

A RIQUEZA E O SEU EFECTO SOBRE O CONSUMO NO CONTEXTO DA CRISE GLOBAL: O CASO DA UNIÓN ECONÓMICA E MONETARIA (UEM)

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

Recibido: 17 de novembro de 2011

Aceptado: 22 de decembro de 2011

Resumo: A recente crise financeira global veu provocando un forte impacto sobre o crecemento das principais economías europeas. Esta crise está producindo efectos extremadamente adversos sobre a actividade real da economía a través de diversas canles. Entre estas atópase o efecto riqueza, supoñendo que a variación dos niveis de riqueza pode estar conducindo a unha variación no consumo privado. Baixo este contexto, este traballo ten como obxectivo principal analizar a evolución dos niveis de riqueza e o seu efecto resultante sobre o consumo, utilizando macrodatos agregados de dez países da Unión Económica e Monetaria durante o período trimestral 2000-2010.

Palabras clave: Efecto riqueza / Consumo / Crise financeira / Unión Económica e 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

A actual crise financeira global constitúe unha grave ameaza para o crecemento das principais economías europeas. Aínda que se trata dun fenómeno cuxa xénese é esencialmente financeira, as súas prolongacións sobre a economía real están sendo máis profundas do que se imaxinaba nun principio. Esta crise está producindo efectos notablemente adversos sobre a economía real a través de diversas canles. Entre estas canles atópase o denominado efecto riqueza, supoñendo que a variación dos niveis de riqueza pode estar conducindo a unha variación no consumo privado, o que en última instancia compromete o crecemento dos países.

Neste escenario, este traballo ten como obxectivo analizar a evolución dos niveis de riqueza e o seu efecto resultante sobre o consumo privado, con especial atención ao cambio de contexto que implica a crise global actual. Para iso, o estudo aborda como ámbito temporal o período 2000-2010, e como ámbito espacial dez países da eurozona: Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Grecia, Holanda,

Irlanda, Italia e Portugal. Dúas son as razóns que xustifican esta selección: en primeiro lugar, porque estes países contan cunha ampla experiencia no proceso de Unión Económica e Monetaria e, en segundo lugar, porque estas dez economías producen na actualidade máis do 95% do PIB da UEM, o que a converte nunha mostra altamente representativa.

Este estudo constitúe unha aproximación diferente a outras realizadas con anterioridade, e garda un especial interese por dous motivos: por un lado, porque ao considerar un período máis recente é especialmente interesante analizar o efecto riqueza ao fío da presente crise; e, por outro lado, porque incorpora unha metodoloxía alternativa que trata de estimar con maior precisión os niveis de riqueza, indo máis alá da consideración dos índices de prezos, o que obrigou a efectuar un coidadoso proceso de reconstrución de series de datos.

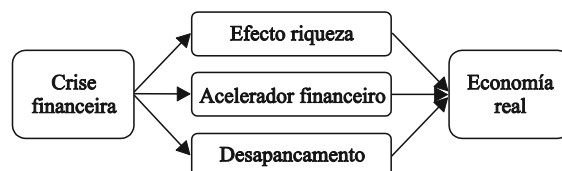
O traballo estrutúrase en catro seccións, ademais desta introdución e das conclusións. Na sección 2 preséntanse os aspectos conceptuais e teóricos relativos ás canles de transmisión da crise financeira á economía real, prestándolle unha especial atención ao efecto riqueza. Na sección 3 desenvólvese unha metodoloxía para a estimación dos niveis de riqueza, realizando a continuación unha análise da súa evolución. Ademais, preséntanse diferentes evidencias acerca da relación entre a variación da riqueza e do consumo nos países considerados no traballo. Na sección 4 abórdase un aspecto clave para a correcta interpretación da evolución do consumo no contexto de crise, como é a evolución do crédito ao consumo. Finalmente, na sección 5 realízase unha aproximación cuantitativa por medio de diversas estimacións econométricas, tratando de obter unha valoración máis precisa do fenómeno do efecto riqueza, así como do seu impacto no contexto máis recente.

2. CONSIDERACIÓNS TEÓRICAS SOBRE A CRISE FINANCEIRA E A ECONOMÍA REAL

Unha parte importante da literatura destaca a forte relación que existe entre unha crise financeira e a economía real. Desde un punto de vista teórico, e a modo de síntese, poden identificarse tres importantes canles de transmisión que conectan unha crise financeira co sector real dunha economía (figura 1): a primeira canle deriva do denominado “efecto riqueza”, de natureza tanto financeira coma inmobiliaria; a segunda canle procede do “acelerador financeiro”, que mostra como o efecto riqueza anterior pode resultar amplificado a través doutros mecanismos financeiros; e a terceira canle deriva do proceso de “desapancamento” do sector financeiro que, ao contraer o volume de crédito, xera un efecto adverso sobre a actividade económica¹.

¹ Para unha explicación máis detallada das canles de transmisión que conectan unha crise financeira co sector real dunha economía consúltese, por exemplo, De la Dehesa (2009).

Figura 1.- Canles de transmisión entre a crise financeira e a economía real



FONTE: Elaboración propia.

Con respecto á primeira canle, o efecto riqueza é un termo bastante empregado para relacionar a evolución da riqueza coa expansión do consumo privado. É, basicamente, un fenómeno que se produce sobre o consumo ante a percepción dunha maior ou dunha menor riqueza das familias como resultado da variación dos prezos dos activos. Deste modo, a sensación de maior (menor) riqueza das familias –ilusión patrimonial– leva a estas, supostamente, a aumentar (reducir) os seus niveis de consumo, afectando positivamente (negativamente) á ecuación da demanda agregada e, en consecuencia, tamén ao PIB (Jiménez e Sánchez, 2002; Naredo, 2002).

En relación coa segunda canle, cando caen os prezos dos activos, o efecto negativo da riqueza sobre a demanda pode resultar amplificado polo acelerador financeiro, provocando unha caída substancial do PIB. Polo tanto, ao diminuír a riqueza de empresas e familias, estas pasan a ter unha menor solvencia, restrinxindo o acceso ao crédito ou aumentando o seu custo, o que reduce a súa capacidade de consumir ou de investir. Isto pode conducir a unha desaceleración económica que aumenta o non pagamento dos préstamos causándolle máis perdas ao sector financeiro, o que reduce aínda máis o crédito, producindo un círculo vicioso perigoso que acaba agravando a recesión económica².

Polo que respecta á terceira canle, estudos recentes (Medialdea e Álvarez, 2008; Philippon, 2007) advirten que o sector financeiro experimentou un aumento moito máis significativo que outros sectores nas últimas décadas como resultado dun proceso de apancamento. Coa eclosión dunha crise, unha entidade cun alto nivel de apancamento e que teña unha fracción dos seus activos deteriorados pode ser levada a unha situación de insolvencia, xa que necesita axustar as súas *ratios* obrigatorias de capital. Isto pode arrastrar a outras entidades a facer o mesmo, xerando unha “escalada de apancamento”. No desapancamento, todos os activos resultan afectados, posto que se trata de evitar a insolvencia causada polo excesivo endebedamento nunha conxuntura na que non é posible refinanciar as débedas, o que conduce a un *credit crunch* que ten un efecto negativo sobre o consumo, con consecuencias prolongadas sobre toda a actividade económica (Bayoumi e Melander, 2008; Swiston, 2008).

² Para un maior afondamento no tema, véxase Bernanke *et al.* (1999).

2.1. REFLEXIÓNS RELATIVAS AO EFECTO RIQUEZA

A literatura económica estableceu desde hai tempo unha relación positiva entre a riqueza e o consumo. Os modelos teóricos prevén que os choques inesperados que afectan á riqueza modifiquen a renda permanente das familias, alterando os patróns de aforro e de consumo ao longo do ciclo de vida. De acordo coa hipótese do ciclo de vida desenvolvida por Brumberg e Modigliani (1954), os consumidores tratan de moderar o patrón de consumo ao longo da vida tendo en conta a súa restrición orzamentaria intertemporal. Este obxectivo, cando os consumidores son novos e comezan a traballar, é alcanzado a través do recurso ao crédito con baixo rendemento corrente, pero con expectativas de crecemento no futuro, pois mentres están traballando aforran para acumular riqueza e pagar as súas débedas, pero cando se xubilán consomen unha boa parte da riqueza acumulada para seguir mantendo o seu nivel de consumo. Neste contexto, o consumo depende da renda permanente, da riqueza inicial, da expectativa de vida e da taxa de preferencia intertemporal.

