

# Estrategias financieras de las familias españolas, con especial consideración de la vivienda

FERNANDO PAMPILLÓN\*

## RESUMEN

En estas páginas se analizan las estrategias patrimoniales de las familias españolas durante el largo período de bonanza económica que se extiende entre 1994 y 2007, evaluando si su opción por concentrar el esfuerzo en la vivienda coincide con las decisiones patrimoniales de las familias en otros países del entorno europeo, y si responde a los criterios habituales de racionalidad económica.

## 1. INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, la sociedad española ha vivido un proceso de considerable mejora en su nivel de vida. Es casi un referente de las conversaciones, sobre todo de las personas que superan una cierta edad, el recuerdo de la situación de penuria o dificultades económicas pasadas en épocas no muy lejanas.

Esta sensación de avance o desarrollo económico en España tiene su respaldo empírico en magnitudes macroeconómicas como el producto interior bruto (PIB), la renta per cápita, la riqueza nacional y, en general, en los niveles de los indicadores socioeconómicos elaborados por los organismos estadísticos nacionales o internacionales, que indican un cambio muy importante en la posición de nuestro país en el panorama mundial. De hecho, las profundas transformaciones vividas por la sociedad española son, entre otras cosas, consecuencia

\* Universidad Nacional de Educación a Distancia y FUNCAS.

del paso de una economía en vías de desarrollo a otra que forma parte del grupo de países industrializados del mundo.

Uno de los efectos de este cambio socioeconómico es el aumento de la riqueza o patrimonio de las familias españolas, en su doble vertiente: real, no financiera o inmobiliaria, y financiera, en este caso, en tanto que propietarias del aparato productivo del país. Otro efecto derivado del crecimiento económico es la importancia creciente que, dentro de la riqueza de las familias, comienzan a tener los activos financieros frente a los no financieros o reales.

El presente artículo pretende determinar si las estrategias seguidas por las familias españolas a la hora de conformar su patrimonio son coherentes con los principios de racionalidad económica. Con este fin, el epígrafe siguiente acota el concepto de riqueza familiar o patrimonio, así como la evolución y composición del que mantienen las familias españolas. El apartado tres relaciona la elevada concentración patrimonial de las familias españolas en vivienda con su régimen de tenencia. El cuarto evalúa las estrategias financieras seguidas por las familias españolas en relación con las de otros países de nuestro entorno. Un último epígrafe de recapitulación y conclusiones cierra el presente trabajo.

## 2. PATRIMONIO FAMILIAR Y COMPORTAMIENTO DIFERENCIAL DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Los estudios sobre los efectos del desarrollo económico sobre la riqueza financiera gozan de

una cierta tradición. Ya en los años cincuenta y sesenta del pasado siglo se publicaron interesantes aportaciones, entre las que cabe destacar los trabajos seminales del profesor de la Universidad de Yale, Raymond Goldsmith (1969), quien, a pesar de la penuria de datos estadísticos, anticipó una evidencia favorable a la existencia de una regularidad en el crecimiento de la relación entre riqueza financiera y real en muchos países. Trabajos más recientes han definido los pasos seguidos por los sistemas financieros desarrollados en el camino hacia su madurez. Todos ellos muestran la existencia de un proceso de intensificación financiera, en el sentido de un fuerte crecimiento de los activos financieros con respecto al PIB del país, tanto a escala nacional como en la riqueza de los agentes; camino que los sistemas financieros nacionales inician en diferentes fechas y del que sólo se desvían temporalmente (Pampillón, 1998).

Dado el protagonismo de las familias como generadoras de ahorro y propietarias finales de la riqueza en cada país, su conducta debería reflejar el proceso de intensificación financiera, es decir, de pérdida de importancia relativa en la riqueza total o patrimonial de los hogares de sus activos reales sobre los financieros.

El patrimonio de una familia o sector se compone de un conjunto de bienes, derechos y obligaciones, cuyo valor se obtiene sumando los bienes materiales de que se dispone en propiedad y los derechos (las deudas de terceros) y restando las obligaciones (las deudas concedidas a otros sectores). El patrimonio o riqueza nos da la situación en un momento determinado del tiempo –es, por tanto, una magnitud fondo o *stock*– y, en consecuencia, es el balance contable de un hogar o sector determinado referido a una fecha concreta (por ejemplo, 31 de diciembre de 2007). Es una magnitud estática, nos muestra la “foto fija” del patrimonio en ese instante, pero nada dice de la evolución que ha seguido a lo largo del año o período considerado.

