

RIQUEZA INMOBILIARIA Y CONSUMO PRIVADO EN LA ZONA DEL EURO



En este artículo se examina la evidencia teórica y empírica existente acerca del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, un nexo fundamental entre el sector de la vivienda y la actividad económica. La limitada evidencia disponible sugiere que este efecto es relativamente moderado en la zona del euro, en comparación con Estados Unidos y el Reino Unido, lo que, en cierta medida, puede ser reflejo del hecho de que los hogares de la zona del euro toman prestados menos fondos con cargo a la riqueza inmobiliaria para financiar el consumo. En particular, el vigoroso crecimiento que, en líneas generales, ha experimentado el precio de la vivienda en la zona del euro en el último decenio contrasta con un débil crecimiento del consumo. No obstante, se ha de reconocer que existe una heterogeneidad considerable en los distintos países de la zona del euro en lo que se refiere tanto a la evolución de los precios de la vivienda como a la reacción del gasto en consumo ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda.

I INTRODUCCIÓN

Los precios de la vivienda en los países industrializados han recibido mucha atención en los últimos años, debido tanto al fuerte crecimiento que han experimentado, en general, en el decenio transcurrido hasta el año 2005, como a la desaceleración observada más recientemente. En la zona del euro, el considerable enfriamiento de estos precios desde el 2005 ha suscitado preguntas acerca de los vínculos cualitativos y cuantitativos entre el sector de la vivienda y el resto de la economía. En este artículo se examina la evidencia sobre la influencia de la riqueza inmobiliaria¹ en el gasto en consumo privado.

Aunque pueden existir otros canales a través de los cuales la evolución de los mercados de la vivienda afecta a la economía, como los efectos de las fluctuaciones de los precios de la vivienda sobre la inversión residencial o sobre los balances de las instituciones financieras, con frecuencia se considera que el vínculo que representa el efecto riqueza es especialmente significativo, dada la elevada participación del consumo en el PIB (el 57% de la zona del euro en el 2007). Los incrementos de los precios de la vivienda se traducen en aumentos de la riqueza inmobiliaria, y también facilitan que los hogares tomen prestados más fondos utilizando esta riqueza como garantía. Ambos efectos contribuyen a que aumente el gasto en consumo. Dado que, a menudo, la riqueza inmobiliaria representa la mayor parte de los activos de los propietarios de viviendas, con frecuencia conlleva la necesidad de endeuda-

miento. En consecuencia, las características institucionales de los mercados hipotecarios (como las posibilidades de cancelación anticipada) desempeñan un destacado papel a la hora de determinar la evolución de la riqueza inmobiliaria y los efectos riqueza asociados sobre el gasto en consumo. Desafortunadamente, la limitada disponibilidad de datos hace que exista poca literatura empírica sobre el efecto de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro, y la escasa evidencia disponible indica que su efecto sobre el consumo es relativamente escaso (en comparación con otros países industrializados como el Reino Unido o Estados Unidos).

En este artículo se describe la evolución del consumo y de la riqueza en la zona del euro, se resumen los vínculos entre la vivienda y el gasto en consumo, y se analizan las estimaciones del efecto de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, los factores determinantes de este efecto y su variación entre países. En la sección siguiente se describe la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro, así como la de la riqueza de los hogares y del consumo privado. En la sección 3 se analiza el modo en que la riqueza influye en el gasto en consumo, la forma en que diversas «fricciones» como las restricciones sobre las garantías o los pagos iniciales pueden desempeñar un papel, la manera en que la innovación financiera modifica la transmisión de las

1 El patrimonio neto de los hogares es igual a la diferencia entre los activos totales y los pasivos totales. Los activos totales están formados por activos financieros (que incluyen efectivo y depósitos, acciones y otros valores) y activos no financieros, cuyo principal componente es la riqueza inmobiliaria (es decir, bienes inmuebles).

perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda al gasto en consumo y cómo difieren las respuestas de los hogares en función de si tienen vivienda en propiedad o no, de su patrimonio o de su deuda. En la sección 4 se examinan las estimaciones empíricas existentes de los efectos riqueza y se analiza el modo en que varían en los distintos países y hogares, y en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 MERCADOS DE LA VIVIENDA, PATRIMONIO NETO DE LOS HOGARES Y CONSUMO EN LA ZONA DEL EURO

En general, la evolución de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro en los últimos veinticinco años ha seguido una pauta similar a la evolución de los precios de los inmuebles residenciales en la zona (véase el gráfico 1 y también el recuadro 2, donde se presenta un análisis en los distintos países)². Esta relación se desprende del hecho de que los precios de la vivienda influyen en el valor del *stock* de viviendas.