Algúns estudos (Modigliani, 1971; Modigliani e Tarantelli, 1975) ampliaron o modelo básico coa finalidade de axustar os desvíos das predicións, obtendo unha interpretación máis realista das decisións dos consumidores. Noutras contribucións posteriores (Modigliani e Steindel, 1977; Elliot, 1980), os modelos estendéronse, introducindo a posibilidade de que as familias manteñan algúns bens por precaución ou co obxectivo de deixárllelos como herdanza aos seus descendentes.

Por outro lado, é importante sinalar que non todos os tipos de riqueza producen o mesmo efecto sobre o consumo privado, sendo oportuno diferenciar entre riqueza financeira e riqueza inmobiliaria, tendo en conta tanto as diferentes preferencias dos consumidores como as características dos bens³. A teoría económica suxire que a resposta do consumo fronte a un aumento no valor do activo é maior canto máis líquido sexa o activo. Igualmente, a reacción do consumo resulta maior canto máis fácil sexa medir o valor do activo. Ademais, tamén depende de se o incremento do activo é de curta ou de longa duración, xa que na segunda condición aumenta a capacidade de consumilo. Esas particularidades suxiren que non é tan obvio que o efecto riqueza sexa maior no caso financeiro que no caso inmobiliario e, ademais, a súa medición non resulta tan simple, algo ao que este traballo pretende contribuír desde o punto de vista empírico.

Tradicionalmente, a riqueza financeira diferenciouuse por ser máis líquida e de máis fácil valoración que a riqueza inmobiliaria, dado que os activos financeiros son negociados con máis frecuencia que os activos inmobiliarios. Porén, os activos inmobiliarios viñeron presentando movementos prolongados e variacións de prezos de maior duración que as fluctuacións dos prezos dos activos financeiros. Á súa vez, na maioría dos países avanzados a riqueza inmobiliaria é maior que a riqueza financeira, e as súas alteracións poderían provocar un efecto maior sobre o consumo.

³ Para unha revisión empírica e detallada da literatura, véxase Poterba (2000).

En definitiva, a riqueza inmobiliaria é distinta da riqueza financeira, xa que presenta características bastante diferenciadas desde distintas ópticas. Cando se inviste, por exemplo, nun activo financeiro, espéranse dous tipos de rendementos: mentres que o primeiro se refire á rendibilidade regular que proporciona o propio activo, o segundo corresponde a unha expectativa de elevación do prezo, que se materializaría nunha plusvalía coa súa venda. En ambos os dous casos obsérvase un incremento na riqueza financeira total, posto que unhas familias se volven máis ricas ao posuír activos máis valiosos, mentres que outras familias poden comprar aqueles activos máis caros, participando así dunha maior rendibilidade e incrementando a súa renda futura. Deste modo, a riqueza total da economía aumenta, crecendo o consumo privado, posto que parte do aumento da riqueza se destina ao gasto en bens de consumo.

Con todo, cando se inviste nun activo inmobiliario a súa adquisición pode ser considerada un gasto nun ben de consumo duradeiro. Aínda que a expectativa de valorización do inmovible sexa similar á do activo financeiro, a riqueza inmobiliaria non responde aos mesmos factores que a riqueza financeira. Se os prezos dos inmovibles crecen, a riqueza das familias propietarias aumenta, mentres que a riqueza daquelas sen propiedade, pero con intención de adquirila, diminúe, xa que perden parte do poder adquisitivo ao negociar unha casa. Neste caso, a riqueza total nin aumenta nin diminúe, dado que se produce unha transferencia de riqueza entre familias. Porén, aínda que non exista un aumento na riqueza total, o consumo privado pode aumentar por diversas razóns: unha primeira razón é que as familias poden endébedarse máis, xa que a súa garantía colateral aumenta debido ao incremento do prezo dos inmovibles; e unha segunda razón é que as familias –motivadas por un escenario favorable de xuros baixos e crédito abundante– poden contraer máis débedas das que soportaría a súa renda futura no caso de que aumentaran os tipos de xuro.

Desde o punto de vista metodolóxico, a literatura revela que existen dous tipos de enfoques para a análise dos efectos da riqueza sobre o consumo: unha aproximación baséase na análise de datos agregados a nivel macro con series temporais, mentres que a outra perspectiva se apoia en datos microeconómicos. En calquera caso, as evidencias empíricas baseadas en análises de datos micro son escasas, en comparación coas evidencias fundamentadas no exame de datos macro agregados⁴. Dun modo xeral, a literatura parece atopar evidencias que demostran a existencia dunha relación de longo prazo positiva e significativa entre riqueza e consumo.

Neste sentido, poden atoparse na literatura diversos estudos que tratan de examinar o efecto das variacións da riqueza sobre o consumo a partir de datos macro agregados. Bertaut (2002), por exemplo, estuda o impacto do efecto riqueza sobre

⁴ Concretamente, resulta difícil estimar os efectos da riqueza a nivel micro debido á escaseza de datos que inclúan información sobre consumo, riqueza e características socioeconómicas coa desagregación ao nivel individual das familias. Ademais, a análise micro aínda resulta máis débil cando se trata das comparacións internacionais entre países.

o consumo durante os anos oitenta e noventa, utilizando macrodatos de EE.UU. e doutros nove países industrializados. Este autor atopa evidencias estatísticas significativas dun efecto de riqueza financeira en dous países, comparable aos resultados obtidos en EE.UU.⁵. Na mesma liña, Ludwig e Slok (2002) analizan o impacto da riqueza sobre o consumo para dezaseis países da OCDE durante os anos oitenta e noventa. En liñas xerais, os resultados dos modelos de regresión suxiren un impacto significativo da riqueza financeira e inmobiliaria sobre o consumo privado no longo prazo, con predominio da riqueza financeira⁶.

Noutro estudo, Barata e Pacheco (2003) analizan o desempeño do consumo privado no longo prazo como función da renda dispoñible e da riqueza desagregada utilizando datos trimestrais (1980-2001) de seis países europeos. Os resultados dos modelos empregados amosan evidencias estatísticas significativas de efecto riqueza no consumo, destacando o efecto inmobiliario⁷. Utilizando unha serie de datos anuais agregados (1975-1999) de catorce países e outro panel de datos trimestrais (1982-1999) delimitados aos Estados de EE.UU., Case *et al.* (2005) analizan comparativamente o efecto dos cambios da riqueza financeira e inmobiliaria no consumo. En xeral, os resultados dos modelos comproban a existencia dun efecto positivo e estatisticamente significativo da riqueza inmobiliaria sobre o consumo. En concreto, obteñen que, para o conxunto dos catorce países, un aumento do 10% na riqueza inmobiliaria eleva o consumo nun 1,1%, mentres que o mesmo aumento na riqueza financeira non xera efectos sobre o consumo.

Pola súa parte, o traballo de Arriaga (2008) presenta unha análise do efecto riqueza en función da valorización dos activos en España. Utilizando unha serie de datos trimestrais (1995-2004), esta autora atopa evidencias significativas do efecto riqueza sobre o consumo, con predominio do efecto inmobiliario. Outras perspectivas, como o estudo de Skudelny (2009), examinan os efectos da riqueza sobre o consumo de doce países da área euro, utilizando dúas bases de datos trimestrais, tanto con datos agregados (1980-2006) coma desagregados (1995-2006). En liñas xerais, os resultados parecen indicar que o impacto da riqueza sobre o consumo é positivo e significativo na maior parte dos modelos utilizados, con predominio da riqueza financeira⁸.

⁵ Bertaut emprega na súa análise catro modelos dinámicos MCO de consumo de longo prazo, baseado no procedemento de “avances” e “retardos” suxerido por Stock e Watson (1993). No primeiro modelo, a medida da riqueza é a riqueza total das familias; no segundo, a medida considerada é a riqueza financeira; no terceiro modelo inclúe a riqueza financeira e non financeira de maneira desagregada; e, no cuarto e último modelo, diferencia entre riqueza mobiliaria e non mobiliaria.

⁶ Os autores empregan na súa análise técnicas econométricas de cointegración de datos de panel desenvolvidas por Pesaran *et al.* (1999).

⁷ Barata e Pacheco utilizan modelos de regresión lineares que estiman no longo prazo unha relación entre consumo, renda e índices de riqueza desagregados, desenvolvidos a partir da ecuación orixinal do consumo adoptada, entre outros, por Ludvigson e Steindel (1999), Davis e Palumbo (2001) ou Ludwig e Slok (2002).