Si bien el concepto de patrimonio individual parece suficientemente preciso, su cálculo se complica sobremedida cuando tenemos que cuantificar el de colectivos muy numerosos. Se plantean entonces problemas de selección –¿qué bienes deben considerarse dentro del patrimonio?, ¿todos, o sólo los permanentes?, y, en este último caso: ¿cómo se establece esa permanencia?– y de valoración –¿qué valor dar a cada uno de ellos?–, que deben ser resueltos para obtener unas cifras o datos que sean significativos (no olvidemos que

para sumar algo se requiere que las magnitudes sean homogéneas y la fórmula más común es cuantificarlas en una moneda, generalmente la del país objeto de estudio).

Con el fin de facilitar el cálculo y llegar a cifras que permitan realizar comparaciones válidas y análisis precisos, la contabilidad patrimonial (la que se encarga de hacer esta tarea) establece una serie de criterios.

A grandes rasgos y sin entrar en demasiadas complejidades, en el patrimonio familiar se computan, dentro de los *bienes*, en primer lugar, los *activos no financieros*: viviendas, locales, solares, tierras de carácter rústico, cuya propiedad recaiga en personas físicas; el ajuar doméstico, calculado éste de una forma muy aproximada, y los bienes afectos a actividades comerciales e industriales de las personas físicas.

En segundo término, los *derechos* (en sentido amplio, deudas de terceros) se corresponden con los *activos financieros*: dinero en efectivo (billetes y monedas de curso legal), depósitos en entidades de crédito (cuentas corrientes, imposiciones a la vista y a plazo fijo), valores representativos de deudas a corto plazo (emitidos a menos de un año, como letras del Tesoro o pagarés de empresa) y a largo (con vencimiento superior a un año, como bonos y obligaciones), acciones y otras participaciones que incorporan propiedad (incluye las acciones de sociedades anónimas y las participaciones en otras sociedades), fondos de inversión y seguros (participaciones en fondos de inversión y de pensiones, y seguros de vida y no vida), y préstamos concedidos por las familias a otros sectores. Finalmente, la partida “otros” recoge los activos financieros no incluidos en los grupos anteriores.

En tercer lugar, *las obligaciones, pasivos*, o deudas contraídas con otros sectores, cuya partida más importante son los préstamos y créditos pendientes de pago con las entidades bancarias y crediticias. En el capítulo “otros”, se recogen el resto de obligaciones pendientes que tengan las familias.

Pasando de los conceptos al estudio del patrimonio familiar de los españoles, el cuadro 1 muestra su cuantía y distribución en los años 1994 y 2007, período situado entre dos grandes crisis –la de 1993 y la actual de 2008–, que se ha caracterizado por una intensa y prolongada fase de crecimiento económico, superior en muchos años a la vivida en Estados Unidos y Unión Europea (UE).

CUADRO 1

**DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS EN 1994 Y 2007**  
**(MILES DE MILLONES DE EUROS Y PORCENTAJE)**

	1994		2007	
	Total	Porcentaje	Total	Porcentaje
<b>ACTIVOS</b>	<b>2.300,80</b>	<b>107,99</b>	<b>8.895,30</b>	<b>111,72</b>
<b>Activos no financieros</b>	<b>1.740,60</b>	<b>81,70</b>	<b>6.981,20</b>	<b>87,68</b>
Urbanos	1.528,40	71,74	6.441,80	80,90
Rural (tierras)	113,10	5,31	299,00	3,76
Otros	99,20	4,66	240,40	3,02
<b>Activos financieros</b>	<b>560,20</b>	<b>26,29</b>	<b>1.914,10</b>	<b>24,04</b>
Efectivo y depósitos	296,00	13,89	729,50	9,16
Valores	21,80	1,02	47,70	0,60
Acciones y otras participaciones	91,70	4,30	616,00	7,74
Fondos de inversión y seguros	114,00	5,35	455,80	5,72
Otros	36,70	1,72	65,00	0,82
<b>PASIVOS</b>	<b>170,10</b>	<b>7,98</b>	<b>932,90</b>	<b>11,72</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.130,60</b>	<b>100,00</b>	<b>7.962,40</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Naredo et al. (2008) y elaboración propia.

