédito total) y, en particular, a la actividad inmobiliaria, que incluye las de promoción, gestión y compraventa de estos activos (26% del crédito total).



Desde hace meses, se ha comenzado a moderar el dinamismo de estos préstamos, fundamentalmente para la adquisición de vivienda, cuya desaceleración está estrechamente vinculada a una progresiva normalización de las condiciones en los mercados inmobiliarios. Esta normalización se refleja tanto en la evolución del precio de la vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual mantiene una clara tendencia decreciente desde finales de 2004, como en las variaciones en el número de operaciones hipotecarias vinculadas a la adquisición de inmuebles residenciales. En 2007, la tasa de crecimiento del saldo hipotecario fue del 15% frente al 23,3% del año anterior. Sin embargo, no sucede lo mismo para la oferta, que ha respondido de manera tardía a la desaceleración de la demanda. La aceleración del crédito a construcción y promoción inmobiliaria continuó aumentando hasta mediados de 2007, en que comenzó a disminuir de forma intensa.

El endurecimiento en las condiciones de concesión de préstamos, surgida tras las turbulencias financieras globales que se están viviendo desde el verano de 2007, se va a traducir en fuertes restricciones de crédito, cuyas consecuencias todavía son difíciles de valorar, pero que van a acentuar el riesgo de una recesión inmobiliaria mayor de lo estimado.

### 3.2. Grandes necesidades de liquidez: el recurso a la titulización

Probablemente, los mayores riesgos en la concesión de créditos hipotecarios se encuentran en el propio mecanismo de obtención de liquidez para la concesión de estos préstamos por parte de las entidades. La fuerte expansión del crédito a empresas y familias no se ha visto acompañada de un crecimiento similar de sus depósitos bancarios. En los últimos años, España, al igual que otros países, ha experimentado un descenso en el nivel de depósitos; consecuentemente, ante la brecha abierta entre créditos y depósitos, las entidades de crédito hipotecario se han ido fijando cada vez más en los mercados de capitales e interbancarios para poder financiar el mencionado proceso de expansión crediticia y llenar el vacío de refinanciación, aunque en la actualidad, el mercado interbancario español se ha revelado como insuficiente. Por todo ello, además de la emisión de valores negociables, las entidades han acudido de manera creciente a la titulización de sus activos. Esta actividad se puede definir como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad pueden ser vendidos, en todo o en parte, generalmente, previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, a los inversores en forma de títulos o valores negociables. Consiste, por tanto en la conversión de activos que figuran en

los balances de las entidades de crédito en valores susceptibles de transmitirse, cederse o venderse.

La regulación del mercado hipotecario permite a las entidades de crédito emitir cédulas y participaciones hipotecarias con el soporte o garantía de los préstamos y créditos hipotecarios que figuran en su balance. Para las cédulas se produce la denominada *titulización dentro del balance*, es decir, que los préstamos hipotecarios afectos permanecen en el balance de la entidad, por lo que ésta sigue asumiendo el posible riesgo de impago. La entidad emisora tiene en su activo los créditos hipotecarios y en su pasivo las cédulas emitidas<sup>6</sup>. Sin embargo, las participaciones hipotecarias conllevan a un proceso de *titulización fuera de balance*. Implica la cesión de todo o parte del crédito, por lo que, consecuentemente, desaparece del balance de la entidad. Esta circunstancia supone considerar a la participación hipotecaria además de un instrumento de cesión del crédito, de transmisión del riesgo asociado al mencionado crédito hipotecario. Al darle de baja del activo del balance, se está posibilitando también la elusión de los coeficientes obligatorios, como por ejemplo, el de solvencia de las entidades de crédito, que pueden afectar a dichos activos, así como a los pasivos que los financian, a los que se le aplica el de caja. Esta es una importante ventaja sobre las cédulas. Al recoger el balance, en su activo, al crédito hipotecario y en su pasivo estos títulos, han de destinar mayores recursos a la dotación de los coeficientes legalmente establecidos, como los que hemos señalado, y ello se traduce en una menor rentabilidad.