⁸ No seu estudo empírico, Skudelny estima tres ecuacións diferentes derivadas dun modelo suxerido por Dvornak e Kohler (2007): na primeira ecuación considera a riqueza total agregada; na segunda desagrega a riqueza total en financeira e inmobiliaria; e na terceira substitúe a riqueza inmobiliaria nominal pola real.

Empregando datos trimestrais (1970-2004) de dezaseis países, o estudo de Slacalek (2009) examina o efecto da riqueza sobre o consumo utilizando un método baseado no modelo de estancamento do crecemento do consumo agregado⁹, concluíndo que, en primeiro lugar, a “propensión marxinal a consumir (PMC)” sobre o incremento na riqueza varía entre un e cinco centavos de dólar, confirmando os resultados obtidos noutros traballos (Case *et al.*, 2005; Ludwig e Slok, 2002); en segundo lugar, observa que os consumidores dos países con mercados de hipotecas desenvolvidos reaccionan máis fortemente aos choques de riqueza, gastando entre catro e seis centavos ante un incremento dun dólar na riqueza; e, en terceiro lugar, obtén evidencias de que os efectos da riqueza inmobiliaria sobre o consumo son un pouco menores que no caso da riqueza financeira en nove dos dezaseis países examinados.

Máis recentemente, Dreger e Reimers (2011) analizan a relación de longo prazo que existe entre o consumo privado, a renda dispoñible e o índice de prezos, como *proxies* dos niveis de riqueza, para un panel de datos trimestrais de quince países industrializados durante o período 1991-2010. En primeiro lugar, comprobán que tanto os datos de consumo como a información de renda dispoñible e de riqueza son cointegradas nos seus compoñentes comúns; en segundo lugar, observan que o impacto do índice de prezos inmobiliarios supera en xeral os efectos derivados do índice de prezos financeiros; e, por último, que o vector de cointegración de longo prazo confirma a hipótese do ciclo de vida baixo o suposto de considerar a entrada dos índices de prezos inmobiliarios na relación.

3. ESTIMACIÓN E ANÁLISE DOS NIVEIS DE RIQUEZA

Desde un punto de vista metodolóxico, a técnica de utilización de índices de prezos¹⁰ como *proxies* dos niveis de riqueza desagregada constitúe unha aproximación utilizada con frecuencia na literatura para a medición do efecto riqueza sobre o consumo privado (Ludvigson e Steindel, 1999; Davis e Palumbo, 2001; Ludwig e Slok, 2002; Barata e Pacheco, 2003; Dreger e Reimers, 2011). Con todo, eses índices de prezos non contemplan integramente as variacións absolutas dos niveis de riqueza, podendo conducir a resultados inconsistentes en determinados casos. Neste sentido, basta con sinalar que se por riqueza entendemos o valor dos activos, o seu prezo pode ser un elemento determinante na súa evolución, aínda que non de modo exclusivo –tamén inflúe, por exemplo, a cantidade deses activos–. Por este

⁹ O método de estimación suxerido consiste basicamente en tres etapas: i) estima a persistencia do crecemento do consumo λ ; ii) avalía o efecto de curto prazo inmediato dos choques de riqueza sobre o consumo; e iii) utilizando os parámetros propostos nas etapas i) e ii), estima o efecto inmediato e eventual da riqueza agregada e desagregada sobre o consumo no longo prazo.

¹⁰ O Índice de Prezos da Vivenda –*House Price Index*– é un indicador que expresa en termos nominais e reais a variación do prezo medio das vivendas ao longo do tempo. Pola súa parte, o Índice de Prezos Financeiros –*Share Price Index*– é un indicador financeiro que expresa en que medida o prezo dos stocks mobiliarios varía ao longo do tempo.

motivo, propoñemos a continuación o emprego dunha metodoloxía alternativa para a estimación dos niveis de riqueza financeira e inmobiliaria, fronte á consideración dos índices de prezos.

3.1. ESTIMACIÓN DOS NIVEIS DE RIQUEZA

A metodoloxía empregada para a reconstrución dos valores da riqueza desagregada parte dun procedemento similar ao utilizado noutros traballos recentes (Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009). Nesta liña, realizamos estimacións sobre o valor da riqueza financeira trimestral *per capita* a partir do produto da riqueza financeira consolidada líquida¹¹ e do PIB trimestral *per capita*, procedentes da base de datos da Eurostat para o período 2000-2010¹²:

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

onde $RFpc_{it}$ é a riqueza financeira *per capita* para o país i no ano t ; RF_{it} é a riqueza financeira consolidada líquida das familias e institucións sen fins de lucro para o país i no ano t expresada como porcentaxe do PIB; e $PIBpc_{it}$ é o Produto Interior Bruto *per capita* para o país i no ano t .

Por outro lado, realizáronse estimacións do valor da riqueza inmobiliaria trimestral *per capita* para o período 2000-2010, utilizando a seguinte ecuación¹³:

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

onde $RVpc_{it}$ é a riqueza inmobiliaria real *per capita* para o país i no ano t ; IRV_{it} é o índice de prezos reais das vivendas para o país i no ano t ; P_{it} é o prezo medio por m^2 da vivenda para o país i no ano t ; $DSpc_{it}$ é o stock de vivendas *per capita* para o país i no ano t ; T_i é a superficie media da vivenda para o país i ; e R_i é a taxa de propietarios para o país i .

Os datos do índice de prezos reais da vivenda (IRV_{it}) proceden simultaneamente da base de datos da OCDE –Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Holanda, Irlanda e Italia– e da *Global Property Guide*¹⁴ –Grecia e Portugal–. O prezo da vivenda (P_{it}) obtívose da *Global Property Guide* para un determinado país nun ano concreto t , e a súa serie foi reconstruída a partir dos índices de prezos reais imobili-

¹¹ Eurostat: *European Sector Accounts - Financial Accounts Balance Sheet - Net Financial Assets*. Datos anuais consolidados das familias e institucións sen fins de lucro dos países expresados en porcentaxe do PIB.

¹² Disponibilidade de datos para a riqueza financeira *per capita*: a) Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Grecia, Holanda e Portugal (2000Q1-2010Q4); b) Italia (2000Q1-2009Q4); c) Irlanda (2001Q1-2010Q4), sendo Q1 o primeiro trimestre, Q2 o segundo trimestre, Q3 o terceiro trimestre e Q4 o cuarto trimestre.

¹³ Disponibilidade de datos para a riqueza inmobiliaria real *per capita*: a) Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Grecia, Holanda e Irlanda (2000Q1-2010Q4); b) Portugal (2001Q3-2010Q4); c) Italia: non dispoñible.

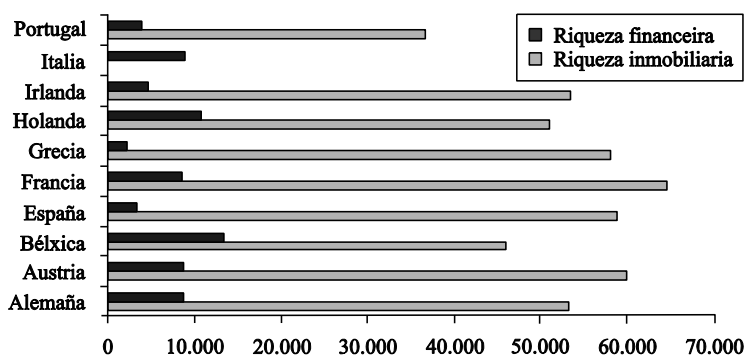
¹⁴ Véxase en <<http://www.globalpropertyguide.com>>.

liarios. O stock de vivendas ($DSpc_{it}$) calculouse a partir dos datos do boletín publicado polas Nacións Unidas¹⁵, sendo reconstruída a súa serie a través dun procedemento de interpolación lineal¹⁶. Os datos relativos á superficie media da vivenda (T_i) obtivéronse a partir de Trilha (2001, p. 45), asumindo como constante o tamaño medio no tempo. Finalmente, a taxa de propietarios (R_i) obtívose a partir dun informe do Banco Central Europeo (BCE, 2009, p.13), asumindo igualmente esta taxa como constante no tempo.

3.2. ANÁLISE DOS NIVEIS DE RIQUEZA

En xeral, obsérvase que, a partir dos datos calculados para os dez países, o nivel da riqueza inmobiliaria é bastante superior ao valor da riqueza financeira líquida no período examinado (gráfica 1).