Si se pone la atención en la columna que recoge el volumen del patrimonio al finalizar el año 2007, la riqueza total de los hogares españoles asciende a casi ocho billones de euros, lo que supone una media de 175 mil euros (un poco menos de 30 millones de pesetas) por habitante, con una clara preponderancia de los no financieros (o reales) sobre los financieros debido, fundamentalmente, al peso de la vivienda. Ocho de cada diez euros están invertidos en ella, mientras que los terrenos de carácter rústico sólo suponen un poco más del 3%. Frente a esta elevada concentración, las tenencias de activos financieros no llegan al 25% y se sitúan en dinero en efectivo y depósitos bancarios, 9% del patrimonio, acciones y otras participaciones, casi un 8%, mientras los fondos de inversión y seguros se acercan al 6%.

En el cuadro destaca sobremedida el fuerte incremento de la riqueza de los hogares españoles en el período considerado, que ha pasado de un total de poco más de 2,1 billones de euros, a alcanzar casi 8 billones, con un aumento de 5,8 billones en términos absolutos y un 273,7% en valores relativos, lo que supone un 8% en tasa anual acumulativa.

Con relación a la evolución de la distribución, puede observarse, en primer lugar, que el porcen-

taje de activos no financieros o reales se incrementó en el período en seis puntos porcentuales a costa de la pérdida sufrida en los financieros, dos puntos porcentuales, y al aumento de casi cuatro en los pasivos. Con ello, la *ratio* activos no financieros/activos financieros crece desde 3,11 a 3,65 en trece años. En segundo término, un examen de los cambios en los porcentajes de las diferentes partidas que conforman el patrimonio al final y comienzo del período permite destacar los siguientes determinantes de la conducta seguida por las familias españolas entre 1994 y 2007:

1. Notable crecimiento en los activos no financieros urbanos, nueve puntos porcentuales, y casi cinco billones de euros de los 5,8 que ha crecido el patrimonio en su conjunto, lo que supone, por sí solo, el 86% del aumento total.

2. Las tierras son un componente de escasa importancia en la riqueza familiar que, además, han perdido peso de un modo muy notable en los últimos años: casi un 30%. Este hecho es una lógica consecuencia del desarrollo económico. La tenencia de la tierra es la forma típica, y quizás única, de mantener riqueza en las sociedades tradicionales y va perdiendo relevancia con el progreso económico a medida que surgen otras formas, como el comercio y la industria, y ya más tarde con la apa-

rición de los activos financieros y su generalización con el capitalismo institucional.

3. Dentro de los activos financieros, se han hecho notar los efectos del crecimiento económico: pérdida de más de cuatro puntos porcentuales en el efectivo y depósitos, ambos, instrumentos financieros tradicionales y que, por ello, sufren las consecuencias de la aparición de nuevos productos, por efecto del crecimiento económico, como las acciones y otras participaciones, que ganan casi tres puntos y medio en términos absolutos y un 80% en los relativos –si bien debe tenerse presente el bajo nivel del que partían–, y de los fondos de inversión y seguros, aunque en este último caso el aumento no llega siquiera a 0,5 puntos porcentuales, aspecto este llamativo por su escaso crecimiento ya que estos productos financieros suelen mantener incrementos elevados en la riqueza de los hogares con el desarrollo financiero de los países.

4. En cuanto a los pasivos, se observa un incremento muy notable, 3,74 puntos porcentuales y casi un 50%, buena muestra del elevado crecimiento del endeudamiento de las familias en los últimos años. Este fenómeno se comprueba mediante la relación deuda/activos totales que pasa de situarse en un 7,4% en 1994, a llegar a un 10,5% en 2007.

Queda clara, pues, la incidencia de la vivienda en el incremento de la riqueza de los hogares españoles, que explica un rasgo diferencial del crecimiento patrimonial de las familias españolas: el aumento del peso de los activos reales sobre los financieros, a contracorriente de lo que sucede en otros muchos países desarrollados.

