

LA RIQUEZA Y SU EFECTO SOBRE EL CONSUMO EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS GLOBAL: EL CASO DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (UEM)

VICENTE MENEZES FERRERIA JUNIOR* / ÓSCAR RODIL MARZÁBAL**
*Banco Central de Brasil / **Universidad de Santiago de Compostela

Recibido: 17 de noviembre de 2011

Aceptado: 22 de diciembre de 2011

Resumen: La reciente crisis financiera global ha venido provocando un fuerte impacto sobre el crecimiento de las principales economías europeas. Esta crisis está produciendo efectos extremadamente adversos sobre la actividad real de la economía a través de diversos canales. Entre estos se encuentra el efecto riqueza, suponiendo que la variación de los niveles de riqueza puede estar conduciendo a una variación en el consumo privado. Bajo este contexto, este trabajo tiene como objetivo principal analizar la evolución de los niveles de riqueza y su efecto resultante sobre el consumo, utilizando macrodatos agregados de diez países de la Unión Económica y Monetaria durante el período trimestral 2000-2010.

Palabras clave: Efecto riqueza / Consumo / Crisis financiera / Unión Económica y Monetaria / Europa.

THE WEALTH AND ITS EFFECT ON THE CONSUMPTION IN THE CONTEXT OF THE GLOBAL CRISIS: THE CASE OF THE ECONOMIC AND MONETARY UNION (EMU)

Abstract: The recent global financial crisis has emerged causing a strong impact on the growth of the main European economies. This crisis is producing extremely adverse effects on the real activity of the economy through diverse channels. Among these is the effect wealth, which supposes that the variation of the wealth levels can be leading to a variation in the private consumption. Therefore, this article has as the primary goal to analyze the evolution of the wealth levels and its resulting effect on the consumption, using aggregated macro data of ten EMU countries during the 2000-2010 quarterly periods.

Keywords: Wealth effect / Consumption / Financial crisis / Economic and monetary union / Europe.

1. INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera global constituye una grave amenaza para el crecimiento de las principales economías europeas. Aunque se trata de un fenómeno cuya génesis es esencialmente financiera, sus prolongaciones sobre la economía real están siendo más profundas de lo que se imaginaba en principio. Esta crisis está produciendo efectos notablemente adversos sobre la economía real a través de diversos canales. Entre estos canales se encuentra el denominado efecto riqueza, suponiendo que la variación de los niveles de riqueza puede estar conduciendo a una variación en el consumo privado, lo que en última instancia compromete el crecimiento de los países.

En este escenario, este trabajo tiene como objetivo analizar la evolución de los niveles de riqueza y su efecto resultante sobre el consumo privado, con especial atención al cambio de contexto que implica la crisis global actual. Para ello, el estudio aborda como ámbito temporal el período 2000-2010, y como ámbito espacial diez países de la eurozona: Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia,

Holanda, Irlanda, Italia y Portugal. Dos son las razones que justifican esta selección: en primer lugar, porque estos países cuentan con una amplia experiencia en el proceso de Unión Económica y Monetaria y, en segundo lugar, porque estas diez economías producen en la actualidad más del 95% del PIB de la UEM, lo que la convierte en una muestra altamente representativa.

Este estudio constituye una aproximación diferente a otras realizadas con anterioridad, y guarda un especial interés por dos motivos: por un lado, porque al considerar un período más reciente es especialmente interesante analizar el efecto riqueza al hilo de la presente crisis; y, por otro lado, porque incorpora una metodología alternativa que trata de estimar con mayor precisión los niveles de riqueza, yendo más allá de la consideración de los índices de precios, lo que ha obligado a efectuar un cuidadoso proceso de reconstrucción de series de datos.

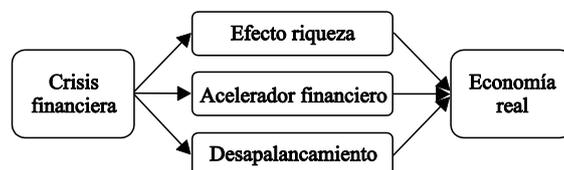
El trabajo se estructura en cuatro secciones, además de esta introducción y de las conclusiones. En la sección 2 se presentan los aspectos conceptuales y teóricos relativos a los canales de transmisión de la crisis financiera a la economía real, prestando una especial atención al efecto riqueza. En la sección 3 se desarrolla una metodología para la estimación de los niveles de riqueza, realizando a continuación un análisis de su evolución. Además, se presentan diferentes evidencias acerca de la relación entre la variación de la riqueza y del consumo en los países considerados en el trabajo. En la sección 4 se aborda un aspecto clave para la correcta interpretación de la evolución del consumo en el contexto de crisis, como es la evolución del crédito al consumo. Finalmente, en la sección 5 se realiza una aproximación cuantitativa por medio de diversas estimaciones econométricas, tratando de obtener una valoración más precisa del fenómeno del efecto riqueza, así como de su impacto en el contexto más reciente.

2. CONSIDERACIONES TEÓRICAS SOBRE LA CRISIS FINANCIERA Y LA ECONOMÍA REAL

Una parte importante de la literatura destaca la fuerte relación que existe entre una crisis financiera y la economía real. Desde un punto de vista teórico, y a modo de síntesis, pueden identificarse tres importantes canales de transmisión que conectan una crisis financiera con el sector real de una economía (figura 1): el primer canal deriva del denominado “efecto riqueza”, de naturaleza tanto financiera como inmobiliaria; el segundo canal procede del “acelerador financiero”, que muestra cómo el efecto riqueza anterior puede resultar amplificado a través de otros mecanismos financieros; y el tercer canal deriva del proceso de “desapalancamiento” del sector financiero que, al contraer el volumen de crédito, genera un efecto adverso sobre la actividad económica¹.

¹ Para una explicación más detallada de los canales de transmisión que conectan una crisis financiera con el sector real de una economía consúltese, por ejemplo, De la Dehesa (2009).

Figura 1.- Canales de transmisión entre la crisis financiera y la economía real



FUENTE: Elaboración propia.

Con respecto al primer canal, el efecto riqueza es un término bastante empleado para relacionar la evolución de la riqueza con la expansión del consumo privado. Es, básicamente, un fenómeno que se produce sobre el consumo ante la percepción de una mayor o menor riqueza de las familias como resultado de la variación de los precios de los activos. De este modo, la sensación de mayor (menor) riqueza de las familias –ilusión patrimonial– lleva a estas, supuestamente, a aumentar (reducir) sus niveles de consumo, afectando positivamente (negativamente) a la ecuación de la demanda agregada y, en consecuencia, también al PIB (Jiménez y Sánchez, 2002; Naredo, 2002).

En relación con el segundo canal, cuando caen los precios de los activos, el efecto negativo de la riqueza sobre la demanda puede resultar amplificado por el acelerador financiero, provocando una caída sustancial del PIB. Por lo tanto, al disminuir la riqueza de empresas y familias, estas pasan a tener una menor solvencia, restringiendo el acceso al crédito o aumentando su coste, lo que reduce su capacidad de consumir o de invertir. Esto puede conducir a una desaceleración económica que aumenta el impago de los préstamos causando más pérdidas al sector financiero, lo que reduce aún más el crédito, produciendo un círculo vicioso peligroso que acaba agravando la recesión económica².

Por lo que respecta al tercer canal, estudios recientes (Medialdea y Álvarez, 2008; Philippon, 2007) advierten que el sector financiero ha experimentado un aumento mucho más significativo que otros sectores en las últimas décadas como resultado de un proceso de apalancamiento. Con la eclosión de una crisis, una entidad con un alto nivel de apalancamiento y que tenga una fracción de sus activos deteriorados puede ser llevada a una situación de insolvencia, ya que necesita ajustar sus *ratios* obligatorias de capital. Esto puede arrastrar a otras entidades a hacer lo mismo, generando una “escalada de apalancamiento”. En el desapalancamiento, todos los activos resultan afectados, puesto que se trata de evitar la insolvencia causada por el excesivo endeudamiento en una conjuntura en la que no es posible refinanciar las deudas, lo que conduce a un *credit crunch* que tiene un efecto negativo sobre el consumo, con consecuencias prolongadas sobre toda la actividad económica (Bayoumi y Melander, 2008; Swiston, 2008).

² Para una mayor profundización en el tema, véase Bernanke *et al.* (1999).

2.1. REFLEXIONES RELATIVAS AL EFECTO RIQUEZA

La literatura económica ha establecido desde hace tiempo una relación positiva entre la riqueza y el consumo. Los modelos teóricos prevén que los choques inesperados que afectan a la riqueza modifiquen la renta permanente de las familias, alterando los patrones de ahorro y de consumo a lo largo del ciclo de vida. De acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida desarrollada por Brumberg y Modigliani (1954), los consumidores tratan de moderar el patrón de consumo a lo largo de la vida teniendo en cuenta su restricción presupuestaria intertemporal. Este objetivo, cuando los consumidores son jóvenes y comienzan a trabajar, es alcanzado a través del recurso al crédito con bajo rendimiento corriente, pero con expectativas de crecimiento en el futuro, pues mientras están trabajando ahorran para acumular riqueza y pagar sus deudas, pero cuando se jubilan consumen una buena parte de la riqueza acumulada para seguir manteniendo su nivel de consumo. En este contexto, el consumo depende de la renta permanente, de la riqueza inicial, de la expectativa de vida y de la tasa de preferencia intertemporal.