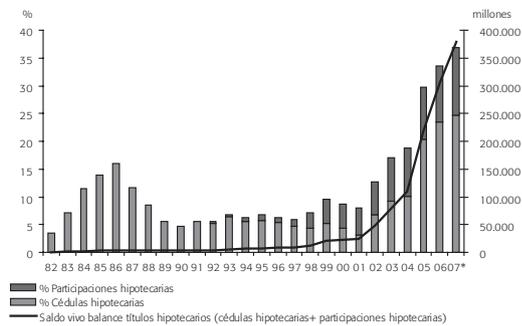
En el gráfico 4 se muestra la evolución de los instrumentos del mercado hipotecario español, las cédulas y participaciones hipotecarias. A finales de 2007, el volumen de cédulas hipotecarias emitidas, incluyendo las negociables, se situaba en el 25% de la cartera de créditos hipotecarios de las entidades de depósito. El resto de titulizaciones hipotecarias representa ya el 12% de la cartera hipotecaria mantenida en balance. El saldo vivo total del mercado de títulos hipotecarios era a finales de 2007 de 378.492 millones de euros, de los cuales el 75% corresponden a cédulas hipotecarias y el 25% restante a participaciones.

Todo lo comentado explica algunas de las características de la titulización en España. En primer lugar, el redu-

<sup>6</sup> Por tanto, las cédulas hipotecarias se caracterizan por tener una doble garantía, la de la entidad financiera que las emite y todos los préstamos de la entidad emisora que cumplen unos ciertos condiciones, por ejemplo que el préstamo sea por un máximo de un 80% del valor de la propiedad (70% en el caso de propiedades comerciales), y también la limitación para que el volumen de cédulas emitidas no supere el 90% del valor de la cartera hipotecaria susceptible de ser utilizada.

Gráfico 4

### Créditos hipotecarios financiados con títulos hipotecarios



cido riesgo de los activos subyacentes. A diferencia de otros sistemas financieros, especialmente el estadounidense, las entidades españolas han retenido el grueso de los riesgos asociados de los activos titulizados dentro de sus balances, pues la normativa impone unos criterios muy exigentes para sacar de él a los activos titulizados; este hecho ha contribuido a seguir una política más rigurosa de concesión de créditos. En segundo lugar, la elevada calidad de los valores emitidos, la ratio de morosidad, aunque ha mostrado un repunte desde mitad de 2007, se sitúa en valores relativamente bajos. En último lugar, las emisiones de titulización españolas presentan un menor grado de complejidad en comparación con las que se han desarrollado en otros mercados financieros, pues intervienen un número reducido de agentes.

Es destacable el elevado peso de los títulos españoles adquiridos por el mercado extranjero, más del 66% del volumen total en 2006, de las cuales, el 63% fueron entidades financieras extranjeras. Ello se aprecia en la cuenta financiera de la balanza de pagos. La tradicional capacidad de financiación de los hogares se ha tornado en necesidad en los últimos años. Esta situación habría sido a todas luces insostenible antes de que la economía española entrara bajo el paraguas del euro, ya que el exceso de endeudamiento del país habría desatado una crisis de la balanza de pagos con las consiguientes medidas de ajuste para recortarlo, como ocurrió en 1992.

Sin embargo, el mercado hipotecario español no es ajeno a la situación actual de los mercados globales. Los mercados financieros han registrado importantes turbulencias, cuyo origen está en el incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Todo ello se ha reflejado en una fuerte contracción de la liquidez en los mercados, a pesar de las actuaciones de los bancos centrales, y de una mayor aversión al riesgo, lo cual se convierte

en un importante factor de incertidumbre para la evolución futura del sector a la hora de obtener mecanismos de financiación del crédito hipotecario. Aunque es pronto para calibrar el verdadero alcance de este episodio, ya que en el mercado hipotecario español no existe un segmento de alto riesgo como el estadounidense, se ha producido una crisis de confianza de los mercados de capitales que puede provocar importantes efectos colaterales.

## 4. Riesgos de la economía española ante la crisis inmobiliaria y financiera

En España, al igual que en la mayoría de los países de la OCDE la inversión en vivienda se ha desacelerado y los precios se frenan. Se trata de un cambio de ciclo en una actividad, caracterizada precisamente por sufrir fuertes oscilaciones, y anunciado antes de que las turbulencias de los mercados financieros se hicieran sentir en los mercados de crédito.