Los dos ciclos observados en la zona del euro desde principios de la década de 1980 en lo que respecta a la riqueza inmobiliaria han correspondido

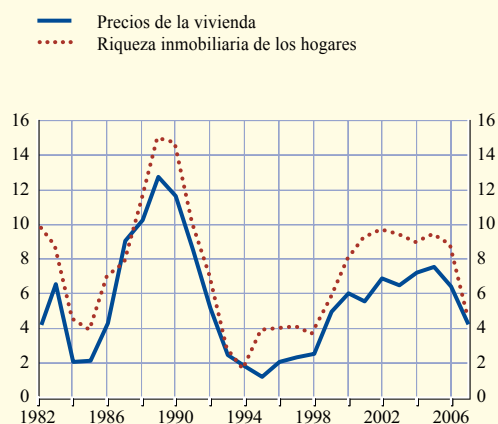
a ciclos de los precios de la vivienda, con tasas de crecimiento que registraron niveles máximos en el período 1989-1990 y en el 2005. Desde mediados del 2005, el mercado de la vivienda ha experimentado una moderación bastante constante, tras la fuerte expansión de los años anteriores. En términos interanuales, el crecimiento del precio de la vivienda se redujo desde un máximo del 7,6% en el primer semestre del 2005 hasta el 3,7% en el segundo semestre del 2007 (o el 4,2% para el año 2007 en su conjunto), en comparación con una tasa media de crecimiento interanual del 6,6% en el período 1999-2005. Esta moderación de los precios de la vivienda se ha traducido en una fuerte caída de la riqueza inmobiliaria de la zona en el período transcurrido hasta el 2007. La información disponible acerca, por ejemplo, de la evolución del precio de la vivienda por países, y datos sobre los préstamos para adquisición de vivienda en la zona del euro, indican que es probable que en el 2008 se produzcan nuevos descensos³.

2 Para más detalle, véase el recuadro titulado «Estimaciones de la riqueza inmobiliaria de los hogares de la zona del euro», en el Boletín Mensual de diciembre del 2006.

3 Para más detalle, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del mercado de la vivienda en la zona del euro», en el Boletín Mensual de julio del 2008.

Gráfico 1 Crecimiento de la riqueza inmobiliaria y de los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

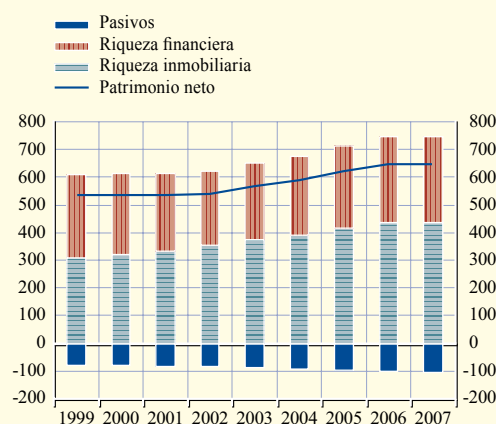


Fuente: BCE.

Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

Gráfico 2 Patrimonio neto de los hogares de la zona del euro

(en porcentaje de la renta bruta disponible)



Fuente: BCE.

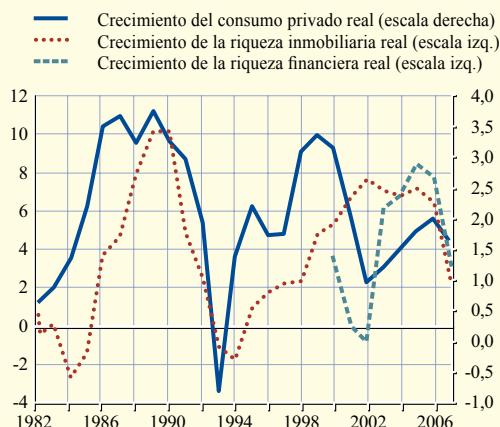
Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

En los últimos años, la riqueza inmobiliaria ha desempeñado un papel predominante en la evolución del patrimonio neto de los hogares de la zona del euro. Como se indica en el gráfico 2, el patrimonio neto en porcentaje de la renta bruta disponible de la zona se situaba en torno al 640% en el 2007, frente a casi el 530% en 1999. Esta evolución es reflejo, en su mayor parte, de la intensa evolución del mercado de la vivienda y de las subidas relacionadas de los precios de los inmuebles residenciales, ya que la riqueza inmobiliaria en relación con la renta disponible se incrementó más del 41% en ese mismo período. El aumento constante de la riqueza inmobiliaria contrasta con la mayor volatilidad de la riqueza financiera. Según las estimaciones disponibles, la riqueza financiera en porcentaje de la renta disponible alcanzó un máximo en 1999 pero, tras una pronunciada caída, no recuperó este nivel hasta el 2005. Dado que los precios de los valores de renta variable (además de los de los valores de renta fija y de otros activos financieros) influyen en la riqueza financiera, gran parte de esta volatilidad está relacionada con las acusadas fluctuaciones de los mercados de renta variable en este período. Los niveles de volatilidad de la riqueza inmobiliaria y de la riqueza financiera pueden afectar al grado en que los hogares de la zona del euro perciben los cambios en la riqueza como permanentes frente a transitorios.