Algunos estudios (Modigliani, 1971; Modigliani y Tarantelli, 1975) ampliaron el modelo básico con la finalidad de ajustar los desvíos de las predicciones, obteniendo una interpretación más realista de las decisiones de los consumidores. En otras contribuciones posteriores (Modigliani y Steindel, 1977; Elliot, 1980), los modelos se extendieron, introduciendo la posibilidad de que las familias mantengan algunos bienes por precaución o con el objetivo de dejárselos como herencia a sus descendientes.

Por otro lado, es importante señalar que no todos los tipos de riqueza producen el mismo efecto sobre el consumo privado, siendo oportuno diferenciar entre riqueza financiera y riqueza inmobiliaria, teniendo en cuenta tanto las diferentes preferencias de los consumidores como las características de los bienes³. La teoría económica sugiere que la respuesta del consumo frente a un aumento en el valor del activo es mayor cuanto más líquido sea el activo. Igualmente, la reacción del consumo resulta mayor cuanto más fácil sea medir el valor del activo. Además, también depende de si el incremento del activo es de corta o de larga duración, ya que en la segunda condición aumenta la capacidad de consumirlo. Esas particularidades sugieren que no es tan obvio que el efecto riqueza sea mayor en el caso financiero que en el caso inmobiliario y, además, su medición no resulta tan simple, algo a lo que este trabajo pretende contribuir desde el punto de vista empírico.

Tradicionalmente, la riqueza financiera se ha diferenciado por ser más líquida y de más fácil valoración que la riqueza inmobiliaria, dado que los activos financieros son negociados con más frecuencia que los activos inmobiliarios. Sin embargo, los activos inmobiliarios han venido presentando movimientos prolongados y variaciones de precios de mayor duración que las fluctuaciones de los precios de los activos financieros. A su vez, en la mayoría de los países avanzados la riqueza in-

³ Para una revisión empírica y detallada de la literatura, véase Poterba (2000).

mobiliaria es mayor que la riqueza financiera, y sus alteraciones podrían provocar un efecto mayor sobre el consumo.

En definitiva, la riqueza inmobiliaria es distinta de la riqueza financiera, ya que presenta características bastante diferenciadas desde distintas ópticas. Cuando se invierte, por ejemplo, en un activo financiero, se esperan dos tipos de rendimientos: mientras que el primero se refiere a la rentabilidad regular que proporciona el propio activo, el segundo corresponde a una expectativa de elevación del precio, que se materializaría en una plusvalía con su venta. En ambos casos se observa un incremento en la riqueza financiera total, puesto que unas familias se vuelven más ricas al poseer activos más valiosos, mientras que otras familias pueden comprar aquellos activos más caros, participando así de una mayor rentabilidad e incrementando su renta futura. De este modo, la riqueza total de la economía aumenta, creciendo el consumo privado, puesto que parte del aumento de la riqueza se destina al gasto en bienes de consumo.

No obstante, cuando se invierte en un activo inmobiliario su adquisición puede ser considerada un gasto en un bien de consumo duradero. Aunque la expectativa de valorización del inmueble sea similar a la del activo financiero, la riqueza inmobiliaria no responde a los mismos factores que la riqueza financiera. Si los precios de los inmuebles crecen, la riqueza de las familias propietarias aumenta, mientras que la riqueza de aquellas sin propiedad, pero con intención de adquirirla, disminuye, ya que pierden parte del poder adquisitivo al negociar una casa. En este caso, la riqueza total ni aumenta ni disminuye, dado que se produce una transferencia de riqueza entre familias. Sin embargo, aunque no exista un aumento en la riqueza total, el consumo privado puede aumentar por diversas razones: una primera razón es que las familias pueden endeudarse más, ya que su garantía colateral aumenta debido al incremento del precio de los inmuebles; y una segunda razón es que las familias –motivadas por un escenario favorable de intereses bajos y crédito abundante– pueden contraer más deudas de las que soportaría su renta futura en el caso de que aumentaran los tipos de interés.

Desde el punto de vista metodológico, la literatura revela que existen dos tipos de enfoques para el análisis de los efectos de la riqueza sobre el consumo: una aproximación se basa en el análisis de datos agregados a nivel macro con series temporales, mientras que la otra perspectiva se apoya en datos microeconómicos. En cualquier caso, las evidencias empíricas basadas en análisis de datos micro son escasas, en comparación con las evidencias fundamentadas en el examen de datos macro agregados⁴. De un modo general, la literatura parece encontrar evidencias que demuestran la existencia de una relación a largo plazo positiva y significativa entre riqueza y consumo.

⁴ Concretamente, resulta difícil estimar los efectos de la riqueza a nivel micro debido a la escasez de datos que incluyan información sobre consumo, riqueza y características socioeconómicas con la desagregación al nivel individual de las familias. Además, el análisis micro aún resulta más débil cuando se trata de las comparaciones internacionales entre países.

En este sentido, pueden encontrarse en la literatura diversos estudios que tratan de examinar el efecto de las variaciones de la riqueza sobre el consumo a partir de datos macro agregados. Bertaut (2002), por ejemplo, estudia el impacto del efecto riqueza sobre el consumo durante los años ochenta y noventa, utilizando macrodatos de EE.UU. y de otros nueve países industrializados. Este autor encuentra evidencias estadísticas significativas de un efecto de riqueza financiera en dos países, comparable a los resultados obtenidos en EE.UU.⁵. En la misma línea, Ludwig y Slok (2002) analizan el impacto de la riqueza sobre el consumo para dieciséis países de la OCDE durante los años ochenta y noventa. En líneas generales, los resultados de los modelos de regresión sugieren un impacto significativo de la riqueza financiera e inmobiliaria sobre el consumo privado a largo plazo, con predominio de la riqueza financiera⁶.

En otro estudio, Barata y Pacheco (2003) analizan el desempeño del consumo privado a largo plazo como función de la renta disponible y de la riqueza desagregada utilizando datos trimestrales (1980-2001) de seis países europeos. Los resultados de los modelos empleados muestran evidencias estadísticas significativas de efecto riqueza en el consumo, destacando el efecto inmobiliario⁷. Utilizando una serie de datos anuales agregados (1975-1999) de catorce países y otro panel de datos trimestrales (1982-1999) delimitados a los Estados de EE.UU., Case *et al.* (2005) analizan comparativamente el efecto de los cambios de la riqueza financiera e inmobiliaria en el consumo. En general, los resultados de los modelos comprueban la existencia de un efecto positivo y estadísticamente significativo de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo. En concreto, obtienen que, para el conjunto de los catorce países, un aumento del 10% na riqueza inmobiliaria eleva el consumo en un 1,1%, mientras que el mismo aumento en la riqueza financiera no genera efectos sobre el consumo.

Por su parte, el trabajo de Arriaga (2008) presenta un análisis del efecto riqueza en función de la valorización de los activos en España. Utilizando una serie de datos trimestrales (1995-2004), esta autora encuentra evidencias significativas del efecto riqueza sobre el consumo, con predominio del efecto inmobiliario. Otras perspectivas, como el estudio de Skudelny (2009), examinan los efectos de la riqueza sobre el consumo de doce países del área euro, utilizando dos bases de datos trimestrales, tanto con datos agregados (1980-2006) como desagregados (1995-

⁵ Bertaut emplea en su análisis cuatro modelos dinámicos MCO de consumo a largo plazo, basado en el procedimiento de “avances” y “retardos” sugerido por Stock y Watson (1993). En el primer modelo, la medida de la riqueza es la riqueza total de las familias; en el segundo, la medida considerada es la riqueza financiera; en el tercer modelo incluye la riqueza financiera y no financiera de manera desagregada; y, en el cuarto y último modelo, diferencia entre riqueza mobiliaria y no mobiliaria.

⁶ Los autores emplean en su análisis técnicas econométricas de cointegración de datos de panel desarrolladas por Pesaran *et al.* (1999).

⁷ Barata y Pacheco utilizan modelos de regresión lineales que estiman a largo plazo una relación entre consumo, renta e índices de riqueza desagregados, desarrollados a partir de la ecuación original del consumo adoptada, entre otros, por Ludwigson y Steindel (1999), Davis y Palumbo (2001) o Ludwig y Slok (2002).

-2006). En líneas generales, los resultados parecen indicar que el impacto de la riqueza sobre el consumo es positivo y significativo en la mayor parte de los modelos utilizados, con predominio de la riqueza financiera⁸.

Empleando datos trimestrales (1970-2004) de dieciséis países, el estudio de Slacalek (2009) examina el efecto de la riqueza sobre el consumo utilizando un método basado en el modelo de estancamiento del crecimiento del consumo agregado⁹, concluyendo que, en primer lugar, la “propensión marginal a consumir (PMC)” sobre el incremento en la riqueza varía entre uno y cinco centavos de dólar, confirmando los resultados obtenidos en otros trabajos (Case *et al.*, 2005; Ludwig y Slok, 2002); en segundo lugar, observa que los consumidores de los países con mercados de hipotecas desarrollados reaccionan más fuertemente a los choques de riqueza, gastando entre cuatro y seis centavos ante un incremento de un dólar en la riqueza; y, en tercer lugar, obtiene evidencias de que los efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo son un poco menores que en el caso de la riqueza financiera en nueve de los dieciséis países examinados.