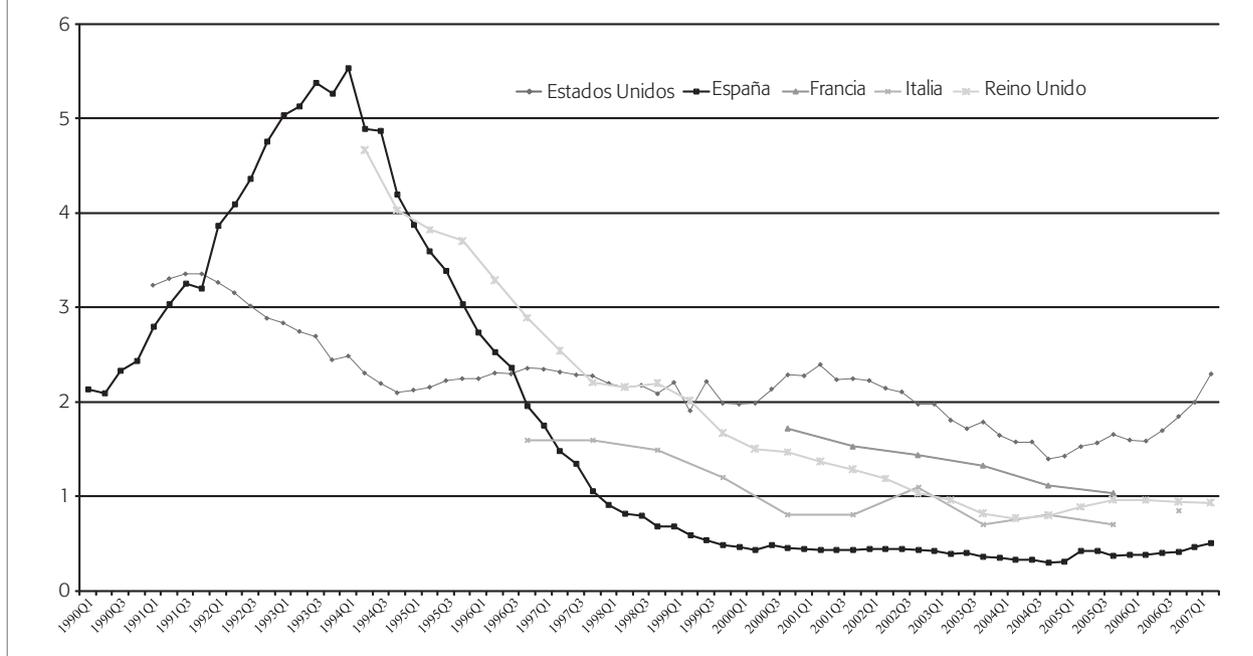
Ante esta situación, no se debe obviar que la exposición de la economía española ante una crisis inmobiliaria presenta unos riesgos mayores a la de otros países de nuestro entorno, dado el evidente peso que este sector tiene en nuestro país, con los temidos efectos de la caída en el empleo, que dada su baja cualificación puede ser de difícil absorción por otros sectores productivos, lo que acentúa el riesgo de que la predecible recesión inmobiliaria se extienda al resto de la economía. Por otro lado, nuestro sistema financiero también se verá expuesto, habida cuenta de la trascendencia que tiene en su cartera la actividad inmobiliaria, el 60% del crédito concedido al sector privado residente está relacionado con la compra, construcción y promoción inmobiliaria.

El desequilibrio entre la evolución del crédito y los depósitos tradicionales, así como el mayor acceso a los mercados internacionales, convierten la gestión del riesgo de liquidez en un elemento cada vez más importante para las entidades. Como ya se ha comentado, el crédito hipotecario ha experimentado un ritmo de crecimiento muy elevado dentro de un contexto de *boom* inmobiliario del mercado de la vivienda, por lo que es importante vigilar de cerca los niveles de activos dudosos.

Las ratios de impagos se encuentran en niveles bajos en todos los tipos de créditos al sector privado, por debajo de la mayoría de los países de la OCDE (ver gráfico 5), en particular, en el segmento de negocio de crédito hipotecario para adquisición de vivienda, aunque con tendencia al alza en los últimos trimestres.

Gráfico 5

Ratio de Morosidad Hipotecaria. Porcentaje del saldo vivo de préstamo



La solidez de los sistemas financieros y, por tanto, la capacidad de hacer frente a los riesgos sistémicos dependen de forma crucial de ciertos elementos institucionales y materiales en los que se basa su organización. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha publicado una relación de indicadores de solidez financiera para una muestra de cuarenta países. En dicho informe se compara la situación de las entidades de crédito españolas frente a una selección de varias economías de la UE y Estados Unidos. El balance general es relativamente satisfactorio para las entidades de crédito españolas, ubicándose en una posición intermedia tanto en términos de distribución geográfica del crédito como atendiendo a los principales indicadores de solvencia, con una elevada rentabilidad y una ratio de morosidad muy baja.