### 3. CONCENTRACIÓN PATRIMONIAL EN VIVIENDA Y RÉGIMEN DE TENENCIA

Esta conducta diferencial de las familias españolas de mantener una tan elevada concentración de su patrimonio en bienes residenciales está muy relacionada con el régimen de tenencia de la vivienda principal.

El gráfico 1 es sumamente ilustrativo en este sentido, al mostrar, en primer lugar, la enorme diferencia en las formas de ocupación de las viviendas principales de los españoles en la actualidad. En 2007, la propiedad es la fórmula seguida mayoritariamente (87,2%), mientras que una minoría se

decanta por el alquiler, un 11,2%, y por la cesión y otras formas tan sólo un 1,6%. En segundo lugar, es interesante observar que este porcentaje de propiedad de la primera vivienda no ha dejado de crecer en las últimas décadas, especialmente en el período 1970-2001, en el que se ha incrementado en 22,5 puntos porcentuales. Si miráramos un poco más hacia atrás, también comprobaríamos que en décadas anteriores la búsqueda de la propiedad de la vivienda ha sido un fenómeno con un gran predicamento en la sociedad española. En los años transcurridos del presente siglo, sin embargo, parece que el proceso se ha moderado considerablemente, por lo menos en términos relativos, ya que sólo ha aumentado un punto. Puede argüirse, no obstante, que los porcentajes alcanzados ya son de por sí tan elevados que los crecimientos se hacen cada vez más difíciles. Esta tendencia imparable hacia la propiedad tiene como consecuencia lógica la correspondiente caída y relegación del régimen de alquiler y otras fórmulas.

Este fenómeno es además típico de la sociedad española, ya que cuenta con uno de los porcentajes más elevados de propiedad de la UE, tal como muestra el cuadro 2. España supera en casi 20 puntos la media de los 27 países que actualmente conforman la Unión Europea de los 27 paí-

CUADRO 2

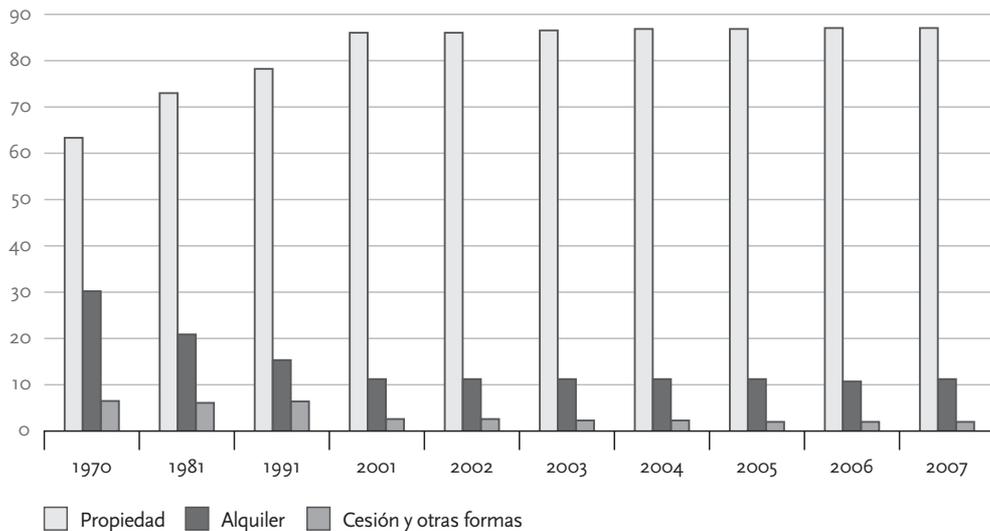
#### PORCENTAJE DE OCUPACIÓN DE VIVIENDA EN PROPIEDAD (2006)

Países	Porcentaje
España	86
Italia	80
Portugal	76
Grecia	75
Luxemburgo	75
Irlanda	75
Reino Unido	70
Bélgica	68
Finlandia	58
Austria	57
Francia	57
Dinamarca	55
Holanda	54
Suecia	50
Alemania	43
<b>Media UE27</b>	<b>67</b>

Fuente: Federación Hipotecaria Europea.