Más recientemente, Dreger y Reimers (2011) analizan la relación a largo plazo que existe entre el consumo privado, la renta disponible y el índice de precios, como *proxies* de los niveles de riqueza, para un panel de datos trimestrales de quince países industrializados durante el período 1991-2010. En primer lugar, comprueban que tanto los datos de consumo como la información de renta disponible y de riqueza son cointegradas en sus componentes comunes; en segundo lugar, observan que el impacto del índice de precios inmobiliarios supera en general los efectos derivados del índice de precios financieros; y, por último, que el vector de cointegración a largo plazo confirma la hipótesis del ciclo de vida bajo el supuesto de considerar la entrada de los índices de precios inmobiliarios en la relación.

3. ESTIMACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS NIVELES DE RIQUEZA

Desde un punto de vista metodológico, la técnica de utilización de índices de precios¹⁰ como *proxies* de los niveles de riqueza desagregada constituye una aproximación utilizada con frecuencia en la literatura para la medición del efecto riqueza sobre el consumo privado (Ludvigson y Steindel, 1999; Davis y Palumbo, 2001;

⁸ En su estudio empírico, Skudelny estima tres ecuaciones diferentes derivadas de un modelo sugerido por Dvornak y Kohler (2007): en la primera ecuación considera la riqueza total agregada; en la segunda desagrega la riqueza total en financiera e inmobiliaria; y en la tercera sustituye la riqueza inmobiliaria nominal por la real.

⁹ El método de estimación sugerido consiste básicamente en tres etapas: i) estima la persistencia del crecimiento del consumo λ ; ii) evalúa el efecto a corto plazo inmediato de los choques de riqueza sobre el consumo; y iii) utilizando los parámetros propuestos en las etapas i) y ii), estima el efecto inmediato y eventual de la riqueza agregada y desagregada sobre el consumo a largo plazo.

¹⁰ El Índice de Precios de la Vivienda –*House Price Index*– es un indicador que expresa en términos nominales y reales la variación del precio medio de las viviendas a lo largo del tiempo. Por su parte, el Índice de Precios Financieros –*Share Price Index*– es un indicador financiero que expresa en qué medida el precio de los stocks mobiliarios varía a lo largo del tiempo.

Ludwig y Slok, 2002; Barata y Pacheco, 2003; Dreger y Reimers, 2011). No obstante, esos índices de precios no contemplan íntegramente las variaciones absolutas de los niveles de riqueza, pudiendo conducir a resultados inconsistentes en determinados casos. En este sentido, basta con señalar que si por riqueza entendemos el valor de los activos, su precio puede ser un elemento determinante en su evolución, aunque no de modo exclusivo –también influye, por ejemplo, la cantidad de esos activos–. Por este motivo, proponemos a continuación el empleo de una metodología alternativa para la estimación de los niveles de riqueza financiera e inmobiliaria, frente a la consideración de los índices de precios.

3.1. ESTIMACIÓN DE LOS NIVELES DE RIQUEZA

La metodología empleada para la reconstrucción de los valores de la riqueza desagregada parte de un procedimiento similar al utilizado en otros trabajos recientes (Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009). En esta línea, realizamos estimaciones sobre el valor de la riqueza financiera trimestral *per capita* a partir del producto de la riqueza financiera consolidada líquida¹¹ y del PIB trimestral *per capita*, procedentes de la base de datos de la Eurostat para el período 2000-2010¹²:

$$RFpc_{it} = RF_{it} \times PIBpc_{it} \quad (1)$$

donde $RFpc_{it}$ es la riqueza financiera *per capita* para el país i en el año t ; RF_{it} es la riqueza financiera consolidada líquida de las familias e instituciones sin fines de lucro para el país i en el año t expresada como porcentaje del PIB; y $PIBpc_{it}$ es el Producto Interior Bruto *per capita* para el país i en el año t .

Por otro lado, se realizaron estimaciones del valor de la riqueza inmobiliaria trimestral *per capita* para el período 2000-2010, utilizando la siguiente ecuación¹³:

$$RVpc_{it} = IRV_{it} \times P_{it} \times DSpc_{it} \times T_i \times R_i \quad (2)$$

donde $RVpc_{it}$ es la riqueza inmobiliaria real *per capita* para el país i en el año t ; IRV_{it} es el índice de precios reales de las viviendas para el país i en el año t ; P_{it} es el precio medio por m² de la vivienda para el país i en el año t ; $DSpc_{it}$ es el stock de viviendas *per capita* para el país i en el año t ; T_i es la superficie media de la vivienda para el país i ; y R_i es la tasa de propietarios para el país i .

¹¹ Eurostat: *European Sector Accounts - Financial Accounts Balance Sheet - Net Financial Assets*. Datos anuales consolidados de las familias e instituciones sin fines de lucro de los países expresados en porcentaje del PIB.

¹² Disponibilidad de datos para la riqueza financiera *per capita*: a) Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia, Holanda y Portugal (2000Q1-2010Q4); b) Italia (2000Q1-2009Q4); c) Irlanda (2001Q1-2010Q4), siendo Q1 el primer trimestre, Q2 el segundo trimestre, Q3 el tercer trimestre y Q4 el cuarto trimestre.

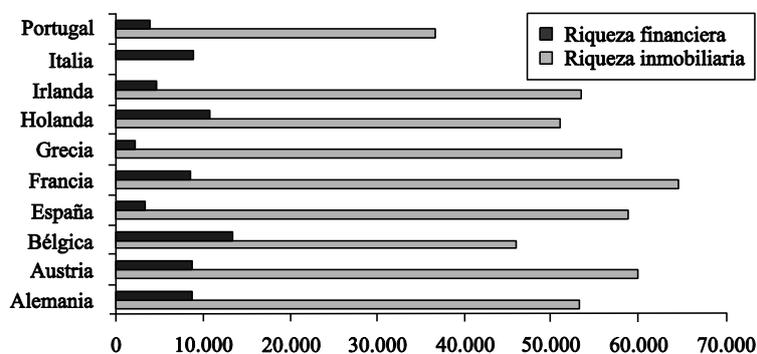
¹³ Disponibilidad de datos para la riqueza inmobiliaria real *per capita*: a) Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia, Holanda e Irlanda (2000Q1-2010Q4); b) Portugal (2001Q3-2010Q4); c) Italia: no disponible.

Los datos del índice de precios reales de la vivienda (IRV_{it}) proceden simultáneamente de la base de datos de la OCDE –Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Holanda, Irlanda e Italia– y de la *Global Property Guide*¹⁴ –Grecia y Portugal–. El precio de la vivienda (P_{it}) se obtuvo de la *Global Property Guide* para un determinado país en un año concreto t , y su serie ha sido reconstruida a partir de los índices de precios reales inmobiliarios. El stock de viviendas ($DSpc_{it}$) se ha calculado a partir de los datos del boletín publicado por las Naciones Unidas¹⁵, siendo reconstruida su serie a través de un procedimiento de interpolación lineal¹⁶. Los datos relativos a la superficie media de la vivienda (T_i) se han obtenido a partir de Trilha (2001, p. 45), asumiendo como constante el tamaño medio en el tiempo. Finalmente, la tasa de propietarios (R_i) se ha obtenido a partir de un informe del Banco Central Europeo (BCE, 2009, p.13), asumiendo igualmente esta tasa como constante en el tiempo.

3.2. ANÁLISIS DE LOS NIVELES DE RIQUEZA

En general, se observa que, a partir de los datos calculados para los diez países, el nivel de la riqueza inmobiliaria es bastante superior al valor de la riqueza financiera líquida en el período examinado (gráfico 1).

Gráfico 1.- Nivel de la riqueza financiera e inmobiliaria *per capita* (en valores medios en euros para el año 2010)



NOTA: Los valores medios de la riqueza financiera para Italia se refieren al año 2009; dato no disponible para la riqueza inmobiliaria de Italia.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

¹⁴ Véase en <<http://www.globalpropertyguide.com>>.

¹⁵ *United Nations Bulletin of Housing Statistic for Europe and North America* <<http://www.unecce.org/hlm/prgm/hsstat>>.

¹⁶ Por falta de disponibilidad de datos, no ha sido posible calcular el stock de viviendas para Italia.

En términos comparativos, el crecimiento de la riqueza inmobiliaria ha sido superior al aumento de la riqueza financiera en la última década, debido sobre todo al aumento del precio de las viviendas. La disparidad entre los niveles de riqueza calculados podría justificarse porque el importe de la riqueza inmobiliaria no contempla la deuda que proviene de las hipotecas; importe que, ciertamente, disminuiría el valor de la riqueza inmobiliaria líquida. De este modo, esta deuda hipotecaria, que debería, en principio, estar descontada del total de la riqueza inmobiliaria líquida, se traslada a la riqueza financiera, teniendo en cuenta que el valor líquido calculado excluye las deudas de las familias, entre las que se encuentran las deudas hipotecarias¹⁷.

En la tabla 1 se presentan los datos comparados de la tasa acumulada de variación del nivel de la riqueza financiera e inmobiliaria para tres períodos: 2000-2007, 2008-2010 y 2000-2010. Como se puede comprobar, la evolución de las diferentes formas de riqueza sugiere un comportamiento heterogéneo entre los diez países examinados.