Pese al considerable aumento de la riqueza inmobiliaria y del patrimonio neto de los hogares observado desde 1999, el crecimiento del consumo privado en la zona del euro se ha mantenido en niveles relativamente moderados y se ha visto influido, en particular, por la débil expansión de la renta y por las perturbaciones que han afectado a los precios de las materias primas en los últimos años⁴. Dado que el crecimiento del consumo privado en la zona del euro tiene muchos determinantes fundamentales, no resulta sorprendente que la riqueza inmobiliaria y el consumo no hayan mostrado una relación consistente en los últimos veinticinco años. Durante la década de 1980 y gran parte de la de 1990, el crecimiento del consumo privado tendió a seguir una pauta muy parecida al de la riqueza inmobiliaria, e in-

Gráfico 3 Desglose de la riqueza real y del consumo privado real

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: Datos reales obtenidos utilizando el deflactor del consumo privado para la zona del euro. Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria y consumo privado anteriores al año 1995 se han enlazado hacia atrás utilizando datos del Modelo para el conjunto de la zona del euro del BCE. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

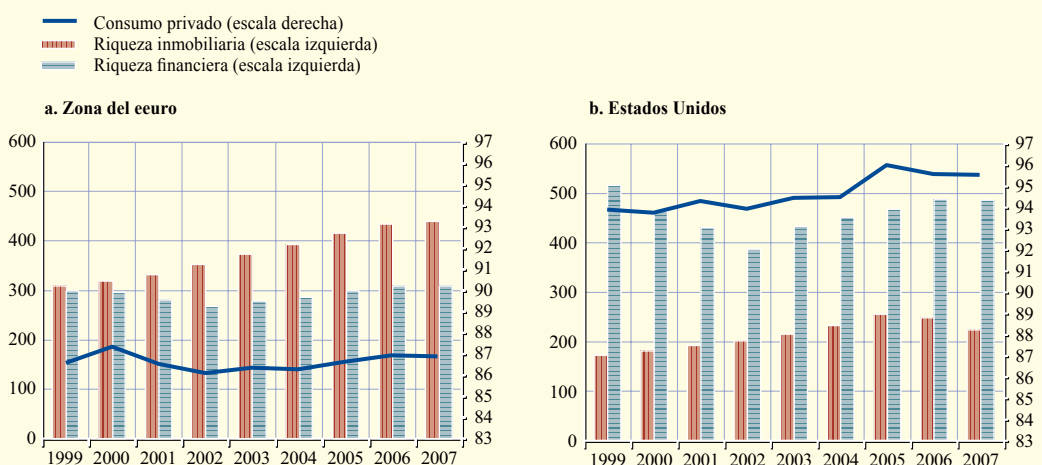
cluso en cierta medida experimentó variaciones que posteriormente se observaron en esta última. Sin embargo, en los últimos años, la correlación entre estas dos variables parece haberse debilitado ligeramente, en un período en que la correlación entre la riqueza financiera y el consumo privado parece haber sido algo más intensa (véase gráfico 3).

La comparación de datos de la zona del euro y de Estados Unidos indica que las ratios de riqueza inmobiliaria y riqueza financiera, así como de consumo, medidas en relación con la renta disponible, presentan considerables diferencias entre ambas regiones económicas, pese a la existencia de importantes limitaciones relacionadas con cuestiones de medición. En particular, la riqueza inmobiliaria de la zona del euro en relación con la renta disponible de los hogares es superior a la de Estados Unidos, mientras que la ratio análoga de la riqueza financiera en la zona del euro es menor (véase

⁴ Para conocer la evolución más reciente del consumo privado, véase el recuadro titulado «Evolución reciente del consumo privado e impacto de las subidas de precios», en el Boletín Mensual de julio del 2008.

Gráfico 4 Riqueza nominal y consumo privado

(en porcentaje de la renta nominal disponible)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: Los datos de riqueza inmobiliaria en el 2007 son una estimación preliminar. Los datos de riqueza inmobiliaria no incluyen Eslovenia.

Fuentes: Federal Reserve System y Bureau of Economic Analysis.

Nota: Gasto en consumo personal en porcentaje de la renta personal disponible. Los datos de riqueza incluyen hogares y organizaciones sin fines de lucro. La riqueza inmobiliaria se refiere al total de tenencias de bienes inmuebles, y la riqueza financiera al total de activos financieros.

gráfico 4). Al mismo tiempo, el gasto en consumo privado en relación con la renta disponible de los hogares es más bajo en la zona del euro que en Estados Unidos (con la contrapartida de una ratio de ahorro más elevada en la zona del euro). Además, parece que el nivel de endeudamiento de los hogares de la zona del euro se mantiene por debajo del de Estados Unidos. Mientras que, en la zona del euro, los préstamos a hogares para adquisición de vivienda crecieron de modo constante, desde aproximadamente el 40% de la renta disponible de este sector en el cuarto trimestre de 1999 a casi el 60% en el cuarto trimestre del 2007, esta ratio permanece por debajo de la ratio de hipotecas residenciales de los hogares (y de las instituciones sin fines de lucro) en relación con la renta disponible en Estados Unidos, que se situó por encima del 100% en el último trimestre del 2007.