Gráfica 1.- Nivel da riqueza financeira e inmobiliaria *per capita* (en valores medios en euros para o ano 2010)



NOTA: Os valores medios da riqueza financeira para Italia refírense ao ano 2009; dato non dispoñible para a riqueza inmobiliaria de Italia.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

En termos comparativos, o crecemento da riqueza inmobiliaria foi superior ao aumento da riqueza financeira na última década, debido sobre todo ao aumento do prezo das vivendas. A disparidade entre os niveis de riqueza calculados podería xustificarse porque o importe da riqueza inmobiliaria non contempla a débeda que provén das hipotecas; importe que, certamente, diminuiría o valor da riqueza inmobiliaria líquida. Deste modo, esta débeda hipotecaria, que debería, en principio, estar descontada do total da riqueza inmobiliaria líquida, trasládase á riqueza finan-

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

¹⁶ Por falta de dispoñibilidade de datos, non foi posible calcular o stock de vivendas para Italia.

ceira, tendo en conta que o valor líquido calculado exclúe as débedas das familias, entre as que se atopan as débedas hipotecarias¹⁷.

Na táboa 1 preséntanse os datos comparados da taxa acumulada de variación do nivel da riqueza financeira e inmobiliaria para tres períodos: 2000-2007, 2008-2010 e 2000-2010. Como se pode comprobar, a evolución das diferentes formas de riqueza suxire un comportamento heteroxéneo entre os dez países examinados.

Táboa 1.- Taxa acumulada de variación da riqueza financeira e inmobiliaria

	RIQUEZA FINANCEIRA PER CAPITA (RFpc)			RIQUEZA INMOBILIARIA PER CAPITA (RVpc)		
	2000-2007	2008-2010	2000-2010	2000-2007	2008-2010	2000-2010
Alemaña	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%
Bélxica	-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: Non dispoñible.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

Polo que respecta á riqueza financeira, o período 2000-2007 caracterízase por un crecemento bastante modesto no nivel de riqueza (táboa 1). Con todo, o comportamento de Francia (13,2%), de Austria (29,1%) e, sobre todo, de Alemaña (40,5%) é notable cando se compara coa media de variación do grupo (-4,5%) e co débil desempeño doutros países como, por exemplo, Portugal, Irlanda e Grecia. A crise das empresas de tecnoloxía, así como sucesos coma o 11 de setembro de 2001 parecen ter protagonizado un papel decisivo no débil desempeño do mercado financeiro global, repercutindo negativamente na evolución do valor da riqueza en determinados países (gráfica 2). Pola súa parte, Francia (2,2%), Alemaña (2,9%) e Austria (5,3%) son os únicos países do conxunto dos dez examinados que non viron reducido o nivel de riqueza financeira durante a fase de crise (2008-2010), o contrario que no caso específico de Irlanda (-21,3%), de España (-23,1%) e, en especial, de Grecia (-44,5%), que destacan por presentar unha importante redución do nivel de riqueza no período recesivo¹⁸.

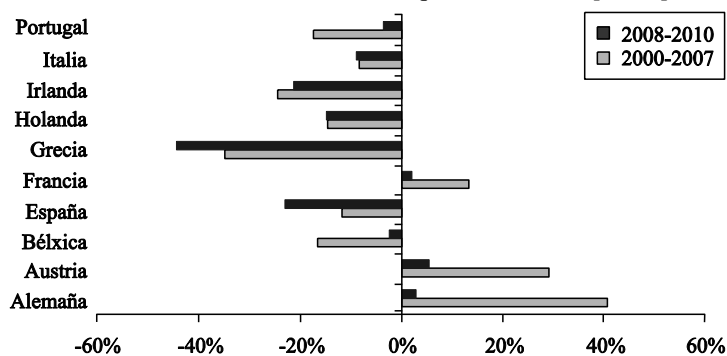
Polo que se refire á evolución da riqueza inmobiliaria, o período 2000-2007 presenta uns crecementos bastante intensos en termos reais, especialmente para o caso específico de Austria (83,8%), de España (89,3%) e de Francia (96,4%). Cómpre ter en conta que durante a fase de crise (2008-2010) a caída do nivel de riqueza inmobiliaria é moi significativa en Grecia (-17,2%), en España (-17,7%) e en

¹⁷ Debido ás limitacións impostas polos datos, non se puideron separar as débedas hipotecarias das débedas totais a nivel individualizado por país.

¹⁸ Seguramente, esta expresiva redución no valor da riqueza financeira líquida de Irlanda, de España e de Grecia afectará dalgunha maneira ao nivel de consumo das familias durante a fase de crise.

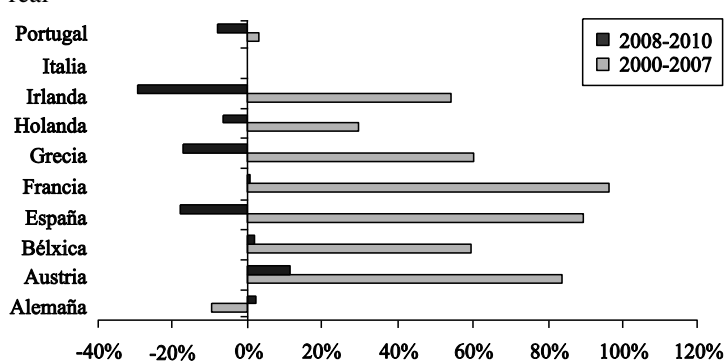
Irlanda (-29,2%), países que se viron fortemente afectados polo colapso do sector da construción (gráfica 3). A elevada taxa de paro, asociada ao alto nivel de endebedamento das familias, parece ter contribuído decisivamente á redución da demanda inmobiliaria, potenciando unha intensa caída nos prezos das vivendas nestes tres países. Por outro lado, Bélxica (1,9%), Alemaña (2,4%) e, sobre todo, Austria (11,5%) destacan por non presentar unha redución no valor da riqueza inmobiliaria durante a fase de crise. Unha das razóns que, efectivamente, podería xustificar en parte a non redución do prezo da vivenda sería a non alteración da taxa de paro durante a crise, reducindo a incerteza e, en consecuencia, mantendo a demanda inmobiliaria nestes países. Ademais, o crédito hipotecario –outro factor determinante do comportamento dos prezos dos activos inmobiliarios– reduciuse de maneira moito menos intensa en Bélxica, en Alemaña e en Austria que no caso oposto de Grecia, de España e de Irlanda.

Gráfica 2.- Variación do nivel da riqueza financeira *per capita*



FONTE: Elaboración propia a partir dos datos da Eurostat.

Gráfica 3.- Variación do nivel da riqueza inmobiliaria *per capita* real

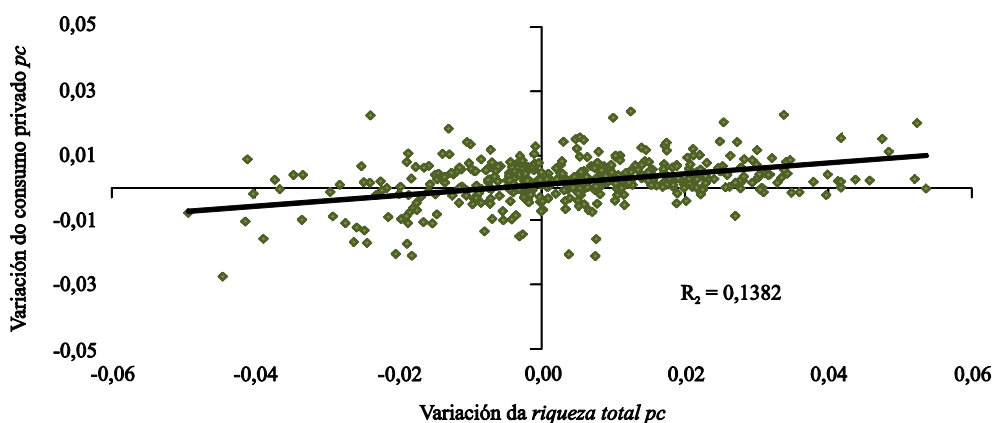


NOTA: Dato non dispoñible para Italia.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos da OCDE e da *Global Property Guide*.