Tabla 1.- Tasa acumulada de variación de la riqueza financiera e inmobiliaria

	RIQUEZA FINANCIERA PER CAPITA (RFpc)			RIQUEZA INMOBILIARIA PER CAPITA (RVpc)		
	2000-2007	2008-2010	2000-2010	2000-2007	2008-2010	2000-2010
Alemania	40,5%	2,9%	44,6%	-9,5%	2,4%	-7,3%
Austria	29,1%	5,3%	35,9%	83,8%	11,5%	104,9%
Bélgica	-16,5%	-2,5%	-18,6%	59,6%	1,9%	62,7%
España	-11,6%	-23,1%	-32,1%	89,3%	-17,7%	55,7%
Francia	13,2%	2,2%	15,7%	96,4%	0,9%	98,2%
Grecia	-35,0%	-44,5%	-63,9%	60,1%	-17,2%	32,6%
Holanda	-14,7%	-15,0%	-27,5%	29,7%	-6,6%	21,2%
Irlanda	-24,4%	-21,3%	-40,5%	54,0%	-29,2%	9,0%
Italia	-8,4%	-8,9%	-16,5%	ND	ND	ND
Portugal	-17,4%	-3,7%	-20,4%	2,9%	-8,1%	-5,4%
MEDIA	-4,5%	-8,2%	-12,3%	51,8%	-6,9%	41,3%

NOTA: ND: No disponible.

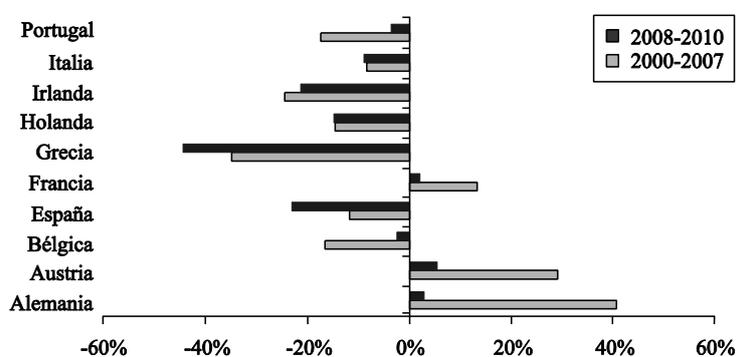
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

Por lo que respecta a la riqueza financiera, el período 2000-2007 se caracteriza por un crecimiento bastante modesto en el nivel de riqueza (tabla 1). No obstante, el comportamiento de Francia (13,2%), Austria (29,1%) y, sobre todo, Alemania (40,5%) es notable cuando se compara con la media de variación del grupo (-4,5%) y con el débil desempeño de otros países como, por ejemplo, Portugal, Irlanda y Grecia. La crisis de las empresas de tecnología, así como sucesos como el 11 de septiembre de 2001 parecen haber protagonizado un papel decisivo en el débil de-

¹⁷ Debido a las limitaciones impuestas por los datos, no se han podido separar las deudas hipotecarias de las deudas totales a nivel individualizado por país.

sempañó del mercado financiero global, repercutiendo negativamente en la evolución del valor de la riqueza en determinados países (gráfico 2). Por su parte, Francia (2,2%), Alemania (2,9%) y Austria (5,3%) son los únicos países del conjunto de los diez examinados que no han visto reducido el nivel de riqueza financiera durante la fase de crisis (2008-2010), lo contrario que en el caso específico de Irlanda (-21,3%), España (-23,1%) y, en especial, Grecia (-44,5%), que destacan por presentar una importante reducción del nivel de riqueza en el período recesivo¹⁸.

Gráfico 2.- Variación del nivel de la riqueza financiera *per capita*



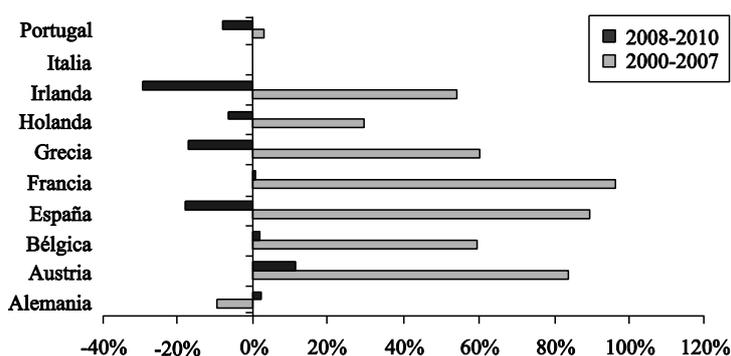
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la Eurostat.

Por lo que se refiere a la evolución de la riqueza inmobiliaria, el período 2000-2007 presenta unos crecimientos bastante intensos en términos reales, especialmente para el caso específico de Austria (83,8%), España (89,3%) y Francia (96,4%). Hay que tener en cuenta que durante la fase de crisis (2008-2010) la caída del nivel de riqueza inmobiliaria es muy significativa en Grecia (-17,2%), España (-17,7%) e Irlanda (-29,2%), países que se vieron fuertemente afectados por el colapso del sector de la construcción (gráfico 3). La elevada tasa de paro, asociada al alto nivel de endeudamiento de las familias, parece haber contribuido decisivamente a la reducción de la demanda inmobiliaria, potenciando una intensa caída en los precios de las viviendas en estos tres países. Por otro lado, Bélgica (1,9%), Alemania (2,4%) y, sobre todo, Austria (11,5%) destacan por no presentar una reducción en el valor de la riqueza inmobiliaria durante la fase de crisis. Una de las razones que, efectivamente, podría justificar en parte la no reducción del precio de la vivienda sería la no alteración de la tasa de paro durante la crisis, reduciendo la incertidumbre y, en consecuencia, manteniendo la demanda inmobiliaria en estos países. Además, el crédito hipotecario –otro factor determinante del comportamiento

¹⁸ Seguramente, esta expresiva reducción en el valor de la riqueza financiera líquida de Irlanda, España y Grecia afectará de alguna manera al nivel de consumo de las familias durante la fase de crisis.

de los precios de los activos inmobiliarios— se ha reducido de manera mucho menos intensa en Bélgica, Alemania y Austria que en el caso opuesto de Grecia, España e Irlanda.

Gráfico 3.- Variación del nivel de la riqueza inmobiliaria *per capita* real



NOTA: Dato no disponible para Italia.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la OCDE y la *Global Property Guide*.

Parece oportuno examinar ahora la correlación que existe entre la variación de la riqueza —total y desagregada— y del consumo privado *per capita*, con el objeto de obtener una primera aproximación sobre el impacto del efecto riqueza a nivel agregado. En este sentido, se ha observado la base de datos relativos la variación trimestral del consumo privado *per capita* (*CPpc*) y las variaciones de los niveles de riqueza *per capita* financiera (*RFpc*), inmobiliaria (*RVpc*) y total¹⁹ (*RTpc*) para los diez países europeos considerados. Las variaciones trimestrales corresponden a tasas de variación logarítmica. Los valores relativos a la variación del nivel de la *RFpc* han sido estimados con datos de la Eurostat, mientras que la serie relativa a la variación del nivel de la *RVpc* y la *RTpc*²⁰ ha sido calculada con datos procedentes de diversas fuentes estadísticas. Por su parte, la variación del *CPpc*²¹ ha sido valorada a partir de los datos de consumo de la Eurostat. El gráfico 4 solo muestra los resultados para las correlaciones existentes entre las variaciones de la riqueza total

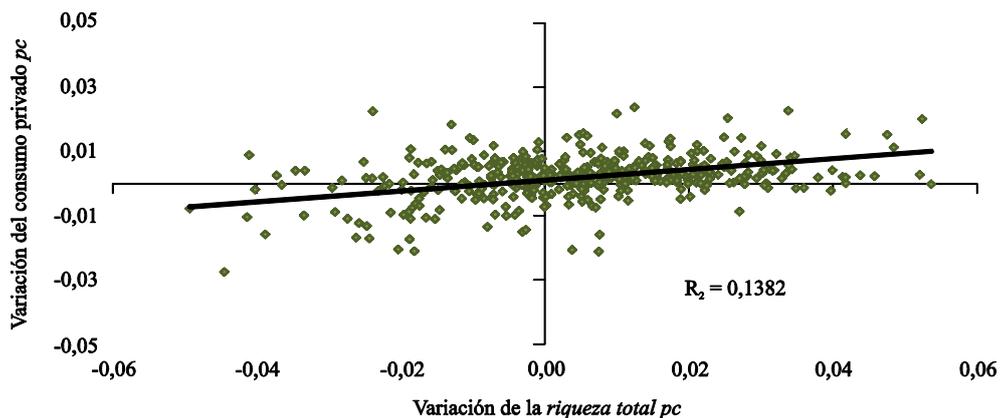
¹⁹ El nivel de riqueza total *per capita* (*RTpc*) es la suma del nivel de riqueza financiera (*RFpc*) e inmobiliaria (*RVpc*) *per capita*.

²⁰ Disponibilidad de datos para las variaciones de la *RTpc*: a) Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia y Holanda (2000Q2-2010Q4); b) Irlanda (2001Q2-2010Q4); c) Italia (2000Q2-2009Q4); d) Portugal (2001Q4-2010Q4). Se admite por hipótesis que las variaciones de la *RTpc* de Italia corresponden a las mismas variaciones de la *RFpc*.

²¹ Disponibilidad de datos para las variaciones del *CPpc*: Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia y Portugal (2000Q2-2010Q4).

y del consumo a nivel agregado. Como se puede observar en él, existe una relación positiva y significativa entre la variación de la riqueza total y del consumo privado.