GRÁFICO 1

## DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL RÉGIMEN DE TENENCIA DE LAS VIVIENDAS PRINCIPALES



Fuente: Censos de población y vivienda del INE, y Ministerio de Vivienda.

ses (UE27) y se sitúa claramente a la cabeza de los estados del sur, caracterizados todos ellos por tener unos porcentajes muy por encima de la media de estos 27 estados miembros. Si se amplía la mirada a países desarrollados de otros continentes, comprobamos que, tal como indica Whitehead (2006), el porcentaje de familias australianas propietarias de la vivienda principal en la que habitan se sitúa en 70, el de las estadounidenses en 68 y el de las canadienses en 66, es decir, en niveles similares a la media de la UE27.

#### 4. EVALUACIÓN DE LAS ESTRATEGIAS PATRIMONIALES DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Este "afán por la vivienda en propiedad" de los españoles y el peso que ésta tiene en el total no parecen razones suficientes para justificar el notable crecimiento del patrimonio familiar en los últimos años. Por ello, la aplicación de un análisis causal (cuadro 3) permite determinar las variables que explican o justifican el importante aumento de 5,8 billones de euros: casi una cuarta parte, 23,5%, y cerca de 1,4 billones de euros, se debe a las ope-

raciones realizadas en el período, y las tres cuartas partes restantes –76,5% y 4,46 billones– a la revalorización de las distintas partidas que componen la riqueza de los hogares.

La última columna del cuadro muestra los porcentajes de revalorización y su examen, especialmente de las rúbricas cuantitativamente más relevantes, permite apreciar si las estrategias seguidas por las familias españolas responden a principios básicos de racionalidad económica. O planteado de otra forma, si el ahorro de los hogares se ha dirigido hacia inversiones de mayor o menor rentabilidad económica.

La inversión en vivienda, componente que supone casi tres cuartas partes de los activos patrimoniales de los hogares españoles, ha tenido una importante revalorización del 246%, un 7,17% en términos de tasa anual acumulativa. Dado que el índice de precios al consumo, una de las formas de medir la inflación, ha aumentado en 1,496 veces, es decir, a una tasa anual del 3,15%, la inversión de las familias españolas en vivienda parece haber seguido una estrategia acertada, por lo menos en lo que a activos reales se refiere, ya que no sólo supone una defensa frente a la inflación del período sino que, además, la revalorización la supera en

## CUADRO 3

**PATRIMONIO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS  
(AUMENTO, OPERACIONES Y REVALORIZACIONES, 1994-2007) (MILES DE MILLONES DE EUROS)**

	1994	2007	Porcentaje $\Delta$	Operaciones		Revalorizaciones	
				Total	Porcentaje sobre 1994	Total	Porcentaje sobre 1994
<b>ACTIVOS</b>	<b>2.300,80</b>	<b>8.895,30</b>	<b>286,62</b>	<b>1.543,10</b>	<b>67,07</b>	<b>5.051,40</b>	<b>219,55</b>
<b>Activos no financieros</b>	<b>1.740,60</b>	<b>6.981,20</b>	<b>301,08</b>	<b>1.291,90</b>	<b>74,22</b>	<b>3.948,70</b>	<b>226,86</b>
Urbanos	1.528,40	6.441,80	<b>321,47</b>	1.150,80	<b>75,29</b>	3.762,70	<b>246,19</b>
Rural (tierras)	113,10	299,00	<b>164,37</b>	0,00	<b>0,00</b>	186,00	<b>164,46</b>
Otros	99,20	240,40	<b>142,34</b>	141,20	<b>142,34</b>	0,00	<b>0,00</b>
<b>Activos financieros</b>	<b>560,20</b>	<b>1.914,10</b>	<b>241,68</b>	<b>251,20</b>	<b>44,84</b>	<b>1.102,70</b>	<b>196,84</b>
Efectivo y depósitos	296,00	729,50	<b>146,45</b>	157,60	<b>53,24</b>	275,90	<b>93,21</b>
Valores de deuda	21,80	47,70	<b>118,81</b>	12,30	<b>56,42</b>	13,60	<b>62,39</b>
Acciones y otras participaciones	91,70	616,00	<b>571,76</b>	-7,10	<b>-7,74</b>	531,40	<b>579,50</b>
Fondos de inversión y seguros	114,00	455,80	<b>299,82</b>	98,50	<b>86,40</b>	243,30	<b>213,42</b>
Otros	36,70	65,00	<b>77,11</b>	-10,10	<b>-27,52</b>	38,40	<b>104,63</b>
<b>PASIVOS</b>	<b>170,10</b>	<b>932,90</b>	<b>448,44</b>	<b>170,10</b>	<b>100,00</b>	<b>592,60</b>	<b>348,38</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>2.130,60</b>	<b>7.962,40</b>	<b>273,72</b>	<b>1.373,00</b>	<b>64,44</b>	<b>4.458,70</b>	<b>209,27</b>