Parece oportuno examinar agora a correlación que existe entre a variación da riqueza –total e desagregada– e do consumo privado *per capita*, co obxecto de obter unha primeira aproximación sobre o impacto do efecto riqueza a nivel agregado. Neste sentido, observouse a base de datos relativos á variación trimestral do consumo privado *per capita* (*CPpc*) e as variacións dos niveis de riqueza *per capita* financeira (*RFpc*), inmobiliaria (*RVpc*) e total¹⁹ (*RTpc*) para os dez países europeos considerados. As variacións trimestrais corresponden a taxas de variación logarítmica. Os valores relativos á variación do nivel da *RFpc* foron estimados con datos da Eurostat, mentres que a serie relativa á variación do nivel da *RVpc* e da *RTpc*²⁰ foi calculada con datos procedentes de diversas fontes estatísticas. Pola súa parte, a variación do *CPpc*²¹ foi valorada a partir dos datos de consumo da Eurostat. A gráfica 4 só mostra os resultados para as correlacións existentes entre as variacións da riqueza total e do consumo a nivel agregado. Como se pode observar nela, existe unha relación positiva e significativa entre a variación da riqueza total e do consumo privado.

Gráfica 4.- Análise agregada trimestral, 2000-2010 (variación do consumo privado *per capita* e da riqueza total *per capita*)



NOTA: Taxas de variación logarítmica intertrimestral.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos, entre outros, da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

En calquera caso, cómpre advertir que os resultados alcanzados neste tipo de análise no que se abordan conxuntamente diversos países deben ser tomados cunha

¹⁹ O nivel de riqueza total *per capita* (*RTpc*) é a suma do nivel de riqueza financeira (*RFpc*) e inmobiliaria (*RVpc*) *per capita*.

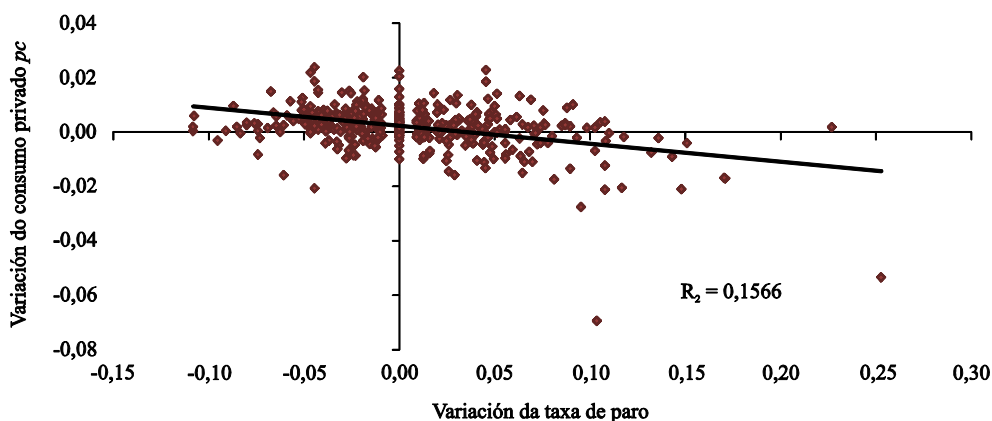
²⁰ Disponibilidade de datos para as variacións da *RTpc*: a) Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Grecia e Holanda (2000Q2-2010Q4); b) Irlanda (2001Q2-2010Q4); c) Italia (2000Q2-2009Q4); d) Portugal (2001Q4-2010Q4). Admítese por hipótese que as variacións da *RTpc* de Italia corresponden ás mesmas variacións da *RFpc*.

²¹ Disponibilidade de datos para as variacións do *CPpc*: Alemaña, Austria, Bélxica, España, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia e Portugal (2000Q2-2010Q4).

certa prudencia, e tendo en conta a posible existencia de diferenzas institucionais entre os países relativas tanto a aspectos impositivos como a restricións que poden afectar ao crédito e ao aforro.

Outro elemento importante para comprender o proceso de crise actual polo seu impacto negativo sobre o consumo é a taxa de paro e a súa evolución. Aínda que o aumento da taxa de paro non foi o factor determinante da crise, senón máis ben a súa consecuencia, a súa manifestación convértese rapidamente nun compoñente crucial para propiciar unha escalada na caída do consumo e do investimento. É dicir, ao efecto riqueza únese o efecto desemprego que conduce, posteriormente, a un menor consumo das familias²². Deste modo, os resultados obtidos na análise de correlacións demostran a existencia dunha relación inversa entre a variación do consumo e a taxa de paro a nivel agregado para os dez países da UEM considerados, aínda que esta análise pode estar recollendo comportamentos internacionais diferenciados (gráfica 5).

Gráfica 5.- Análise agregada trimestral, 2000-2010 (variación do consumo privado *per capita* e da taxa de paro)



NOTA: Taxas de variación logarítmica intertrimestral.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos da Eurostat.

Na táboa 2 preséntanse os coeficientes de correlación entre a variación intertrimestral do consumo *per capita* e dos niveis de riqueza *per capita* financeira (*RFpc*), inmobiliaria (*RVpc*) e total (*RTpc*) para os dez países entre os anos 2000 e 2010.

A nivel agregado obsérvase unha correlación positiva tanto para a riqueza total como para a riqueza financeira e inmobiliaria. A nivel desagregado apréciase unha correlación positiva no caso da riqueza total en case todos os países, agás en Aus-

²² A través da perda ou da redución dos ingresos, de maiores restricións ao crédito, da diminución da confianza, do empeoramento das expectativas, etc.

tria. Polo que respecta á riqueza financeira, hai unha correlación positiva novamente en case todos os países, agás en Holanda. Do mesmo modo, repítese a correlación positiva para a cuestión da riqueza inmobiliaria en case todos os casos, agás en Austria. Adicionalmente, obsérvase un predominio da riqueza inmobiliaria sobre a financeira en seis países dos dez examinados –Alemaña, España, Francia, Grecia, Holanda e Irlanda–.

Táboa 2.- Correlacións entre a variación do consumo privado *per capita* e a variación do nivel de riqueza e de paro, 2000-2010

	<i>RTpc</i>	<i>RFpc</i>	<i>RVpc</i>	PARO
GLOBAL	0,37	0,12	0,35	-0,40
Alemaña	0,15	0,05	0,15	-0,12
Austria	-0,10	0,37	-0,16	0,05
Bélxica	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 non dispoñible.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos, entre outros, da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

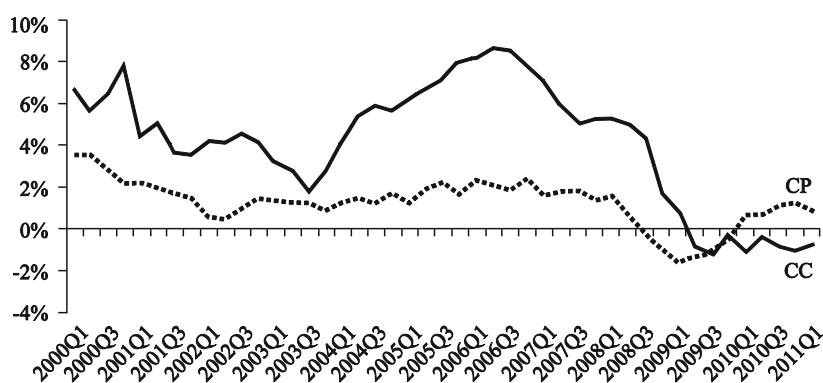
Por último, polo que respecta á correlación da variación do consumo coa taxa de paro, pode constatarase outra vez o seu carácter negativo con claridade, tanto a nivel global como a nivel diferenciado por países. Nos casos particulares de Irlanda, de Grecia e de España, a relación inversa entre a variación do consumo e o desemprego prodúcese de forma especialmente significativa para o período examinado, o que garda unha conexión bastante estreita coa alta oscilación da taxa de desemprego nestes países como consecuencia da crise global.

4. O IMPACTO DA CRISE SOBRE O CRÉDITO E A SÚA RELACIÓN CO CONSUMO

O crédito é un compoñente fundamental do crecemento económico moderno, permitindo a anticipación das relacións comerciais na medida en que fai posible o intercambio dun valor actual por unha obriga futura, acelerando deste modo a circulación da riqueza dun país. Neste contexto, o crédito destinado ao consumo funciona como unha variable determinante que conecta a economía financeira coa actividade real, podendo amplificar o efecto riqueza sobre o consumo das familias na fase expansiva, ou ben actuar inversamente como un freo na etapa recesiva de crise.