#### 4.1. Endeudamiento de las familias españolas

Las familias se endeudan principalmente para adquirir viviendas y los préstamos hipotecarios les permiten gastar con cargo a sus rentas futuras y suavizar de esta forma su patrón de consumo a lo largo de su ciclo vital. Sin embargo, un elevado endeudamiento de las familias supone una mayor carga financiera en forma de pago de intereses y de financiación, lo que puede dar lugar, en ciertas circunstancias, a una reducción de la capacidad de respuesta

de los hogares ante una evolución desfavorable en su renta, su patrimonio o el coste de financiación. Frente a esta situación, es muy importante analizar el comportamiento de los préstamos a las familias y sus posibles consecuencias para la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía (Davis, 1992)

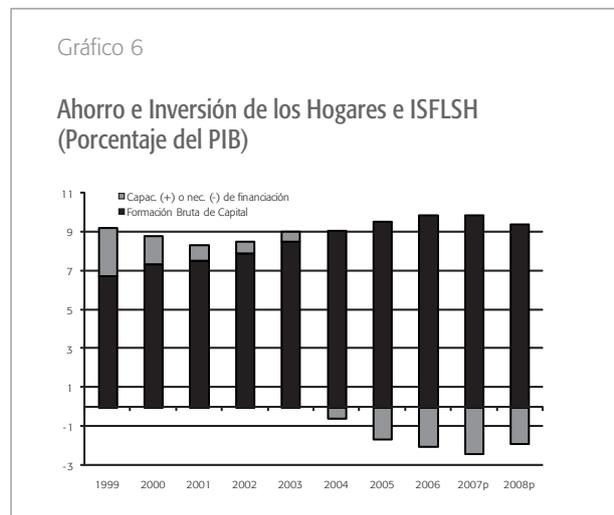
De hecho, el incremento de los pasivos puede generar una mayor sensibilidad del consumo ante situaciones de incertidumbre, sobre todo si estas afectan al mercado laboral (Carroll y Dunn, 1997). Teniendo en cuenta que el consumo representa alrededor de las dos terceras partes del PIB en la mayoría de las economías occidentales, escenarios de fuerte endeudamiento pueden contribuir a acentuar los efectos recesivos de una posible fase bajista del ciclo, así como frenar el alcance de las etapas de recuperación. Aunque no existen demasiados trabajos empíricos que verifiquen directamente esta hipótesis, el estudio desarrollado por Martínez-Carrascal y Del Río (2004) muestra que el notable ascenso de los pasivos registrados por las familias españolas en los últimos años, aunque responden a cambios en sus fundamentos a largo plazo, podrían terminar situando el volumen de deuda del sector en niveles que afectasen de forma perceptible a sus decisiones de gasto. Asimismo, los citados autores, teniendo en cuenta el aumento de la riqueza de las familias españolas asociado a la revalorización de los activos inmobiliarios y utilizando datos agregados, estiman una propensión mar-

ginal al consumo anual de 0,02 para la riqueza inmobiliaria. A un resultado muy parecido llega Bover (2005), utilizando la encuesta financiera de los hogares, donde sugiere que una variación en el precio de la vivienda del 10% implicaría un cambio en el consumo privado en la misma dirección por un importe equivalente al 0,8% del PIB, aproximadamente.

En 1995, la deuda de las familias representaba el 46% de la renta anual bruta disponible, mientras que a finales de 2007, se situaba en el 134%, destinada básicamente a la compra de vivienda, un nivel superior al observado para el conjunto de la zona euro, aunque inferior al de Estados Unidos y el Reino Unido. A pesar del fuerte aumento de los pasivos, la disminución en el coste del préstamo y el alargamiento de las condiciones de pago han posibilitado que el comportamiento de la carga asociada de deuda no haya sido tan expansionista. No obstante, estos desarrollos están jugando contra el ahorro familiar, comprimiendo por tanto el amortiguador disponible para soportar los cambios inesperados de la economía.