3 VIVIENDA Y CONSUMO: PRINCIPALES VÍNCULOS Y MECANISMOS

En la sección anterior se ha descrito la evolución de la riqueza y el consumo en la zona del euro, y

en esta se consideran los canales a través de los cuales cabe la posibilidad de que la riqueza influya en el consumo. El marco conceptual que suele utilizarse para analizar la evolución del consumo es la hipótesis de la renta permanente/teoría del ciclo vital, en la que el gasto en consumo está determinado por los recursos esperados durante el ciclo de vida.

Además de ser un activo en el que invertir, la vivienda proporciona servicios de vivienda⁵. Tras una subida de los precios de la vivienda, no sólo los propietarios aumentan su riqueza, sino que los precios de los servicios de vivienda se incrementan al mismo tiempo. Como consecuencia de ello, es posible que los consumidores reduzcan su demanda de este tipo de servicios. Por tanto, el efecto general de los aumentos de los precios de la vivienda sobre el gasto total en consumo es, en teoría, ambiguo.

5 El precio de los servicios de vivienda refleja la cantidad de dinero que los arrendatarios dedican a pagar alojamiento (alquileres) y la que los propietarios hubiesen gastado en caso de ocupar una vivienda de alquiler (valor imputado de los servicios de alquiler de vivienda).

FRICCIONES FINANCIERAS

Gran parte de la evidencia empírica indica que el efecto de la riqueza inmobiliaria es bastante notable, especialmente en países como Estados Unidos y el Reino Unido (en la sección 4 figura un resumen de la literatura sobre este tema). Para justificar esta conclusión, modelos teóricos recientes han reconocido la importancia de las «fricciones financieras», como las restricciones sobre las garantías, los pagos iniciales y los costes de transacción.

Las restricciones sobre las garantías limitan la capacidad de los consumidores de endeudarse con cargo a su renta futura esperada. Como los bancos no pueden evaluar de manera creíble el riesgo inherente a los flujos de renta esperados de los hogares, exigen la aportación de garantías. Es posible que los hogares obtengan condiciones más favorables en los préstamos que están respaldados por una garantía. Normalmente, el valor total del préstamo se mantiene por debajo de una proporción determinada de los activos de los hogares. Por ejemplo, cabe la posibilidad de que un banco sólo esté dispuesto a conceder un préstamo por un importe equivalente al 70% del valor de la vivienda. Para los propietarios de viviendas que se encuentran al límite de sus posibilidades de endeudamiento, un aumento de los precios de la vivienda puede paliar estas limitaciones, ya que podrán tomar prestados más fondos respaldándose en el incremento del valor de su vivienda y, en consecuencia, gastar más.

Por otra parte, como consecuencia del aumento de los precios de la vivienda y de la necesidad de realizar pagos iniciales, es posible que los hogares que estén considerando la adquisición de una vivienda tengan que reducir el gasto. Las personas que acceden por primera vez a una vivienda en propiedad suelen adquirirla a una edad temprana, cuando su renta es relativamente baja. Dado que la compra de una vivienda conlleva la aportación de una cantidad elevada de dinero, que aumenta a la vez que su valor, puede que muchos hogares jóvenes ahorren más y gasten menos cuando los precios reales de los inmuebles se incrementan. Sin embargo, dado que los pagos iniciales únicamente

afectan a los hogares que están pensando comprar su primera vivienda —una proporción relativamente reducida de la población— es probable que, en términos agregados, este efecto sea comparativamente reducido.

Una característica clave de la riqueza inmobiliaria es su iliquidez: en comparación con la mayor parte de los activos financieros, resulta relativamente costoso convertir los incrementos de la riqueza inmobiliaria en dinero, que puede gastarse⁶. En consecuencia, la respuesta de los consumidores a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda puede ser cualitativamente diferente de su reacción ante perturbaciones que influyen en los precios de los activos financieros. En particular, es probable que el gasto en consumo reaccione ante una perturbación sobre los precios de la vivienda sólo después de que el efecto acumulado de dicha perturbación sea tan fuerte que supere los costes de transacción asociados al ajuste del capital inmobiliario o al endeudamiento respaldado en la riqueza inmobiliaria⁷. Los costes de transacción también pueden explicar por qué la reacción del consumo ante perturbaciones considerables sobre los precios de la vivienda puede ser desproporionalmente más intensa que la respuesta a pequeñas perturbaciones.

CARACTERÍSTICAS INSTITUCIONALES
DE LOS MERCADOS HIPOTECARIOS

La transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a través de la macroeconomía se ve afectada por el grado en que las instituciones que integran el mercado hipotecario son «completas», en términos de ofrecer una amplia variedad de productos financieros que facilitan el

6 Resulta incluso más caro ajustar el *stock* de capital inmobiliario con un traslado. Para conocer el modo en que los gastos de traslado y la disponibilidad de hipotecas inversas influyen en el efecto de la riqueza inmobiliaria, véase Skinner, J. (1996), «Is housing wealth a sideshow?», en D. Wise (ed.), *Advances in the Economics of Aging*, NBER, University of Chicago Press, pp. 241-268.