Na gráfica 6 preséntase a evolución trimestral do consumo e do crédito ao consumo na última década, incluíndo o actual período de crise. Como mostra esta gráfica, a evolución do crédito caracterízase por variacións moito máis acentuadas que a evolución do propio consumo. Ademais, obsérvase unha tendencia da curva de crecemento do consumo acompañando á curva de crédito, isto é, cando se incrementa o crédito, tende a aumentar o consumo, mentres que o contrario se produce no momento no que se retrae o crédito. Isto permite afirmar que unha gran parte do crecemento do consumo das familias provén do consumo financiado durante a etapa expansiva –entre os anos 2003 e 2007–, que tende a reducirse considerablemente, sobre todo en circunstancias adversas de restrición ao crédito –entre os anos 2008 e 2011–, mostrando desde aquela unha tendencia de difícil recuperación.

Gráfica 6.- Evolución do consumo e do crédito ao consumo (taxa de variación trimestral anualizada)



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

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos do BCE.

Se nos centramos na evolución dinámica do crédito ao consumo, poden diferenciarse tres grupos no conxunto de países examinados (táboa 3): en primeiro lugar, os países nos que a expansión do crédito foi alta na fase anterior á crise –Grecia, Irlanda e España–, con taxas de variación anual superiores ao 14%; en segundo lugar, os países nos que o crecemento do crédito foi medio –Italia, Portugal, Francia e Holanda–, con taxas de variación entre o 4% e o 12% anual; e, en terceiro lugar, os países nos que o incremento do crédito foi baixo –Bélxica, Austria e Alemaña–, con taxas de variación anual inferiores ao 3%. En definitiva, os datos de crecemento anual do crédito mostran con meridiana claridade un período expansivo (2004-2008²³) e outro recesivo (2009-2011).

²³ Consideramos como etapa expansiva o ano 2008, dado que os efectos restritivos da crise sobre a canle do crédito ao consumo só se manifestan con claridade a partir do ano 2009.

Táboa 3.- Variación anual do crédito ao consumo (%)

CRECIMENTO	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
Baixo	Bélxica	2,9	-3,6
	Austria	1,9	-3,6
	Alemaña	0,8	3,4

NOTA: Valores medios mensuais anualizados para o período. Os datos do ano 2011 refírense só ata o mes de maio.

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos do BCE.

Como acabamos de sinalar, Grecia, Irlanda e España presentan as maiores taxas de crecemento do crédito no período expansivo; porén, son estes países os que están sufrindo as maiores restricións de crédito na actual fase de crise. Estes países partían dun modelo de crecemento baseado no aumento do consumo, que nunha boa parte estaba financiado pola propia oferta de crédito, é dicir, un modelo de crecemento de consumo financiado que, coa manifestación da crise, perdeu todo o sentido económico. Debido á incerteza financeira, xunto co incremento substancial do desemprego, as restricións ao crédito acentuáronse bastante, presentando taxas de variación negativa durante a maior parte do período. Por outro lado, países como Portugal, Francia, Holanda, Bélxica e Austria, onde o crecemento do crédito ao consumo foi baixo ou medio durante a fase expansiva, sufriron algunhas restricións durante a crise; con todo, esas restricións de crédito son menos intensas en comparación cos tres países previamente sinalados.

Con respecto ao caso de Italia, cómpre sinalar que, tendo en conta que é un país no que a *ratio* de endebedamento do crédito sobre o PIB é bastante baixa en comparación con outros países, e aínda que sufrira un crecemento do crédito moi importante durante a fase expansiva, representa un mercado de crédito pouco explorado. A dinámica do endebedamento para o financiamento do consumo foi pouco utilizada en comparación con outros países. Deste modo, aínda que a crise restrinxiu o acceso ao crédito, a utilización dos recursos do crédito para o consumo representa un fenómeno en expansión, que xustifica en parte os resultados positivos durante o período de crise.

Por último, tamén paga a pena destacar o caso de Alemaña, considerando que o incremento do crédito no período expansivo foi bastante reducido, e que na etapa de crise alcanzou resultados positivos. Malia ter sufrido importantes caídas no PIB, Alemaña é un país que, en comparación con outros países, se recuperou moi rapidamente da crise, reconquistando o seu nivel de investimento e de comercio exterior, motores propulsores do crecemento económico. Ademais, o mantemento da

taxa de desemprego en niveis bastante equilibrados e baixos durante a crise xerou un ambiente de confianza sobre o consumo dos fogares que, xunto con medidas non convencionais de apoio ao crédito, permitiu que a canle do crédito fose velozmente reactivada.

5. UNHA APROXIMACIÓN AO EFECTO RIQUEZA: RESULTADOS DA ESTIMACIÓN ECONÓMÉTRICA

Co obxecto de alcanzar unha aproximación máis completa e precisa do efecto riqueza, realizouse unha estimación econométrica que incorpora aquelas variables que, de acordo coas relacións establecidas no plano teórico, explican o comportamento do consumo privado. Para iso, dispónse dun amplo conxunto de datos de panel, cunha estrutura dimensional que combina dez unidades de sección cruzada (países) con corenta e catro unidades de serie temporal (datos trimestrais).

Estas variables –expresadas en logaritmos e en termos *per capita*– considéranse tanto en niveis como en variacións, dando lugar a dúas especificacións do modelo econométrico. A primeira especificación (táboa 4), que se refire aos niveis, pretende poñer de manifesto a estreita relación que existe entre as variables explicativas –renda, riqueza ou desemprego– e o nivel de consumo –privado– *per capita*. No caso da segunda especificación (táboa 5), que se refire ás variacións, búscase comprobar o grao de relación que existe entre a variación desas variables e a variación do consumo *per capita*. Cómpre sinalar que é esta segunda especificación a que responde máis estreitamente ao obxectivo central do traballo, sendo tamén a máis esixente desde o punto de vista da medición do chamado “efecto riqueza”.

Polo que respecta ás variables, o consumo *per capita* sempre aparece como a variable dependente expresada en niveis –valores trimestrais en logaritmos– ou en variacións –taxas de variación logarítmica intertrimestral–, dependendo da especificación. Polo que se refire ás variables explicativas, xunto ao valor da riqueza –na súa versión total ou na desagregada, e cun hipotético efecto positivo sobre o consumo– considéranse outros factores que tamén afectan en maior ou en menor grao ao consumo dos fogares, tales como a renda dispoñible *per capita* –cunha presumible influencia positiva sobre o consumo–, a taxa de desemprego –cunha suposta influencia negativa– ou o nivel de desigualdade na distribución da renda –cun efecto supostamente negativo–.

Finalmente, tamén se inclúe unha variable cualitativa (*dummy*) de tipo aditivo, denominada “*crise*”, que toma valores iguais a 1 para aqueles trimestres correspondentes ao período de crise (2008-2010), e valores iguais a 0 para os trimestres do período inmediatamente anterior (2000-2007). Esta variable trata de recoller o impacto sobre o consumo atribuíble ao cambio de contexto económico, social e político que implica a crise global. Isto traducíuse, entre outros aspectos, nun forte em-

peoramento das expectativas e nun aumento da incerteza, acompañados de drásticas restricións na oferta de crédito na maior parte das economías. Polo tanto, coa inclusión desta variable preténdense abordar de forma máis precisa os efectos das demais variables sobre o consumo.

Para cada unha destas dúas especificacións –en niveis e en variacións– preséntanse dous modelos, en función do grao de desagregación da variable riqueza: a riqueza total (modelos I e III) ou a riqueza desagregada (modelos II e IV).

Volvendo ás variables explicativas considérase, en primeiro lugar, a renda familiar dispoñible, tratando de calcular a influencia dun dos factores máis sinalados pola teoría económica para explicar o consumo. Con esta variable trátase, en definitiva, de valorar o efecto renda sobre o consumo. En segundo lugar, estúdase o valor da riqueza tanto en termos totais coma desagregada nos seus dous compoñentes: a riqueza financeira e a inmobiliaria. En terceiro lugar, inclúese un factor crítico en épocas de crise: o desemprego, cuxo efecto esperado sobre o consumo parece pouco susceptible de discusión. O paro supón, por un lado, a perda de ingresos e, por outro lado, un empeoramento das expectativas que conducen a unha diminución do consumo non só dos propios desempregados e das súas familias –perda de ingresos–, senón tamén do resto de individuos e familias –aumento do aforro por precaución, reducindo parte do seu consumo–. A este conxunto de consecuencias sobre o consumo podería chamárselle “efecto desemprego”. Como cuarta variable explicativa inclúese a variable relativa á desigualdade na distribución da renda, aproximada a través do índice de Gini²⁴, coa que se trata de contrastar en que medida o grao de desigualdade na distribución da renda afecta ao consumo²⁵. Por último, incorpórase unha variable cualitativa que trata de definir o papel que desempeña o actual contexto de crise.