Ello se puede comprobar en el aumento de las ratios sobre el endeudamiento de las familias, obtenidos de la EFF del Banco de España entre 2002 y 2005, ya que el endeudamiento de las familias ha seguido creciendo en los últimos años a un fuerte ritmo. En concreto, la ratio de pagos por deudas en relación con la renta del hogar tiene un valor medio del 15,2% en 2002 y ha subido a 17% en 2005, aunque por niveles de renta las familias que soportan una mayor carga financiera tienden a concentrarse en los estratos de renta más bajos; así se eleva del 30,5% al 38,1% en estos años para el estrato de renta inferior. A su vez, la ratio deuda en relación con la renta bruta, se sitúa en un promedio del 69,2% en 2002 ascendiendo al 99,3% en 2005, mientras que en el quintil de las familias con menores rentas esta ratio se sitúa en el 143,4% en 2005 frente al 104,8% de 2002. Cuando se computan algunos indicadores de *stress* financieros sobre la situación de los hogares más endeudados, también se obtienen conclusiones similares. Por ejemplo, las familias con pagos por deudas superiores al 40% de su renta bruta representan un 11,7% de todas las familias con deudas, pero este porcentaje alcanza el 49,2% para el quintil inferior de renta en 2005, muy por encima de las ratios de 2002. Y por último, si se hace referencia al endeudamiento total, un 19,1% de los hogares tiene deudas por un valor tres veces superior a su renta bruta, (más del doble que en 2002), elevándose al 42,6% para el estrato inferior de renta.

Otro aspecto importante que es necesario reseñar es que en España se ha producido una generalización de los contratos hipotecarios a tipo de interés variable; de hecho se estima que cerca del 98% del saldo del crédito hipote-



cario para la adquisición de vivienda gestionado por las entidades financieras corresponde a esta tipología. Eso supone una mayor sensibilidad, al menos a corto plazo, de la carga financiera de los hogares frente a variaciones en el coste financiero.

Por otra parte, el ahorro financiero neto de las familias, que es la parte del ahorro que queda después de los gastos de inversión, ha llegado a ser negativo como consecuencia del fuerte volumen de inversión en vivienda efectuada por los hogares, unido a un bajo nivel de ahorro. En el gráfico 6 se observa como por primera vez en 2004 y los años siguientes se ha pasado de una posición de capacidad de financiación a otra de necesidad de financiación, lo que supone una reestructuración del patrimonio de los ciudadanos a favor de un patrimonio real que, en opinión de muchos observadores económicos, está sobrevalorado.

De esta manera, las familias ya no son una fuente de financiación de los otros sectores de economía, lo cual es bastante preocupante, sobre todo teniendo en cuenta las necesidades de ahorro de un país como España, que trata de acelerar su convergencia europea. En consecuencia, la financiación procedente del exterior está alcanzando cotas *record*, incidiendo en los máximos históricos del déficit por cuenta corriente español.

## 6. Conclusiones

La crisis en el mercado de la vivienda ha empezado a sentirse desde mediados de 2007, poniendo el punto final a diez años de *boom* inmobiliario. Ello tendrá repercusiones evidentes en la caída de la inversión y el empleo que habrán de ser tenidas en cuenta por su efecto sobre el crecimiento económico. Sin embargo, a lo largo del tra-

bajo se pone de manifiesto que existen además otros importantes canales a través de los que se hará sentir este enfriamiento del mercado de la vivienda. En primer lugar, el efecto riqueza negativo de la caída en el precio de la vivienda. Las fuertes subidas de los precios de los bienes inmuebles en los últimos años han provocado una sensación de mayor riqueza por parte de las familias, que las ha conducido a aumentar su consumo y su nivel de endeudamiento, mientras que las caídas de precios podrían frenar su consumo de forma considerable, lo que tendría repercusiones importantes sobre el conjunto de la economía.

En segundo lugar, por el canal financiero. Teniendo en cuenta el gran peso que tiene el crédito inmobiliario dentro de los balances de las entidades financieras, su exposición al riesgo ante posibles condiciones adversas del sector es sin duda creciente. A pesar del consenso general de carácter optimista que muestra el sistema financiero sobre su resistencia a los últimos impactos en el mercado hipotecario o, como la bajada de los precios de las viviendas, la crisis *subprime*, la ralentización del crecimiento económico y el aumento del desempleo, no sería una mala opción reducir su exposición a los riesgos asociados a los préstamos hipotecarios estableciendo condiciones más estrictas en el acceso a los medios de financiación y huir de la relajación financiera de los últimos años.

En este sentido, los bancos centrales tienen una misión importante que cumplir, pues se encuentran en una posición inmejorable en el ámbito de la comunicación para proporcionar análisis públicos claros y rigurosos que favorezcan una adecuada evaluación de los riesgos asociados a las decisiones de inversión y financiación de los agentes económicos y, como no, en el campo de la regulación, en el que deberán vigilar no solo la evolución de la inflación de los bienes incluidos en el IPC, sino también la de los activos, principalmente la vivienda, y así quizás se pueda evitar que el precio de ésta se vuelva a alejar en exceso del nivel de equilibrio basado en los fundamentos económicos.