Fuente: Naredo et al. (2008) y elaboración propia.

media anual de cuatro puntos. Esta evaluación queda ratificada al comparar con lo sucedido con otro activo no financiero, las tierras, cuyo incremento de valor sólo ha podido superar ligeramente la tasa de inflación del período (1,64 frente a 1,50).

Observando las diferentes partidas que conforman los activos financieros, que en conjunto suponen un poco más de la quinta parte del total, las tres de mayor cuantía son, por este orden, efectivo y depósitos, acciones y participaciones, y fondos de inversión y seguros, mientras las dos restantes ofrecen una importancia residual. El comportamiento de las tres primeras presenta claras disparidades desde la óptica de la revalorización mantenida en el período. En efecto, la rúbrica efectivo y depósitos, la de mayor cuantía, ha sufrido una depreciación en términos reales ya que el aumento del 93% no compensa el alza de los precios al consumo del período (150%). Por su parte, los fondos de inversión y seguros han obtenido una apreciable revalorización (213%) que ha podido compensar la tasa de inflación del período en unos 63 puntos porcentuales. Finalmente, se observa que es la partida de acciones y otras participaciones donde la revalorización alcanza su nivel máximo con valores del 579%, casi cuatro veces la inflación, y más del doble de la que ha tenido la vivienda.

A la hora de analizar la conducta financiera seguida por las familias españolas en los últimos años a la luz de la racionalidad económica, hay dos aspectos relevantes que merecen ser destacados: que las familias han tendido a concentrar su patrimonio de un modo muy marcado en bienes inmobiliarios, y que este activo se ha revalorizado menos que los activos financieros como las acciones y otras participaciones.

#### 1. Elevada concentración del patrimonio en vivienda

Las familias españolas tienen un 75% de su patrimonio invertido en vivienda de modo que, como sucede con cualquier activo, real o financiero, quedan sometidas a cambios imprevistos que jueguen en contra de sus intereses. En este caso concreto, en los mercados inmobiliarios. Una caída de los precios de la vivienda, la aparición de catástrofes naturales o sucesos no controlables pueden suponer pérdidas cuantiosas que afectan muy intensamente a la riqueza de los hogares.

En consecuencia, esta conducta es contraria a una norma fundamental de la prudencia financiera que, en clave norteamericana, se explica por

*“no poner todos los huevos en la misma cesta”* y que, presentada de una manera menos popular y más técnica, viene a decir que es imprescindible diversificar o distribuir los riesgos con el fin de evitar una concentración excesiva en un activo o unos pocos activos.

Un comportamiento que rompe con normas de prudencia tan contrastadas como razonables sólo puede explicarse por el fuerte arraigo que tiene en la sociedad española el objetivo de habitar una vivienda en propiedad. Este fenómeno forma parte del acervo popular y para García Montalvo (2008: 90-91) responde a una serie de supuestos que, a fuerza de repetirse, han terminado por convertirse en falacias populares. De entre ellos, merecen destacarse los siguientes:

– *El precio de la vivienda nunca ha bajado en España.* Es, por tanto, un activo que se aprecia continuada e indefinidamente; de esta forma, se acepta como axioma lo que no es sino una hipótesis sometida a contraste empírico: la inversión inmobiliaria siempre aumenta de valor, lo cual supone una clara excepción a lo que sucede con cualquier otro activo.