Malia levar a cabo esta análise nun marco espacial homoxéneo como é a Unión Económica e Monetaria, é de esperar que poidan estar operando certas especificidades de carácter nacional que leven a comportamentos diferenciados. Por esta razón realizouse a estimación polo método de *efectos fixos*, que contempla a existencia destas particularidades, e que permite realizar estimacións máis consistentes e menos desviadas que o procedemento habitual de MCO.

Partindo da primeira especificación, que considera os niveis das variables para os dez países da UEM, obtivéronse os resultados que se presentan na táboa 4. A inclusión do consumo *per capita* retardado (un trimestre) permite comprobar a presenza dun carácter acumulativo nos niveis de consumo presente con respecto ao

²⁴ Esta variable non se inclúe nos modelos III e IV debido a limitacións estatísticas –non se dispón dos datos trimestrais relativos ao índice de Gini–.

²⁵ De acordo co fundamento microeconómico baseado no carácter decrecente da propensión marxinal a consumir en función do nivel de renda, parece razoable pensar que un maior grao de desigualdade (*ceteris paribus*) implique un menor nivel de consumo, pois unha fracción máis elevada da renda estará sometida á menor propensión marxinal a consumir que caracteriza ás rendas altas. Noutras palabras, as grandes fortunas non destinan toda a súa renda a consumir, mentres que as rendas medias e baixas si destinan unha fracción moi elevada da súa renda –cando non toda– a consumir.

consumo pasado²⁶ e, á vez, obriga a considerar con maior amplitude o impacto que sobre o consumo actual teñen as variables explicativas, xa que revela a existencia dun efecto multiplicador a través do tempo²⁷.

En esencia, os resultados desta primeira especificación poñen de manifesto a estreita relación que existe entre o nivel de consumo e a renda familiar dispoñible, en liña cos postulados xerais da teoría da demanda. Esta variable aparece en ambos os dous modelos (I e II) cun coeficiente bastante elevado e cun alto nivel de significación.

Pola súa parte, a consideración do valor da riqueza total tamén resulta significativa, aínda que cun coeficiente e cun nivel de significación menor ao da renda. Este resultado parece coherente coa hipótese de que a renda –ingreso corrente– presenta unha influencia máis directa sobre o consumo que a riqueza –menor liquidez en xeral que a renda–. Ademais, desde unha óptica microeconómica, e tendo en conta que a maior parte da poboación ten como principal fonte de ingresos a súa renda salarial, pode entenderse mellor este resultado. En síntese, un aumento do 10% na riqueza total eleva o consumo nun 0,1%, mentres que o mesmo aumento na renda dispoñible xera un incremento do 0,5%. En calquera caso, é preciso contar co carácter dinámico da relación, que implica que unha parte importante da influencia se prolonga no tempo a través dun efecto multiplicador. Ao formular unha visión dinámica, pode estimarse este impacto conxunto a través do cálculo do multiplicador total. Neste caso, obtense como resultado que, por exemplo, un aumento no valor da riqueza total dun 10% alcanza un impacto próximo ao 1,1% sobre o consumo, o cal nos aproxima á verdadeira magnitude global do impacto da riqueza ao longo do tempo.

A desagregación da riqueza total nos seus dous compoñentes (modelo II) ofrece resultados similares, cunha influencia sobre o nivel de consumo de signo positivo en ambos os dous casos, aínda que cun maior impacto e significatividade na riqueza financeira. Esta diferenza pode ter a súa explicación no distinto grao de liquidez dos activos mobiliarios (financeiros) fronte aos inmobiliarios, así como na facilidade da súa medición. Estas diferenzas fanse aínda máis evidentes no actual contexto de crise ante as dificultades que afronta a compravenda de vivendas.

Pola súa parte, o menor impacto e significación da riqueza inmobiliaria responde, na nosa opinión, á acción combinada de dous factores que actuaron en diferente sentido. En primeiro lugar, un estímulo de signo positivo sobre o consumo debido ao valor dos activos inmobiliarios, que constituíu o eixe central sobre o que se

²⁶ Á marxe desta consideración, a inclusión deste regresor atribúelle ao modelo un carácter dinámico, contribuíndo a corrixir posibles problemas de autocorrelación.

²⁷ Á medición do impacto das variables explicativas sobre a variable dependente nos modelos dinámicos soe asociarse toda unha terminoloxía que inclúe termos tales como multiplicador de impacto, multiplicador de retardo, multiplicador total, etc. O multiplicador total recolle a suma de todos os impactos ao longo do tempo. En notación alxébrica, o multiplicador total calcúlase como $m_T = \sum_{j=0}^{\infty} m_j$, sendo m_j o multiplicador de retardo j . O cálculo do multiplicador total parte do recoñecemento de que existe unha dependencia implícita das variables dependentes retardadas.

marcaba a capacidade de solvencia das familias e, polo tanto, do seu potencial de endebedamento –alimentado por unha crecente oferta de crédito– e consumo²⁸. En segundo lugar, o menor grao de liquidez da riqueza inmobiliaria fronte aos activos financeiros –como accións ou bonos–, que restrinxe o seu impacto sobre o consumo, especialmente visible a medida que se reduce a oferta de crédito, que se estivera apoiando ata o ano 2007 nunha burbulla aparentemente imparabile de crecemento do prezo da vivenda²⁹.

A inclusión da taxa de paro pon de manifesto a relevancia do efecto desemprego sobre o consumo, mostrando unha influencia de signo negativo e sendo estatisticamente significativo. Este efecto, como xa sinalamos, materialízase a través da caída dos ingresos das familias e do aumento da incerteza, co conseguinte empeoramento das expectativas.

Outra variable que garda unha influencia negativa sobre o consumo, aínda que sen alcanzar un grao suficiente de significación estatística, é o nivel de desigualdade da renda (Gini). Este resultado resulta coherente coa hipótese de que a desigualdade no ingreso vén asociada a un menor consumo, debido ao carácter decrecente da propensión dos individuos a consumir a medida que aumenta o seu nivel de renda.

Polo que respecta aos resultados, debemos destacar a elevada bondade do axuste (R^2 axustado próximo a 1), que pon de relevo a estreita relación entre os niveis de consumo, de renda e de riqueza, xunto con outros factores como o desemprego ou o nivel de desigualdade. Por outra parte, os resultados con respecto á variable cualitativa “crise” presentan un impacto negativo e estatisticamente significativo sobre os niveis de consumo. A inclusión desta variable permite controlar o factor temporal asociado ao cambio de contexto social, económico e político que se manifesta con maior nitidez a partir do ano 2008.

Esta primeira especificación, baseada en modelos dinámicos con variables en niveis, non permite valorar en toda a súa esencia o “efecto riqueza”. Ese fenómeno é por definición un proceso que se manifesta nas variacións temporais. Isto invita, polo tanto, a realizar outras aproximacións que traten de establecer de maneira máis esixente este carácter dinámico. Isto dá paso ao segundo tipo de especificación, que ten en conta as variacións das variables.

Co obxecto de levar a cabo esta segunda especificación, estimáronse os modelos III e IV (táboa 5), que incorporan como variable dependente as variacións intertrimestrais do consumo, e como variables explicativas as variacións intertrimestrais da renda dispoñible, da riqueza –total e desagregada– e da taxa de paro. Ademais,

²⁸ O cal actuou de forma positiva sobre o consumo á vez que se ía constituíndo a burbulla inmobiliaria nunha senda aparentemente imparabile de crecemento dos prezos.

²⁹ Inicialmente, as débedas hipotecarias podían ser consideradas como unha rémora no longo prazo, aínda que facilmente asumible nun escenario de crecentes expectativas de ingreso (expansión económica) e de riqueza (burbulla de prezos). Deste modo, unha maior riqueza inmobiliaria, conseguida pola vía do endebedamento hipotecario, actuaba como sostén das expectativas de consumo dos fogares, presentando un signo positivo, tal e como revelan os resultados.

inclúese a variable *dummy* cualitativa referida ao período de crise (2008-2010), co obxecto de controlar o efecto derivado do cambio de contexto. Entendendo que existe un certo retardo entre a ilusión patrimonial que dá lugar ao efecto riqueza ata que este afecta ao consumo, optouse por incluír un retardo dun trimestre para as variacións referidas á riqueza.