7 Por norma general, los costes de transacción tienen un componente fijo (procedente de distintas comisiones) y un componente variable, que depende del valor de la vivienda. El mecanismo descrito en este artículo se basa en el supuesto de que la acumulación de perturbaciones sobre los precios de la vivienda tiene que afectar a ambos componentes de estos costes para justificar un traslado.

endeudamiento (para adquisición de vivienda o con cargo a ella), de los precios de estos productos y de la gama de clientes con la que trabajan estas instituciones. El gasto en consumo en países con mercados hipotecarios más completos, en los que la vivienda verdaderamente es un activo más líquido, suele responder con mayor intensidad ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda que en países con mercados hipotecarios menos completos (véase también la evidencia empírica que se presenta en la sección 4).

Las medidas para determinar el grado en que los mercados hipotecarios son completos suelen elaborarse utilizando información sobre determinadas características institucionales, principalmente las ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, los costes de cancelación anticipada y la posibilidad de reembolso del capital inmobiliario⁸.

En parte como consecuencia de la desregulación y de la innovación financiera, los mercados hipotecarios se han vuelto más completos, en líneas generales, en los últimos veinte años, aunque a un ritmo y a un grado diferentes en los distintos países. Las ratios entre el principal y el valor de la garantía han aumentado, y el uso de productos de reembolso del capital inmobiliario se ha generalizado en mayor medida, especialmente en países como Estados Unidos y el Reino Unido.

La desregulación de los mercados financieros e hipotecarios en muchos países, que se intensificó sustancialmente a principios de la década de 1980, ha permitido también que un número mayor de instituciones financieras entren en el mercado y ha reducido los costes de transacción. Además, nuevos productos financieros han facilitado que los propietarios de viviendas se endeuden utilizando la vivienda como garantía. La mayor disponibilidad de crédito, en particular la reducción del importe de los pagos iniciales para quienes adquieren su primera vivienda, y las mayores facilidades de acceso a préstamos garantizados por viviendas (como pone de relieve el aumento de las ratios entre el principal y el valor de la garantía), han contribuido al notable incremento de la magnitud del

efecto de la riqueza inmobiliaria observado en países como Estados Unidos y el Reino Unido⁹.

Aunque la innovación financiera es un proceso que se está produciendo a escala mundial, las características institucionales de los mercados hipotecarios todavía presentan considerables diferencias, como las ratios típicas entre el principal y el valor de la garantía y el coste de cancelación anticipada de hipotecas, incluso en áreas como la zona del euro que son bastante homogéneas en muchos aspectos, como se muestra en el recuadro 1. Las variaciones de estas características institucionales pueden influir en la respuesta de las economías a perturbaciones que afectan al precio de la vivienda y a los tipos de interés¹⁰. Por ejemplo, es probable que la transmisión de perturbaciones que afectan a los tipos de interés sea más intensa en países con hipotecas a tipo de interés variable.

Aunque, en principio, la innovación financiera, una gama más amplia de productos financieros y los menores costes de transacción pueden aumentar el bienestar de muchos hogares, es probable que las economías en las que los hogares tienen mayores facilidades de acceso al crédito hipotecario (como Estados Unidos, Dinamarca, Países Bajos, Australia o Suecia)¹¹ sean más sensibles a perturbaciones que

8 La ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía es la cuantía del préstamo hipotecario en porcentaje del valor total de la vivienda. El coste de cancelación anticipada refleja cuánto debe pagar un hogar a la entidad hipotecaria si decide amortizar la hipoteca antes de la fecha especificada en el contrato (posiblemente con el fin de obtener un préstamo hipotecario en condiciones más favorables). El reembolso del capital inmobiliario consiste en que los hogares tomen un préstamo garantizado por un bien inmueble para financiar el gasto en consumo, la adquisición de otros activos o el reembolso de un crédito sin garantías. Para más información sobre un indicador del grado en que los mercados hipotecarios son completos, véase FMI (2008), «The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy», Perspectivas de la Economía Mundial, capítulo 3, abril.

9 Véase Muellbauer, J. N. (2007), «Housing, Credit and Consumer Expenditure», actas del Simposio sobre Vivienda, Financiación de la Vivienda y Política Monetaria, patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole.

10 Véase Maclennan, D., J. N. Muellbauer y M. Stephens (1998), «Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU», *Oxford Review of Economic Policy* 14, pp. 54-80.