Algunas de las hipótesis que subyacen en este planteamiento están basadas en que: el suelo es cada vez más escaso y, por tanto, más caro, o que los precios tienen que subir para converger con los europeos, propuestas ambas que no resisten un análisis empírico. Cualesquiera que sean los razonamientos aportados, estamos ante un mito popular que no tiene soporte real. Al igual que ha sucedido en otros países, como Japón, Alemania, Estados Unidos o Reino Unido, España también ha vivido crisis inmobiliarias acompañadas de caída de precios de la vivienda. Tenemos ejemplos en la mitad de los setenta, y principios de los ochenta y noventa (García-Montalvo, 2008). En la presente coyuntura, los precios se están ajustando de manera clara y resulta cada día más difícil negar esa evidencia. El mito, pues, parece desmoronarse, pero no puede afirmarse que, al igual que el Ave Fénix, no vuelva a resurgir de sus cenizas pasados unos años, una vez que se haya olvidado la explosión de la burbuja inmobiliaria.

– *Es mejor pagar una hipoteca que un alquiler, porque al final tienes la propiedad de la vivienda.* Esta afirmación queda condicionada a las hipótesis utilizadas. El análisis económico demuestra que, a largo plazo y en circunstancias normales, los flujos financieros derivados de la compra o el alquiler de una vivienda tienden a

igualarse y, en consecuencia, la decisión hacia una u otra alternativa resulta ser indiferente desde el punto de vista económico.

## 2. Menor revalorización de la inversión en este activo no financiero respecto a las acciones y otras participaciones

El segundo aspecto, tal como hemos observado, muestra que, en el período considerado, la vivienda no se ha comportado como el activo de mayor revalorización. A similar conclusión llegan Balmaseda y García Martos (2007: 50) analizando una serie de datos más larga, en la que, con un índice 100 para 1980, la vivienda, lo mismo que los bonos, se sitúa en 2005 en valores cercanos a mil, mientras las acciones superan el índice 2.500. Debe tenerse muy en cuenta, además, que el período de referencia (1994-2007) utilizado en este trabajo se ha caracterizado por una continuada subida del precio de la vivienda sin que se hayan producido, con carácter general, retrocesos importantes.

## 5. RECAPITULACIÓN Y CONCLUSIONES

El objeto del presente trabajo es el estudio de la estrategia financiera seguida por las familias españolas en la acumulación y distribución de su patrimonio durante el período 1994-2007, caracterizado éste por una larga onda de fuerte crecimiento económico, situada entre dos crisis, con tasas anuales de aumento del PIB mayoritariamente situadas entre el 3 y el 5%, y muy superiores a las de los países de la Eurozona.

La literatura económica que estudia la relación entre crecimiento económico y patrimonio familiar muestra que existe una elevada correlación positiva entre ambas variables. Las familias españolas han seguido una conducta similar, incrementando de forma muy notable su volumen de riqueza a unas tasas anuales del 8%, muy por encima de las tasas de crecimiento del PIB.

Si bien la acumulación patrimonial sigue el patrón de los países desarrollados, no ha sucedido lo mismo con la distribución entre activos reales y financieros, donde, a diferencia de esos mismos países, el peso en el patrimonio familiar de los activos reales y, en concreto la vivienda, no ha dejado de aumentar a lo largo de todo el período. Conse-

cuentemente, la *ratio* activos reales/activos financieros es creciente (3,11 y 3,60 en 1994 y 2007, respectivamente), al tiempo que muestra una considerable descompensación, fruto de la elevada concentración del patrimonio en activos inmobiliarios residenciales.

Otros aspectos destacados de la estrategia familiar en la distribución de su riqueza que siguen la tendencia de los países de nuestro nivel económico, son el escaso peso y la pérdida de importancia de las tierras, la caída de los productos financieros tradicionales, como el efectivo y los depósitos, y el aumento de otros más complejos como las acciones y participaciones. Sin embargo, existe divergencia en cuanto a la escasa participación de los activos financieros emitidos por fondos de inversión y seguros. Finalmente, llaman poderosamente la atención los niveles de endeudamiento a los que han llegado las familias españolas, debido a la continuada necesidad de financiación que ha supuesto su inversión en vivienda.

A la hora de enjuiciar las estrategias patrimoniales de las familias españolas durante el período 1994-2007, desde la óptica de la racionalidad económica, merecen destacarse dos aspectos. El primero es que la elevada concentración de la riqueza en vivienda es contraria a la prudencia financiera en cuanto que la diversificación y distribución de los riesgos se considera como una forma fundamental de la conducta de los agentes económicos. En gran medida, este comportamiento riesgoso se explica por la existencia de algunas falacias populares que consideran la inversión residencial como altamente conveniente por tratarse de un activo históricamente "indepreciable", lo que constituye una excepción al comportamiento de los mercados y resulta difícilmente sustentable en fundamentos científicos.