Táboa 4.- Estimación por efectos fixos. Variables en niveis. Dez países da eurozona, 2000-2010

Variable dependente: Consumo privado <i>per capita</i>		
Desviacións típicas robustas (HAC)		
	MODELO I	MODELO II
Consumo <i>per capita</i> (<i>t-1</i>)	0,908 (37,73)	0,937 (43,82)
Renda dispoñible <i>per capita</i>	0,0489 (3,91)	0,038 (3,61)
Riqueza total <i>per capita</i> (<i>t-1</i>)	0,010 (2,17)	-
Riqueza financeira <i>per capita</i> (<i>t-1</i>)	-	0,013 (3,24)
Riqueza inmobiliaria <i>per capita</i> (<i>t-1</i>)	-	0,006 (1,52)
Desemprego (taxa de paro)	-0,008 (-3,00)	-0,006 (-2,17)
Desigualdade da renda (Gini)	-0,005 (-0,55)	-0,015 (-1,16)
Crise (variable <i>dummy</i> , 2008-2010)	-0,005 (-4,49)	-0,005 (-4,62)
R^2 axustado	0,9988	0,9989
Durbin-Watson	1,87	1,96
Número de observacións	332	301
NOTA: As variables refírense aos valores trimestrais, e están expresadas en logaritmos. Entre paréntese inclúense os estatísticos- <i>t</i> .		

FONTE: Elaboración propia a partir dos datos, entre outros, da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

Na táboa 5 móstranse os resultados da estimación por efectos fixos, que están en liña coa hipótese relativa á existencia dun efecto riqueza para os dez países. Aínda que a calidade do axuste (R^2 axustado) é sensiblemente menor que a da especificación baseada en niveis (táboa 4), esta segunda especificación implica un maior nivel de esixencia nas relacións. Cómpre ter en conta que a variable que hai que explicar –as variacións intertrimestrais do consumo– pode resultar afectada por un número indeterminado de factores, que levan a que os patróns de consumo non varíen de forma automática. Neste sentido, debemos sinalar que os resultados obtidos noutros traballos (Barata e Pacheco, 2003; Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009) que inclúen como variable dependente as variacións do consumo privado, non alcanzan calidades do axuste superiores. É esta, pois, unha característica bastante común ás aproximacións realizadas desde esta perspectiva.

Polo que respecta aos resultados, obsérvase a predominancia dun efecto riqueza de signo positivo e estatisticamente significativo en todos os casos (modelos III e IV). Ademais, este efecto riqueza parece ter sido superior ao efecto renda, o cal pon de manifesto a especial incidencia que os cambios no valor da riqueza teñen sobre as expectativas de consumo dos fogares.

Por outro lado, ao igual que sucedía coa primeira especificación, os resultados apuntan a un predominio do efecto riqueza de carácter financeiro, que revela unha maior sensibilidade do consumo ante variacións no valor dos activos financeiros. Aínda que o valor dos activos inmobiliarios foi en moitos países o soporte das expectativas de consumo dos fogares, acompañado dunha oferta crediticia crecente ata que se desencadeou a crise actual, o seu menor grao de liquidez fronte aos activos financeiros pode ser unha das razóns que explique este comportamento no marco da estimación econométrica. En liñas xerais, un incremento do 10% na variación da riqueza total eleva a variación do consumo nun 0,6%, mentres que o mesmo aumento na variación da renda dispoñible apenas xera un incremento do 0,3% no consumo.

Táboa 5.- Estimación por efectos fixos. Variables en variacións. Dez países da eurozona, 2000-2010

Variable dependente: Variación do consumo privado <i>per capita</i> Desviacións típicas robustas (HAC)		
	MODELO III	MODELO IV
Variación da renda dispoñible <i>per capita</i>	0,026 (1,97)	0,020 (1,76)
Variación da riqueza total <i>per capita</i> (<i>t</i> -1)	0,064 (3,66)	-
Variación da riqueza financeira <i>per capita</i> (<i>t</i> -1)	-	0,054 (7,61)
Variación da riqueza inmobiliaria <i>per capita</i> (<i>t</i> -1)	-	0,034 (2,28)
Variación do desemprego (taxa de paro)	-0,055 (-3,78)	-0,049 (-3,65)
Crise (variable <i>dummy</i> , 2008-2010)	-0,003 (-3,16)	-0,004 (-3,23)
R^2 axustado	0,2534	0,2795
Durbin-Watson	2,09	2,02
Número de observacións	407	368

NOTA: As variables refírense aos valores trimestrais, e están expresadas en taxas de variación. Entre paréntese inclúense os estatísticos-*t*.

FONTA: Elaboración propia a partir dos datos, entre outros, da Eurostat, da OCDE e da *Global Property Guide*.

Así mesmo, os resultados volven poñer de manifesto a relevancia explicativa do efecto desemprego, mostrando unha influencia estatisticamente significativa e de signo negativo sobre a variación do consumo.

Por último, a variable cualitativa referida á crise mostra unha influencia de signo negativo e estatisticamente significativa sobre as variacións do consumo. Como

xa se sinalou, a inclusión desta variable permite controlar o papel desempeñado polo cambio de contexto asociado á crise actual.

6. CONCLUSIÓNS

O eixe central do traballo foi a análise do efecto riqueza sobre o consumo, utilizando macrodatos trimestrais relativos a dez países da eurozona. Este efecto supón que as variacións dos niveis de riqueza inflúen nas variacións do consumo. Para iso, desenvolveuse unha metodoloxía para a reconstrución dos valores da riqueza, seguindo un procedemento parcialmente inspirado noutros traballos (Case *et al.*, 2005; Skudelny, 2009; Slacalek, 2009).

Malia existir unha literatura crecente sobre esta temática, é preciso sinalar que existen poucos estudos que aborden desde unha perspectiva europea e da crise actual. Por esta razón, este traballo pretende cubrir este baleiro, ampliando os resultados doutros estudos (Skudelny, 2009; Menezes e Rodil, 2010) e abarcando unha mostra máis actualizada.

O estudo da evolución das dez economías europeas demostra a existencia de comportamentos diferenciados no período 2000-2010. En primeiro lugar, o nivel de riqueza inmobiliaria calculada é superior ao nivel da riqueza financeira, o que podería estar xustificado en parte polas débedas hipotecarias que se trasladan á riqueza financeira, infravalorando o valor estimado. En segundo lugar, o crecemento da riqueza inmobiliaria foi superior ao aumento da riqueza financeira no conxunto do período, debido a unha elevación significativa no prezo das vivendas –burbulla inmobiliaria–.

En liñas xerais, os resultados obtidos a través da modelización econométrica apuntan a existencia dun efecto riqueza positivo e significativo sobre o consumo en todos os modelos estimados. Polo que respecta ao impacto total –considerando o efecto multiplicador de todos os retardos–, estímase, por exemplo, que un aumento (redución) do 10% na riqueza total provoca un aumento (redución) do 1,1% no nivel de consumo no longo do tempo.

Tamén se puido comprobar o predominio do efecto riqueza financeiro sobre o efecto riqueza inmobiliario, revelando unha maior sensibilidade do consumo ante variacións no valor dos activos financeiros. Aínda que os activos inmobiliarios viñeron constituíndo un pilar fundamental das expectativas de consumo das familias e a base do comportamento crediticio na última década, os activos financeiros presentan un maior grao de liquidez e de facilidade de medición.

Por outro lado, cómpre destacar a inclusión doutras variables como, por exemplo, a taxa de paro, que mostra a coexistencia dun efecto desemprego que garda unha relación negativa e significativa sobre o consumo. De igual forma compórtase, aínda que sen alcanzar a significación estatística, o grao de desigualdade, reflectindo o lastre que representa para o consumo un nivel crecente de concentración da renda.

Por último, todos estes efectos veñen acompañados dun papel negativo e significativo da variable cualitativa referida á crise global, que se manifesta, entre outros aspectos, nunha deterioración do desempeño do consumo. Esta variable permite controlar, por exemplo, cambios no contexto socioeconómico, así como no comportamento dos propios axentes, como poden ser a crecente incerteza, as restricións na oferta de crédito, o aforro por precaución, etc. A consideración desta *dummy* permite, en definitiva, validar a existencia dun efecto riqueza significativo, que contribúe a alcanzar unha interpretación máis completa dos factores explicativos que están detrás do comportamento do consumo tanto na fase expansiva como nun período inestable como o 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 e 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.