11 Los países que figuran en este y en el siguiente paréntesis se clasifican en función del índice de acceso de los hogares al crédito hipotecario [véase FMI (2008), «The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy», capítulo 3, Perspectivas de la Economía Mundial, abril].

afectan al precio de la vivienda que las economías de muchos países de la zona del euro (entre los que se incluyen Francia, Italia, Alemania, Austria, Bélgica o Grecia). Estas últimas economías pueden ser más estables y más eficaces en lo que respecta a reducir al mínimo el riesgo de impago y a conceder préstamos a hogares que quieren endeudarse por encima de sus expectativas de renta. Además, la política de concesión de créditos en el primer grupo de países mencionado puede ser especialmente procíclica y, por tanto, proclive a aumentar la volatilidad macroeconómica¹².

12 Para conocer evidencia procedente de un conjunto de datos con un grado elevado de desagregación (códigos postales) de Estados Unidos acerca de cómo la rápida expansión de la política de conceder préstamos hipotecarios a prestatarios de alto riesgo puede explicar gran parte de las variaciones al alza y a la baja de los precios de la vivienda y la evolución asociada de los pagos, véase Mian, A. y A. Sufi (2008), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis», NBER Working Paper 13936.

Recuadro I

EL PAPEL DE LOS FACTORES INSTITUCIONALES EN LA TRANSMISIÓN DE LAS PERTURBACIONES QUE AFECTAN A LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA

La facilidad con la que es posible transformar las ganancias derivadas de aumentos de los precios de la vivienda en fondos para gasto en consumo difiere en las distintas economías de la zona del euro, debido, en parte, a las diferencias institucionales existentes en los mercados hipotecarios. De este modo, la intensidad de la transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a la economía depende, entre otras cosas, del porcentaje de la población que tiene vivienda en propiedad, de la ratio típica entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, y de las posibilidades de cancelación anticipada de las hipotecas. En este recuadro se analizan estos factores, pero dada la falta de datos armonizados y centralizados, es necesario interpretar las cifras con cautela.

Las ganancias o pérdidas de riqueza causadas por variaciones de los precios de la vivienda únicamente pueden generarse en hogares con vivienda (una casa o un piso) en propiedad. En la mayor parte de los países, la tasa de ocupación de viviendas propias, que indica el porcentaje de viviendas habitadas por sus propietarios, ofrece una buena aproximación a la proporción de la población que es propietaria de una vivienda. Esta tasa varía considerablemente en la zona del euro, del 44% en Alemania al 83% en España (véase cuadro). En igualdad de condiciones, los efectos riqueza podrían ser mucho más pronunciados en este último país.

Otra variable que influye en la transmisión de las perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda es la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía. En igualdad de condiciones, una ratio más elevada señala que los hogares tendrán mayores facilidades de acceso al endeudamiento utilizando la vivienda como garantía en caso de subida de los precios de este activo inmobiliario. Cuanto más alta sea esta ratio, más podrán incrementarse las oportunidades de endeudamiento de los hogares como consecuencia de una variación de los precios de la vivienda. Además, una ratio elevada puede indicar que los hogares que inicialmente no tomaron prestada la cantidad máxima posible pueden ampliar su endeudamiento. El cuadro muestra grandes diferencias en las ratios entre el principal y el valor de la garantía típicas de los países de la zona del euro, que en el año 2005 oscilaban desde el 60% en Grecia hasta el 112% en los Países Bajos aunque, en la mayor parte de los países, la cuantía del préstamo suele equivaler a alrededor del 80% del valor de la vivienda. Las diferencias constatadas en la zona del euro reflejan, entre otras cosas, la existencia de un sistema de garantías de los pagos de intereses y de las amortizaciones de capital en algunos países, en ocasiones establecido por el Gobierno y pagado por

Características institucionales de los mercados hipotecarios en países seleccionados de la zona del euro

(en porcentaje)

	Tasa de ocupación de viviendas en propiedad ¹⁾ 2005	Ratio típica entre el principal del préstamo y el valor de la garantía ²⁾ 2005	Cancelación anticipada ³⁾ 2007	Ratio endeudamiento para adquisición de vivienda/PIB ⁴⁾ 2007
Bélgica	67	80-85	C	33,9
Alemania	44	70	F/N	39,6
Irlanda	78	91-95	N	65,6
Grecia	73	60	N	27,2
España	83	83	C	58,0
Francia	58	66	C	33,5
Italia	72	80	F	17,2
Chipre	68	80	C	43,5
Luxemburgo	69	Max. 80	F/N	37,9
Malta	75	68	N	36,1
Países Bajos	54	112	N	67,8
Austria	52	70-85	N	23,8
Portugal	73	70-80	C	61,0
Eslovenia	82	ND	C	7,7
Finlandia	64	70-85	N	33,8

Fuentes:

1) Eurostat, Year book, 2008.

2) Miles, D. y V. Pillonca (2008), «Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets», Oxford Review of Economic Policy, Vol. 24, Issue 1, pp. 145-175.

3) Libro blanco sobre la integración de los mercados de crédito hipotecario en la UE, (2007), Comisión Europea, complementado con información más reciente.

4) BCE.