El segundo aspecto que merece destacarse, es que el trabajo desmonta la falacia popular de que "es mejor comprar una vivienda que alquilarla". Aparte de que esta afirmación requiere, para ser verdadera, que se cumplan una serie de hipótesis que se aceptan popularmente sin la necesaria contrastación empírica, el análisis realizado permite concluir que la inversión en vivienda en el período considerado ofrece una revalorización considerablemente inferior a la obtenida por las acciones y otras participaciones, lo cual invalida la falacia, ya que alquilar e invertir el importe que se iba a destinar a la adquisición de vivienda a la compra de esos activos financieros permitiría obtener una mayor rentabilidad.

En conclusión, la estrategia financiera de las familias españolas con respecto a su patrimonio no parece la más adecuada porque, de una parte, supone una elevada concentración de riesgos en vivienda y, de otra, no es la más rentable. De hecho, dos hogares que hayan partido de un patrimonio igual en 1994 y lo hayan invertido, uno en vivienda y el otro en acciones, con la revalorización media obtenida en 2007, el último habría podido optar a la adquisición de una vivienda similar a la del otro hogar y disponer, además, de activos financieros por un importe superior al valor de la vivienda.

Podría argüirse que al ser el nivel de riesgo de la inversión en acciones más elevado que en vivienda la rentabilidad, o revalorización, debe ser también mayor. Este planteamiento, que puede ser aceptable a corto plazo, debido a la volatilidad de los valores bursátiles, es mucho más discutible para períodos más largos, ya que la vivienda también está sometida a situaciones de riesgo en momentos de atonía en los mercados inmobiliarios residenciales, tal como sucede actualmente.

Para finalizar, parece conveniente hacer un par de precisiones:

1. El trabajo está planteado desde una óptica macroeconómica, es decir, para el conjunto de las familias españolas y, por tanto, las conclusiones quedan limitadas a esa visión, sin que ello signifique que puedan existir conductas o comportamientos individuales concretos que escapen a la tendencia general o cuyos resultados no coincidan con los aquí expuestos.

2. El aumento de la tenencia en propiedad de la vivienda principal, aparte de otras cuestiones relevantes, responde también a aspectos institucionales, fundamentales en las relaciones sociales y económicas, y que juegan un papel determinante a favor de esta preferencia de los españoles y su escaso interés hacia el arrendamiento como fórmula alternativa. Primero, los arrendadores encontraron desincentivos en las regulaciones que limitaban la libertad de los pactos, entre ellas las que congelaban el importe de los arrendamientos urbanos o establecían períodos mínimos de contratación suficientemente largos. Más tarde, se enfrentaron a la incertidumbre en cuanto a la seguridad jurídica de los contratos respecto a las condiciones pactadas con el arrendatario. Esto supone indudablemente un riesgo que los propietarios tratan de cubrir elevando los precios del arriendo o exigiendo mayores garantías, todo lo cual tiene efectos indeseables en el aumento de los alquileres y la

consiguiente reducción de la demanda. De esta forma, nos encontramos en el peor de los mundos: la oferta de vivienda en alquiler es escasa y cara, y la demanda insuficiente.

Parece, pues, que si se quiere impulsar el arrendamiento como fórmula de tenencia, favoreciendo de paso la movilidad de la población, y rebajando la elevada concentración del patrimonio familiar en bienes inmobiliarios, será necesario introducir reformas en los mecanismos institucionales de funcionamiento del mercado de la vivienda que permitan flexibilizar su funcionamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

BALMASEDA, M., y D. GARCÍA MARTOS, (2007), "Ajuste compensado de la construcción", *Cuadernos de Información Económica*, 197, marzo-abril: 45-52.

GARCÍA MONTALVO, J. (2008), *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*, Barcelona, Antoni Bosch Editor.

GOLDSMITH, R. (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Conn., Yale University Press.

NAREDO, J. M.; CARPINTERO, O., y C. MARCOS (2008), *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)*, Estudios de la Fundación, Madrid, FUNCAS

PAMPILLÓN, F. (1998), "Evolución de los sistemas financieros: ¿Un modelo común?", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 63-64: 45-52.