Gráfico 4.- Análisis agregado trimestral, 2000-2010 (variación del consumo privado *per capita* y de la riqueza total *per capita*)



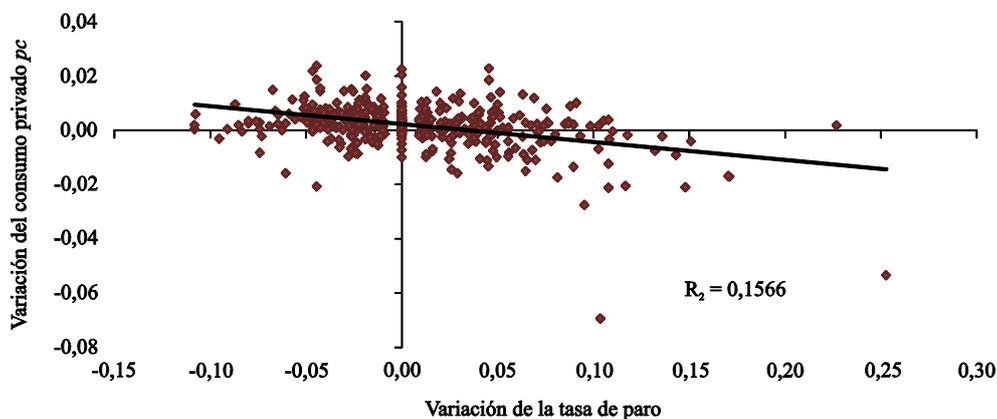
NOTA: Tasas de variación logarítmica intertrimestral.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos, entre otros, de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

En cualquier caso, hay que advertir que los resultados alcanzados en este tipo de análisis en el que se abordan conjuntamente diversos países deben ser tomados con cierta prudencia, y teniendo en cuenta la posible existencia de diferencias institucionales entre los países relativas tanto a aspectos impositivos como a restricciones que pueden afectar al crédito y al ahorro.

Otro elemento importante para comprender el proceso de crisis actual por su impacto negativo sobre el consumo es la tasa de paro y su evolución. Aunque el aumento de la tasa de paro no ha sido el factor determinante de la crisis, sino más bien su consecuencia, su manifestación se convierte rápidamente en un componente crucial para propiciar una escalada en la caída del consumo y de la inversión. Es decir, al efecto riqueza se une el efecto desempleo que conduce, posteriormente, a un menor consumo de las familias²². De este modo, los resultados obtenidos en el análisis de correlaciones demuestran la existencia de una relación inversa entre la variación del consumo y la tasa de paro a nivel agregado para los diez países de la UEM considerados, aunque este análisis puede estar recogiendo comportamientos internacionales diferenciados (gráfico 5).

²² A través de la pérdida o de la reducción de los ingresos, de mayores restricciones al crédito, de la disminución de la confianza, del empeoramiento de las expectativas, etc.

Gráfico 5.- Análisis agregado trimestral, 2000-2010 (variación del consumo privado *per capita* y de la tasa de paro)

NOTA: Tasas de variación logarítmica intertrimestral.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos de la Eurostat.

En la tabla 2 se presentan los coeficientes de correlación entre la variación intertrimestral del consumo *per capita* y de los niveles de riqueza *per capita* financiera (*RFpc*), inmobiliaria (*RVpc*) y total (*RTpc*) para los diez países entre los años 2000 y 2010.

Tabla 2.- Correlaciones entre la variación del consumo privado *per capita* y la variación del nivel de riqueza y de paro, 2000-2010

	<i>RTpc</i>	<i>RFpc</i>	<i>RVpc</i>	PARO
GLOBAL	0,37	0,12	0,35	-0,40
Alemania	0,15	0,05	0,15	-0,12
Austria	-0,10	0,37	-0,16	0,05
Bélgica	0,33	0,32	0,19	-0,13
España	0,56	0,47	0,53	-0,74
Francia	0,47	0,37	0,45	-0,17
Grecia	0,60	0,15	0,59	-0,63
Holanda	0,22	-0,11	0,31	-0,23
Irlanda	0,34	0,02	0,37	-0,57
Italia	0,54	0,54	ND	-0,37
Portugal	0,10	0,53	0,07	-0,26

NOTA: Dato no disponible.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos, entre otros, de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

A nivel agregado se observa una correlación positiva tanto para la riqueza total como para la riqueza financiera e inmobiliaria. A nivel desagregado se aprecia una correlación positiva en el caso de la riqueza total en casi todos los países, salvo en Austria. Por lo que respecta a la riqueza financiera, hay una correlación positiva

nuevamente en casi todos los países, salvo en Holanda. Del mismo modo, se repite la correlación positiva para la cuestión de la riqueza inmobiliaria en casi todos los casos, excepto en Austria. Adicionalmente, se observa un predominio de la riqueza inmobiliaria sobre la financiera en seis países de los diez examinados –Alemania, España, Francia, Grecia, Holanda e Irlanda–.

Por último, por lo que respecta a la correlación de la variación del consumo con la tasa de paro, puede constatarse otra vez su carácter negativo con claridad, tanto a nivel global como a nivel diferenciado por países. En los casos particulares de Irlanda, Grecia y España, la relación inversa entre la variación del consumo y el desempleo se produce de forma especialmente significativa para el período examinado, lo que guarda una conexión bastante estrecha con la oscilación de la tasa de desempleo en estos países como consecuencia de la crisis global.

4. EL IMPACTO DE LA CRISIS SOBRE EL CRÉDITO Y SU RELACIÓN CON EL CONSUMO

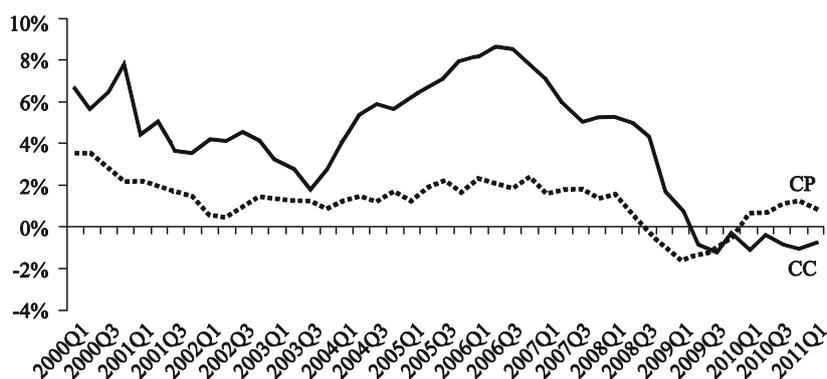
El crédito ha sido un componente fundamental del crecimiento económico moderno, permitiendo la anticipación de las relaciones comerciales en la medida en que hace posible el intercambio de un valor actual por una obligación futura, acelerando de este modo la circulación de la riqueza de un país. En este contexto, el crédito destinado al consumo funciona como una variable determinante que conecta la economía financiera con la actividad real, pudiendo amplificar el efecto riqueza sobre el consumo de las familias en la fase expansiva, o bien actuar inversamente como un freno en la etapa recesiva de la crisis.

En el gráfico 6 se presenta la evolución trimestral del consumo y del crédito al consumo en la última década, incluyendo el actual período de crisis. Como muestra este gráfico, la evolución del crédito se caracteriza por variaciones mucho más acentuadas que la evolución del propio consumo. Además, se observa una tendencia de la curva de crecimiento del consumo acompañando a la curva de crédito, esto es, cuando se incrementa el crédito, tiende a aumentar el consumo, mientras que lo contrario se produce en el momento en el que se retrae el crédito. Esto permite afirmar que una gran parte del crecimiento del consumo de las familias proviene del consumo financiado durante la etapa expansiva –entre los años 2003 y 2007–, que tiende a reducirse considerablemente, sobre todo en circunstancias adversas de restricción al crédito –entre los años 2008 y 2011–, mostrando desde entonces una tendencia de difícil recuperación.

Si nos centramos en la evolución dinámica del crédito al consumo, pueden diferenciarse tres grupos en el conjunto de países examinados (tabla 3): en primer lugar, los países en los que la expansión del crédito ha sido alta en la fase anterior a la crisis –Grecia, Irlanda y España–, con tasas de variación anual superiores al 14%; en segundo lugar, los países en los que el crecimiento del crédito ha sido medio –Italia, Portugal, Francia y Holanda–, con tasas de variación entre el 4% y el

12% anual; y, en tercer lugar, los países en los que el incremento del crédito ha sido bajo –Bélgica, Austria y Alemania–, con tasas de variación anual inferiores al 3%. En definitiva, los datos de crecimiento anual del crédito muestran con meridiana claridad un período expansivo (2004-2008²³) y otro recesivo (2009-2011).

Gráfico 6.- Evolución del consumo y del crédito al consumo (tasa de variación trimestral anualizada)



NOTA: CP: Consumo privado; CC: Crédito al consumo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

Tabla 3.- Variación anual del crédito al consumo (%)

CRECIMIENTO	PAÍSES	2004-2008	2009-2011
Alto	Grecia	24,5	-4,6
	Irlanda	18,5	-9,5
	España	14,2	-7,0
Medio	Italia	12,0	3,8
	Portugal	7,3	2,4
	Francia	4,7	-0,6
	Holanda	4,0	-0,1
Bajo	Bélgica	2,9	-3,6
	Austria	1,9	-3,6
	Alemania	0,8	3,4

NOTA: Valores medios mensuales anualizados para el período. Los datos del año 2011 se refieren solo hasta el mes de mayo.

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos del BCE.