Nota: C = imposición de límites en las comisiones, F = no se aplican comisiones, N = ausencia de límites en las comisiones, ND = no disponible.

todos los hogares participantes. En los países en los que existe este sistema, como los Países Bajos y Finlandia, los bancos se mostrarán dispuestos a conceder préstamos para adquisición de vivienda con una ratio más alta entre el principal del préstamo y el valor de la garantía. La posibilidad de hacer cumplir con relativa facilidad las decisiones adoptadas en procedimientos de ejecución hipotecaria en caso de impago de un préstamo por parte de un hogar también tendrá un efecto positivo sobre la ratio entre el principal del préstamo y el valor de la garantía que ofrecen las entidades hipotecarias.

La posibilidad de cancelación anticipada de los préstamos para adquisición de vivienda, es decir, antes del vencimiento del préstamo, puede intensificar el efecto de la transmisión. La cancelación anticipada significa que el prestatario puede acceder a un préstamo nuevo y por una cuantía superior en caso de que el valor de la garantía subyacente, la vivienda, aumente, y por tanto proporciona acceso a la riqueza inmobiliaria. Los hogares pueden decantarse por esta opción en caso de que otras posibilidades, principalmente obtener un segundo préstamo respaldado por la misma vivienda, no sean factibles o resulten más costosas. Los regímenes de cancelación anticipada varían considerablemente en los países de la zona del euro, como se muestra en el cuadro: mientras que en la mayor parte de los países es un derecho legalmente establecido, en otros puede excluirse por contrato. Las comisiones que deben abonar los hogares en caso de que opten por la cancelación anticipada del préstamo presentan considerables diferencias: en algunos países está prohibido por ley exigir el pago de una comisión, mientras que en otros existe plena libertad contractual para fijar comisiones. En el cuadro se presenta el régimen general de comisiones de los países de la zona del euro, aunque no se muestran muchas exenciones u otros detalles. Se ha de observar que en los países en los que se establecen límites a las comisiones o éstas no pueden aplicarse, los bancos pueden repercutir los costes derivados de la cancelación anticipada a todos los hogares que obtengan un préstamo para adquisición de vivienda aplicando tipos de interés más elevados. Además de las comisiones por cancelación anticipada, otros costes de transac-

ción que se generan al refinanciar una hipoteca influyen en las decisiones de las familias de si amortizar parte o la totalidad de su préstamo para adquisición de vivienda para obtener un nuevo préstamo. En líneas más generales, unos costes de transacción menores asociados a la vivienda facilitan la venta o la adquisición de una vivienda, lo que puede ser una manera indirecta de reembolsar capital.

La cantidad pendiente de pago del préstamo para adquisición de vivienda puede considerarse un indicador sintético rudimentario de la intensidad potencial de la transmisión de perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda a la economía, ya que unas tasas de ocupación de viviendas en propiedad más elevadas, unas ratios más altas entre el principal del préstamo y el valor de la garantía y mayores oportunidades de cancelación anticipada se traducirán, en principio, en unas ratios de endeudamiento más elevadas. De hecho, en la zona del euro se observan grandes diferencias en estas ratios: desde el 8% del PIB (Eslovenia) hasta el 68% (Países Bajos). No obstante, estas diferencias también reflejan otros factores, que reducen ligeramente el valor informativo de la ratio deuda/PIB como indicador sintético de las oportunidades para generar efectos riqueza. En algunos países, los hogares tienden a no tener hipotecas, o sólo por cantidades reducidas, por motivos históricos y culturales. Las variaciones entre los distintos países en lo que respecta al endeudamiento para adquisición de vivienda también están relacionadas con aspectos tales como el grado en que el mercado de alquiler ofrece buenas alternativas a la vivienda en propiedad y el nivel de ayudas fiscales a la vivienda en propiedad. Se ha de observar que, al parecer, en la zona del euro se han concedido menos préstamos a hogares con elevadas probabilidades de impago que en Estados Unidos y el Reino Unido.

En conclusión, pueden observarse diferencias significativas en las características institucionales de los mercados hipotecarios de los países de la zona del euro, que es posible que influyan en la transmisión a la economía de perturbaciones que afectan al precio de la vivienda, a la renta o a los tipos de interés. Este es el caso, por ejemplo, de la medida en que el endeudamiento de los hogares o la sensibilidad de los pasivos de los consumidores a los tipos de interés afectan a la exposición de una economía a perturbaciones de carácter adverso. Además, unas tasas de ocupación de viviendas en propiedad más elevadas, unas ratios más altas entre el principal del préstamo y el valor de la garantía, y mayores oportunidades de cancelación anticipada facilitarán, en principio, una transmisión más rápida e intensa. No obstante, puede que estos mismos factores contribuyan a aumentar la volatilidad de los mercados de la vivienda¹.

1 Para conocer resultados más detallados, véase, por ejemplo, Calza, A., T. Monacelli and L. Stracca (2006), «Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?», Documento de Trabajo n.º 10, Center for Financial Studies, Goethe University, Frankfurt.