## Bibliografía

- AYUSO, J. AND RESTOY, F. (2006): "House Prices and rents: an equilibrium asset pricing approach", *Journal of Empirical Finance*, 13, issue3, pp. 371-388, The Netherlands.
- BALMASEDA, M., SAN MARTÍN, I. AND RESTOY, F. (2002): "Una aproximación cuantitativa a la burbuja inmobiliaria", *Situación Inmobiliaria*, diciembre, BBVA, pp.22-28, Bilbao.
- Banco de España (2005): "Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias", *Boletín Económico*, mayo, pp.65-71, Madrid.
- (2007): "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005". *Boletín Económico*, diciembre, pp.31-64, Madrid.
- BERNANKE, B.S., M. GERTLER Y S. GILCHRIST (1999): "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *Handbook of Macroeconomics*, North Holland.
- BOVER, O. (2004): *The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2002 wave*, Documento Ocasional N° 0409, Banco de España, Madrid.
- (2005): *Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances*, Working Paper N° 0522, Bank of Spain, Madrid.  
<http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0522e.pdf>.
- CARROLL, C. D. (2004): *Housing wealth and consumption expenditure*, Johns Hopkins University. Baltimore, Maryland.
- CARROLL, C.D. Y DUNN, W.E. (1997): *Unemployment expectations, jumping triggers, and household balance sheets*, NBER Macroeconomics Annual, MIT Press, Cambridge.
- Case, K. and Shiller, R. (1989): "The efficiency of the market for single-family homes", *American Economic Review*, N° 79, pp. 125-137, Pittsburgh, PA.
- DAVIS, E.P. (1992): "Financial fragility in the personal sector", Chapter 3 in *Debt, financial fragility, systemic risk*, Clarendon Press Oxford.
- European Central Bank (2006): "Assessing house price development in the euro area", *ECB Monthly Bulletin*, febrero, pp. 55-70.
- JIMÉNEZ AGUILERA, J, Y SÁNCHEZ MARTÍNEZ, M.T. (2003): "Mercado hipotecario y financiación a la vivienda. Veinte años de funcionamiento de la ley del mercado hipotecario", *Papeles de Economía Española*, N° 94, pp. 109-121. FUNCAS, Madrid.
- International Monetary Fund (2004) *World Economic Outlook*, September.
- (2005) *Spain: 2004 Article IV Consultation*, IMF Country Report N° 05/56.
- (2006) *Spain: Financial Sector Assessment Program (Technical Note) Housing Prices, Household Debt, and Financial Stability*, IMF Country Report N° 06/210.
- LUDWING, A. Y T. SLOK, (2002): *The Impact on changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries*, Working Paper WO/02/01. IMF 2002.
- MARTÍNEZ PAGÉS, J. AND MAZA, L.A. (2003): *Análisis del precio de la vivienda en España*, Documentos de Trabajo N° 0307, Banco de España, Madrid.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C. Y DEL RÍO, A. (2004): *Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach*, Working Paper N° 0421, Bank of Spain, Madrid.
- MISHKIN, F. (2001): *The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8617. Cambridge MA.
- NAREDO, J.M., CARPINTERO, O., Y MARCOS, C. (2007): "Boom inmobiliario, ahorro y patrimonio de los hogares: evolución reciente y comparación internacional", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 200, FUNCAS, Madrid.
- NIETO, F. (2007): *The determinants of household credit in Spain*, Working Paper N° 0716, Bank of Spain, Madrid.
- OECD (2005): *Economic Outlook*, 78.

- POTERBA, J. (1984): "Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach, *Quarterly Journal of Economics*", Ed. Harvard University's Department of Economics N° 99, pp. 729-752, Cambridge.
- SÁNCHEZ MARTÍNEZ, M.T. (2001): "Perspectivas del Proceso de Titulización en España", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 165, págs. 108-114, FUNCAS.
- The Economist (2005): *Income the waves*, The Economist, edición de 16 de junio.
- VALLE, V. (2006): "Reflexiones sobre el ahorro y el endeudamiento de las familias españolas", *Cuadernos de Información Económica*, N° 194, pp. 27-33, FUNCAS, Madrid.
- WHITE, W. (2006): "Measured wealth, real wealth and the illusion of saving", en "Measuring the financial position of the household sector", IFC Bulletin No 26, Proceedings of the IFC Conference, Basilea, 30-31 August 2006 – Volume 2, Bank for International Settlements (<http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb26.htm>).