Como acabamos de señalar, Grecia, Irlanda y España presentan las mayores tasas de crecimiento del crédito en el período expansivo; sin embargo, son estos países los que están sufriendo las mayores restricciones de crédito en la actual fase de crisis. Estos países partían de un modelo de crecimiento basado en el aumento del consumo, que en buena parte estaba financiado por la propia oferta de crédito, es

²³ Consideramos como etapa expansiva el año 2008, dado que los efectos restrictivos de la crisis sobre el canal del crédito al consumo solo se manifiestan con claridad a partir del año 2009.

decir, un modelo de crecimiento de consumo financiado que, con la manifestación de la crisis, ha perdido todo el sentido económico. Debido a la incertidumbre financiera, junto con el incremento sustancial del desempleo, las restricciones al crédito se acentuaron bastante, presentando tasas de variación negativa durante la mayor parte del período. Por otro lado, países como Portugal, Francia, Holanda, Bélgica y Austria, donde el crecimiento del crédito al consumo ha sido bajo o medio durante la fase expansiva, han sufrido algunas restricciones durante la crisis; no obstante, esas restricciones de crédito son menos intensas en comparación con los tres países previamente señalados.

Con respecto al caso de Italia, hay que señalar que, teniendo en cuenta que es un país en el que la *ratio* de endeudamiento del crédito sobre el PIB es bastante baja en comparación con otros países, y aunque haya sufrido un crecimiento del crédito muy importante durante la fase expansiva, representa un mercado de crédito poco explorado. La dinámica del endeudamiento para la financiación del consumo ha sido poco utilizada en comparación con otros países. De este modo, aunque la crisis ha restringido el acceso al crédito, la utilización de los recursos del crédito para el consumo representa un fenómeno en expansión, que justifica en parte los resultados positivos durante el período de crisis.

Por último, también merece la pena destacar el caso de Alemania, considerando que el incremento del crédito en el período expansivo ha sido bastante reducido, y que en la etapa de crisis ha alcanzado resultados positivos. A pesar de haber sufrido importantes caídas en el PIB, Alemania es un país que, en comparación con otros países, se ha recuperado muy rápidamente de la crisis, reconquistando su nivel de inversión y de comercio exterior, motores propulsores del crecimiento económico. Además, el mantenimiento de la tasa de desempleo en niveles bastante equilibrados y bajos durante la crisis ha generado un ambiente de confianza sobre el consumo de los hogares que, junto con medidas no convencionales de apoyo al crédito, ha permitido que el canal del crédito fuese velozmente reactivado.

5. UNA APROXIMACIÓN AL EFECTO RIQUEZA: RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN ECONÓMETRICA

Con el objeto de alcanzar una aproximación más completa y precisa del efecto riqueza, se ha realizado una estimación econométrica que incorpora aquellas variables que, de acuerdo con las relaciones establecidas en el plano teórico, explican el comportamiento del consumo privado. Para ello, se dispone de un amplio conjunto de datos de panel, con una estructura dimensional que combina diez unidades de sección cruzada (países) con cuarenta y cuatro unidades de serie temporal (datos trimestrales).

Estas variables —expresadas en logaritmos y en términos *per capita*— se consideran tanto en niveles como en variaciones, dando lugar a dos especificaciones del modelo econométrico. La primera especificación (tabla 4), que se refiere a los nive-

les, pretende poner de manifiesto la estrecha relación que existe entre las variables explicativas –renta, riqueza o desempleo– y el nivel de consumo –privado– *per capita*. En el caso de la segunda especificación (tabla 5), que se refiere a las variaciones, se busca comprobar el grado de relación que existe entre la variación de esas variables y la variación del consumo *per capita*. Hay que señalar que es esta segunda especificación la que responde más estrechamente al objetivo central del trabajo, siendo también la más exigente desde el punto de vista de la medición del llamado “efecto riqueza”.

Por lo que respecta a las variables, el consumo *per capita* siempre aparece como la variable dependiente expresada en niveles –valores trimestrales en logaritmos– o en variaciones –tasas de variación logarítmica intertrimestral–, dependiendo de la especificación. Por lo que se refiere a las variables explicativas, junto al valor de la riqueza –en su versión total o en la desagregada, y con un hipotético efecto positivo sobre el consumo– se consideran otros factores que también afectan en mayor o menor grado al consumo de los hogares, tales como la renta disponible *per capita* –con una presumible influencia positiva sobre el consumo–, la tasa de desempleo –con una supuesta influencia negativa– o el nivel de desigualdad en la distribución de la renta –con un efecto supuestamente negativo–.

Finalmente, también se incluye una variable cualitativa (*dummy*) de tipo aditivo, denominada “*crisis*”, que toma valores iguales a 1 para aquellos trimestres correspondientes al período de crisis (2008-2010), y valores iguales a 0 para los trimestres del período inmediatamente anterior (2000-2007). Esta variable trata de recoger el impacto sobre el consumo atribuible al cambio de contexto económico, social y político que implica la crisis global. Esto se ha traducido, entre otros aspectos, en un fuerte empeoramiento de las expectativas y en un aumento de la incertidumbre, acompañados de drásticas restricciones en la oferta de crédito en la mayor parte de las economías. Por lo tanto, con la inclusión de esta variable se pretenden abordar de forma más precisa los efectos de las demás variables sobre el consumo.

Para cada una de estas dos especificaciones –en niveles y en variaciones– se presentan dos modelos, en función del grado de desagregación de la variable riqueza: la riqueza total (modelos I y III) o la riqueza desagregada (modelos II y IV).

Volviendo a las variables explicativas se considera, en primer lugar, la renta familiar disponible, tratando de calcular la influencia de uno de los factores más señalados por la teoría económica para explicar el consumo. Con esta variable se trata, en definitiva, de valorar el efecto renta sobre el consumo. En segundo lugar, se estudia el valor de la riqueza tanto en términos totales como desagregada en sus dos componentes: la riqueza financiera y la inmobiliaria. En tercer lugar, se incluye un factor crítico en épocas de crisis: el desempleo, cuyo efecto esperado sobre el consumo parece poco susceptible de discusión. El paro supone, por un lado, la pérdida de ingresos y, por otro lado, un empeoramiento de las expectativas que conducen a una disminución del consumo no solo de los propios desempleados y de sus familias –pérdida de ingresos–, sino también del resto de individuos y familias –au-

mento del ahorro por precaución, reduciendo parte de su consumo—. A este conjunto de consecuencias sobre el consumo se le podría llamar “efecto desempleo”. Como cuarta variable explicativa se ha incluido la variable relativa a la desigualdad en la distribución de la renta, aproximada a través del índice de Gini²⁴, con la que se trata de contrastar en qué medida el grado de desigualdad en la distribución de la renta afecta al consumo²⁵. Por último, se ha incorporado una variable cualitativa que trata de definir el papel que desempeña el actual contexto de crisis.

A pesar de llevar a cabo este análisis en un marco espacial homogéneo como es la Unión Económica y Monetaria, es de esperar que puedan estar operando ciertas especificidades de carácter nacional que lleven a comportamientos diferenciados. Por esta razón se ha realizado la estimación por el método de *efectos fijos*, que contempla la existencia de estas particularidades, y que permite realizar estimaciones más consistentes y menos desviadas que el procedimiento habitual de MCO.

Partiendo de la primera especificación, que considera los niveles de las variables para los diez países de la UEM, se han obtenido los resultados que se presentan en la tabla 4. La inclusión del consumo *per capita* retardado (un trimestre) permite comprobar la presencia de un carácter acumulativo en los niveles de consumo presente con respecto al consumo pasado²⁶ y, a la vez, obliga a considerar con mayor amplitud el impacto que sobre el consumo actual tienen las variables explicativas, ya que revela la existencia de un efecto multiplicador a través del tiempo²⁷.

En esencia, los resultados de esta primera especificación ponen de manifiesto la estrecha relación que existe entre el nivel de consumo y la renta familiar disponible, en línea con los postulados generales de la teoría de la demanda. Esta variable aparece en ambos modelos (I y II) con un coeficiente bastante elevado y con un alto nivel de significación.

Por su parte, la consideración del valor de la riqueza total también resulta significativa, aunque con un coeficiente y un nivel de significación menor al de la renta. Este resultado parece coherente con la hipótesis de que la renta –ingreso corriente–

²⁴ Esta variable no se incluye en los modelos III y IV debido a limitaciones estadísticas –no se dispone de los datos trimestrales relativos al índice de Gini–.

²⁵ De acuerdo con el fundamento microeconómico basado en el carácter decreciente de la propensión marginal a consumir en función del nivel de renta, parece razonable pensar que un mayor grado de desigualdad (*ceteris paribus*) implique un menor nivel de consumo, pues una fracción más elevada de la renta estará sometida a la menor propensión marginal a consumir que caracteriza a las rentas altas. En otras palabras, las grandes fortunas no destinan toda su renta a consumir, mientras que las rentas medias y bajas sí destinan una fracción muy elevada de su renta –cuando no toda– a consumir.

²⁶ Al margen de esta consideración, la inclusión de este regresor le atribuye al modelo un carácter dinámico, contribuyendo a corregir posibles problemas de autocorrelación.

²⁷ A la medición del impacto de las variables explicativas sobre la variable dependiente en los modelos dinámicos suele asociarse toda una terminología que incluye términos tales como multiplicador de impacto, multiplicador de retardo, multiplicador total, etc. El multiplicador total recoge la suma de todos los impactos a lo largo del tiempo. En notación algebraica, el multiplicador total se calcula como $m_T = \sum_{j=0}^{\infty} m_j$, siendo m_j el multiplicador de retardo j . El cálculo del multiplicador total parte del reconocimiento de que existe una dependencia implícita de las variables dependientes retardadas.

presenta una influencia más directa sobre el consumo que la riqueza –menor liquidez en general que la renta–. Además, desde una óptica microeconómica, y teniendo en cuenta que la mayor parte de la población tiene como principal fuente de ingresos su renta salarial, puede entenderse mejor este resultado. En síntesis, un aumento del 10% en la riqueza total eleva el consumo en un 0,1%, mientras que el mismo aumento en la renta disponible genera un incremento del 0,5%. En cualquier caso, es preciso contar con el carácter dinámico de la relación, que implica que una parte importante de la influencia se prolonga en el tiempo a través de un efecto multiplicador. Al plantear una visión dinámica, se puede estimar este impacto conjunto a través del cálculo del multiplicador total. En este caso, se obtiene como resultado que, por ejemplo, un aumento en el valor de la riqueza total de un 10% alcanza un impacto próximo al 1,1% sobre el consumo, lo cual nos aproxima a la verdadera magnitud global del impacto de la riqueza a lo largo del tiempo.

La desagregación de la riqueza total en sus dos componentes (modelo II) ofrece resultados similares, con una influencia sobre el nivel de consumo de signo positivo en ambos casos, aunque con un mayor impacto y significatividad en la riqueza financiera. Esta diferencia puede tener su explicación en el distinto grado de liquidez de los activos mobiliarios (financieros) frente a los inmobiliarios, así como en la facilidad de su medición. Estas diferencias se hacen aún más evidentes en el actual contexto de crisis ante las dificultades que afronta la compraventa de viviendas.

Por su parte, el menor impacto y significación de la riqueza inmobiliaria responde, en nuestra opinión, a la acción combinada de dos factores que han actuado en diferente sentido. En primer lugar, un estímulo de signo positivo sobre el consumo debido al valor de los activos inmobiliarios, que ha constituido el eje central sobre el que se marcaba la capacidad de solvencia de las familias y, por lo tanto, de su potencial de endeudamiento –alimentado por una creciente oferta de crédito– y consumo²⁸. En segundo lugar, el menor grado de liquidez de la riqueza inmobiliaria frente a los activos financieros –como acciones o bonos–, que restringe su impacto sobre el consumo, especialmente visible a medida que se reduce la oferta de crédito, que se había estado apoyando hasta el año 2007 en una burbuja aparentemente imparable de crecimiento del precio de la vivienda²⁹.

La inclusión de la tasa de paro pone de manifiesto la relevancia del efecto desempleo sobre el consumo, mostrando una influencia de signo negativo y siendo estadísticamente significativo. Este efecto, como ya hemos señalado, se materializa

²⁸ Lo cual ha actuado de forma positiva sobre el consumo a la vez que se iba constituyendo la burbuja inmobiliaria en una senda aparentemente imparable de crecimiento de los precios.

²⁹ Inicialmente, las deudas hipotecarias podían ser consideradas como unha rémora a largo prazo, aunque fácilmente asumible en un escenario de crecientes expectativas de ingreso (expansión económica) y de riqueza (burbuja de precios). De este modo, una mayor riqueza inmobiliaria, conseguida por la vía del endeudamiento hipotecario, actuaba como sostén de las expectativas de consumo de los hogares, presentando un signo positivo, tal y como revelan los resultados.

a través de la caída de los ingresos de las familias y del aumento de la incertidumbre, con el consiguiente empeoramiento de las expectativas.

Otra variable que guarda una influencia negativa sobre el consumo, aunque sin alcanzar un grado suficiente de significación estadística, es el nivel de desigualdad de la renta (Gini). Este resultado resulta coherente con la hipótesis de que la desigualdad en el ingreso viene asociada a un menor consumo, debido al carácter decreciente de la propensión de los individuos a consumir a medida que aumenta su nivel de renta.

Por lo que respecta a los resultados, debemos destacar la elevada bondad del ajuste (R^2 ajustado próximo a 1), que pone de relieve la estrecha relación entre los niveles de consumo, renta y riqueza, junto con otros factores como el desempleo o el nivel de desigualdad. Por otra parte, los resultados con respecto a la variable cualitativa “crisis” presentan un impacto negativo y estadísticamente significativo sobre los niveles de consumo. La inclusión de esta variable permite controlar el factor temporal asociado al cambio de contexto social, económico y político que se manifiesta con mayor nitidez a partir del año 2008.

Tabla 4.- Estimación por efectos fijos. Variables en niveles. Diez países de la eurozona, 2000-2010

Variable dependiente: Consumo privado <i>per capita</i>		
Desviaciones típicas robustas (HAC)		
	MODELO I	MODELO II
Consumo <i>per capita</i> ($t-1$)	0,908 (37,73)	0,937 (43,82)
Renta disponible <i>per capita</i>	0,0489 (3,91)	0,038 (3,61)
Riqueza total <i>per capita</i> ($t-1$)	0,010 (2,17)	-
Riqueza financiera <i>per capita</i> ($t-1$)	-	0,013 (3,24)
Riqueza inmobiliaria <i>per capita</i> ($t-1$)	-	0,006 (1,52)
Desempleo (tasa de paro)	-0,008 (-3,00)	-0,006 (-2,17)
Desigualdad de la renta (Gini)	-0,005 (-0,55)	-0,015 (-1,16)
Crisis (variable <i>dummy</i> , 2008-2010)	-0,005 (-4,49)	-0,005 (-4,62)
R^2 ajustado	0,9988	0,9989
Durbin-Watson	1,87	1,96
Número de observaciones	332	301

NOTA: Las variables se refieren a los valores trimestrales, y están expresadas en logaritmos. Entre paréntesis se incluyen los estadísticos- t .

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos, entre otros, de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

Esta primera especificación, basada en modelos dinámicos con variables en niveles, no permite valorar en toda su esencia el “efecto riqueza”. Ese fenómeno es

por definición un proceso que se manifiesta en las variaciones temporales. Esto invita, por lo tanto, a realizar otras aproximaciones que traten de establecer de manera más exigente este carácter dinámico. Esto da paso al segundo tipo de especificación, que tiene en cuenta las variaciones de las variables.

Con el objeto de llevar a cabo esta segunda especificación, se han estimado los modelos III y IV (tabla 5), que incorporan como variable dependiente las variaciones intertrimestrales del consumo, y como variables explicativas las variaciones intertrimestrales de la renta disponible, de la riqueza –total y desagregada– y de la tasa de paro. Además, se incluye la variable *dummy* cualitativa referida al período de crisis (2008-2010), con el objeto de controlar el efecto derivado del cambio de contexto. Entendiendo que existe un cierto retardo entre la ilusión patrimonial que da lugar al efecto riqueza hasta que este afecta al consumo, se ha optado por incluir un retardo de un trimestre para las variaciones referidas a la riqueza.

En la tabla 5 se muestran los resultados de la estimación por efectos fijos, que están en línea con la hipótesis relativa a la existencia de un efecto riqueza para los diez países. Aunque la calidad del ajuste (R^2 ajustado) es sensiblemente menor que la de la especificación basada en niveles (tabla 4), esta segunda especificación implica un mayor nivel de exigencia en las relaciones. Es preciso tener en cuenta que la variable que hay que explicar –las variaciones intertrimestrales del consumo– puede resultar afectada por un número indeterminado de factores, que llevan a que los patrones de consumo no varíen de forma automática. En este sentido, debemos señalar que los resultados obtenidos en otros trabajos (Barata y Pacheco, 2003; Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009) que incluyen como variable dependiente las variaciones del consumo privado, no alcanzan calidades del ajuste superiores. Es esta, pues, una característica bastante común a las aproximaciones realizadas desde esta perspectiva.

Por lo que respecta a los resultados, se observa la predominancia de un efecto riqueza de signo positivo y estadísticamente significativo en todos los casos (modelos III y IV). Además, este efecto riqueza parece haber sido superior al efecto renta, el cual pone de manifiesto la especial incidencia que los cambios en el valor de la riqueza tienen sobre las expectativas de consumo de los hogares.

Por otro lado, al igual que sucedía con la primera especificación, los resultados apuntan a un predominio del efecto riqueza de carácter financiero, que revela una mayor sensibilidad del consumo ante variaciones en el valor de los activos financieros. Aunque el valor de los activos inmobiliarios ha sido en muchos países el soporte de las expectativas de consumo de los hogares, acompañado de una oferta crediticia creciente hasta que se desencadenó la crisis actual, su menor grado de liquidez frente a los activos financieros puede ser una de las razones que explique este comportamiento en el marco de la estimación econométrica. En líneas generales, un incremento del 10% en la variación de la riqueza total eleva la variación del consumo en un 0,6%, mientras que el mismo aumento en la variación de la renta disponible apenas genera un incremento del 0,3% en el consumo.

Tabla 5.- Estimación por efectos fijos. Variables en variaciones. Diez países de la eurozona, 2000-2010

Variable dependiente: Variación del consumo privado <i>per capita</i> Desviaciones típicas robustas (HAC)		
	MODELO III	MODELO IV
Variación de la renta disponible <i>per capita</i>	0,026 (1,97)	0,020 (1,76)
Variación de la riqueza total <i>per capita</i> (t-1)	0,064 (3,66)	-
Variación de la riqueza financiera <i>per capita</i> (t-1)	-	0,054 (7,61)
Variación de la riqueza inmobiliaria <i>per capita</i> (t-1)	-	0,034 (2,28)
Variación del desempleo (tasa de paro)	-0,055 (-3,78)	-0,049 (-3,65)
Crisis (variable <i>dummy</i> , 2008-2010)	-0,003 (-3,16)	-0,004 (-3,23)
R ² ajustado	0,2534	0,2795
Durbin-Watson	2,09	2,02
Número de observaciones	407	368
NOTA: Las variables se refieren a los valores trimestrales, y están expresadas en tasas de variación. Entre paréntesis se incluyen los estadísticos-t.		

FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos, entre otros, de la Eurostat, la OCDE y la *Global Property Guide*.

Asimismo, los resultados vuelven a poner de manifiesto la relevancia explicativa del efecto desempleo, mostrando una influencia estadísticamente significativa y de signo negativo sobre la variación del consumo.

Por último, la variable cualitativa referida a la crisis muestra una influencia de signo negativo y estadísticamente significativa sobre las variaciones del consumo. Como ya se ha señalado, la inclusión de esta variable permite controlar el papel desempeñado por el cambio de contexto asociado a la crisis actual.

6. CONCLUSIONES

El eje central del trabajo ha sido el análisis del efecto riqueza sobre el consumo, utilizando macrodatos trimestrales relativos a diez países de la eurozona. Este efecto supone que las variaciones de los niveles de riqueza influyen en las variaciones del consumo. Para ello, se ha desarrollado una metodología para la reconstrucción de los valores de la riqueza, siguiendo un procedimiento parcialmente inspirado en otros trabajos (Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009).

A pesar de existir una literatura creciente sobre esta temática, es preciso señalar que existen pocos estudios que la aborden desde una perspectiva europea y de la crisis actual. Por esta razón, este trabajo pretende cubrir este vacío, ampliando los resultados de otros estudios (Skudelny, 2009; Menezes y Rodil, 2010) y abarcando una muestra más actualizada.

El estudio de la evolución de las diez economías europeas demuestra la existencia de comportamientos diferenciados en el período 2000-2010. En primer lugar, el nivel de riqueza inmobiliaria calculada es superior al nivel de la riqueza financiera, lo que podría estar justificado en parte por las deudas hipotecarias que se trasladan a la riqueza financiera, infravalorando el valor estimado. En segundo lugar, el crecimiento de la riqueza inmobiliaria ha sido superior al aumento de la riqueza financiera en el conjunto del período, debido a una elevación significativa en el precio de las viviendas –burbuja inmobiliaria–.

En líneas generales, los resultados obtenidos a través de la modelización econométrica apuntan a la existencia de un efecto riqueza positivo y significativo sobre el consumo en todos los modelos estimados. Por lo que respecta al impacto total –considerando el efecto multiplicador de todos los retardos–, se estima, por ejemplo, que un aumento (reducción) del 10% en la riqueza total provoca un aumento (reducción) del 1,1% en el nivel de consumo a lo largo del tiempo.

También se ha podido comprobar el predominio del efecto riqueza financiero sobre el efecto riqueza inmobiliario, revelando una mayor sensibilidad del consumo ante variaciones en el valor de los activos financieros. Aunque los activos inmobiliarios han venido constituyendo un pilar fundamental de las expectativas de consumo de las familias y la base del comportamiento crediticio en la última década, los activos financieros presentan un mayor grado de liquidez y de facilidad de medición.

Por otro lado, cabe destacar la inclusión de otras variables como, por ejemplo, la tasa de paro, que muestra la coexistencia de un efecto desempleo que guarda una relación negativa y significativa sobre el consumo. De igual forma se comporta, aunque sin alcanzar la significación estadística, el grado de desigualdad, reflejando el lastre que representa para el consumo un nivel creciente de concentración de la renta.

Por último, todos estos efectos vienen acompañados de un papel negativo y significativo de la variable cualitativa referida a la crisis global, que se manifiesta, entre otros aspectos, en un deterioro del desempeño del consumo. Esta variable permite controlar, por ejemplo, cambios en el contexto socioeconómico, así como en el comportamiento de los propios agentes, como pueden ser la incertidumbre creciente, las restricciones en la oferta de crédito, el ahorro por precaución, etc. La consideración de esta *dummy* permite, en definitiva, validar la existencia de un efecto riqueza significativo, que contribuye a alcanzar una interpretación más completa de los factores explicativos que están detrás del comportamiento del consumo tanto en la fase expansiva como en un período inestable como el actual.

BIBLIOGRAFÍA

ARRIAGA NAVARRETE, R. (2008): “Efecto riqueza a partir de la revalorización de los activos inmobiliarios: análisis y evidencia empírica para el caso español”, *Revista Análisis Económico*, 24 (55), pp. 7-28.

- BCE (2009): *Housing Finance in the Euro Area*. (Occasional Paper Series, 101). Frankfurt: Banco Central Europeo.
- BARATA M.J.; PACHECO, L.M. (2003): "Asset Prices and Monetary Policy: Wealth Effects on Consumption", *20th Symposium on Banking and Monetary Economics*. Birmingham: University of Birmingham.
- BAYOUMI, T.; MELANDER, O. (2008): *Credit Markets: Empirical Evidence on US macro-financial linkages*. (Working Paper, 08/169). Washington DC, WA: International Monetary Fund (IMF).
- BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. (1999): "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en J.B. Taylor y M. Woodford [ed.]: *Handbook of Macroeconomics*, 1, pp. 1341-1393. North-Holland.
- BERTAUT, C. (2002): *Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s*. (International Finance Discussion Papers, 724). Washington DC, WA: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- BRUMBERG, R.; MODIGLIANI, F. (1954): "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross Section Data", en K.K. Kurihara [ed.]: *Post-Keynesian Economics*, pp. 388-436. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- CASE, K.; QUIGLEY, J.; SHILLER, R. (2005): "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 5 (1), pp. 1-32. Berkeley University Press.
- DAVIS, M.A.; PALUMBO, M.G. (2001): *A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects*. (Finance and Economics Discussion Series, 2001-09). Washington DC, WA: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- DE LA DEHESA, G. (2009): *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza.
- DREGER, C.; REIMERS, H.E. (2011): "The Long Run Relationship between Private Consumption and Wealth", *Portuguese Economic Journal*, (Springer), de 18/11/11. (Published Online).
- DVORNAK, N.; KOHLER, M. (2007): "Housing Wealth, Stock Market Wealth and Consumption: A Panel Analysis for Australia", *The Economic Record*, 83 (261), pp. 117-130.
- ELLIOT, J.W. (1980): "Wealth and Wealth Proxies in a Permanent Income Model", *Quarterly Journal of Economics*, 95 (3), pp. 509-535.
- JIMÉNEZ, J.; SÁNCHEZ, M. (2002): "Mercado hipotecario y financiación a la vivienda", *Papeles de Economía Española*, 94, pp. 109-121.
- LUDVIGSON, S.; STEINDEL, C. (1999): "How Important is the Stock Market Effect on Consumption?", *Economic Policy Review*, 5 (2), pp. 29-51. New York, NY: Federal Reserve Bank of New York.
- LUDWIG, A.; SLOK, T. (2002): *The Impact of Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries*. (Working Paper, 02/1). Washington DC, WA: International Monetary Fund (IMF).
- MEDIALDEA GARCÍA, B.; ÁLVAREZ PERALTA, N. (2008): *Liberalización Financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*. (Working Paper, 07-08). Madrid: Universidad Complutense de Madrid, Instituto Complutense de Estudios Internacionales.
- MENEZES FERREIRA, V.; RODIL MARZÁBAL, O. (2010): "Una aproximación al impacto de la actual crisis financiera sobre la economía real", en X. Vence *et al.* [ed.]: *Caminos para*

- superar la crisis. Actas de la XII Reunión de Economía Mundial*. Santiago de Compostela: Universidad de Santiago de Compostela.
- MODIGLIANI, F. (1971): "Monetary Policy and Consumption: Linkages Via Interest Rate and Wealth Effects in the FMP Model", en Federal Reserve Bank of Boston [ed.]: *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, pp. 9-84. Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.
- MODIGLIANI, F.; STEINDEL, CH. (1977): "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 8 (1), pp. 177-210.
- MODIGLIANI, F.; TARANTELLI, E. (1975): "The Consumption Function in the Developing Economy and the Italian Experience", *American Economic Review*, 65 (5), pp. 825-842.
- NAREDO PÉREZ, J.M. (2002): "El patrimonio de los hogares españoles (1984-2000)", *Revista Bolsa de Madrid*, 108, pp. 11-19.
- PESARAN, M.H.; SHIN, Y; SMITH, R. (1999): *Pooled Estimation of Long-Run Relationships in Dynamic Heterogeneous Panels*. (Cambridge Working Paper, 9721). Cambridge, MA: University of Cambridge.
- PHILIPPON, T. (2007): *The Equilibrium Size of Financial Sector*. (NYU Finance Working Paper, FIN 07-007). New York, NY: New York University.
- POTERBA, J. (2000): "Stock Market Wealth and Consumption", *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2), pp. 99-188.
- SKUDELNY, F. (2009): *Euro Area Private Consumption: Is there a Role for Housing Wealth Effects?* (Working Paper Series, 1057). Frankfurt: European Central Bank (ECB).
- SLACALEK, J. (2009): "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 9 (1), pp. 1-37. Berkeley University Press.
- STOCK, J.H.; WATSON, M. (1993): "A Simple Estimator of Cointegrating Vectors in Higher Order Integrated Systems", *Econometrica*, 61 (4), pp. 783-820.
- SWISTON, A. (2008): *A US Financial Condition Index: Putting Credit where Credit is Due*. (Working Paper, 08/161). Washington DC, WA: International Monetary Fund (IMF).
- TRILHA, C. (2001): *La política de vivienda en una perspectiva europea comparada*. (Colección Estudios Sociales, 9). Barcelona: Fundación La Caixa.