DIFERENCIAS EN LOS EFECTOS RIQUEZA ENTRE HOGARES

La respuesta de la macroeconomía a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda está determinada por las reacciones de los hogares individuales, que difieren notablemente en función de su patrimonio, del perfil de renta esperada, del nivel de endeudamiento, de la proporción de viviendas en propiedad o en alquiler, y de la evolución

demográfica. Tanto las consideraciones teóricas como la evidencia disponible (basada en datos a nivel de hogares) apuntan a una heterogeneidad considerable en los efectos riqueza en los distintos hogares. Entender estas diferencias puede servir para arrojar luz sobre lo que sucede con los efectos riqueza a escala agregada a medida que la innovación financiera progresa, la estructura demográfica evoluciona o los sistemas tributarios y de pensiones se modifican.

Las reacciones de los arrendatarios y de los propietarios de viviendas ante perturbaciones de naturaleza positiva sobre el precio de la vivienda son diferentes, ya que los primeros resultan negativamente afectados por las subidas del alquiler (actuales y esperadas en el futuro) y deben reducir el gasto en otros bienes de consumo. En cambio, los segundos gastan más a medida que aumenta su riqueza. El grado en que ambos grupos reaccionan ante variaciones del precio de la vivienda depende de la flexibilidad de los alquileres. Gran parte del mercado de la vivienda (tanto en Estados Unidos como, en particular, en la zona del euro) está sometido a controles de los alquileres, que limitan la transmisión de las perturbaciones¹³.

No obstante, las reacciones de los arrendatarios y de los propietarios no tienen por qué ser simétricas. Por ejemplo, si los propietarios de viviendas incrementan su riqueza, es improbable que reaccionen con la misma intensidad que los arrendatarios. Un motivo fundamental es que las personas más ricas tienen menor propensión marginal al consumo. Además, se dispone de evidencia empírica que muestra que el ahorro por motivo precaución puede provocar reacciones asimétricas del gasto ante perturbaciones con un efecto positivo o negativo sobre la riqueza.

Además, el gasto de los hogares más endeudados puede ser más sensible a perturbaciones. Aunque las mayores facilidades de acceso a nuevos créditos pueden ofrecer a los consumidores mejores oportunidades para aislar el gasto de perturbaciones que afectan a la renta y a los tipos de interés, los hogares que acumulan un volumen elevado de deuda pueden tener que asignar considerables recursos para su reembolso. En consecuencia, disponen de menos fondos para suavizar el consumo en caso de que deban afrontar perturbaciones de carácter adverso (como una subida de los tipos de interés de su hipoteca). En algunos países, el efecto de este mecanismo puede ampliarse por la intensa correlación positiva entre perturbaciones sobre la renta y sobre el precio de la vivienda.

En épocas de bonanza económica, la interacción entre la renta y el precio de la vivienda puede

constituir un proceso autosostenible en el que los consumidores experimentan perturbaciones que afectan positivamente a ambas variables. Dado que los aumentos de los precios de la vivienda son de carácter bastante persistente (en relación con las subidas de los precios de las acciones, por ejemplo), es frecuente que los períodos de auge en los mercados de la vivienda con frecuencia duren varios años. En estos períodos es posible que algunas personas extrapolen al futuro las subidas del precio de la vivienda e inviertan en este tipo de activo aunque su renta actual y esperada no sea suficientemente elevada, y cabe la posibilidad de que estos consumidores tengan que hacer frente a consecuencias adversas cuando los precios de la vivienda comiencen a estancarse o incluso a caer. Es posible que los hogares que deban afrontar la combinación de capital inmobiliario reducido, o incluso negativo, y perturbaciones negativas sobre la renta, tengan que reducir considerablemente el gasto¹⁴.

4 ESTIMACIONES EMPÍRICAS DE LOS EFECTOS DE LA RIQUEZA INMOBILIARIA EN PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

En esta sección se presenta evidencia empírica sobre la riqueza inmobiliaria y el consumo privado basada en los análisis descriptivos y los argumentos teóricos presentados hasta ahora. Aunque numerosos estudios han analizado la relación entre

13 Para conocer evidencia empírica de Estados Unidos, véase Genesove, D. (2003), «The nominal rigidity of apartment rents», *Review of Economic Studies* 85(4), pp. 844-853.

14 Aunque los vínculos entre el balance, la renta y el gasto de los hogares han sido objeto de pocos trabajos de investigación, los datos del Reino Unido a nivel de hogares proporcionan evidencia de que los hogares endeudados reaccionan con (mucho) más intensidad ante perturbaciones, véase Disney, R., S. Bridges y J. Gathergood (2006), «Housing wealth and household indebtedness: Is there a household financial accelerator?», Documento de Trabajo n.º 12, Česká národní banka. A partir de datos procedentes de la encuesta *British Household Panel Survey*, los autores «estiman una propensión marginal media agregada de los hogares a incrementar el endeudamiento neto en respuesta a un aumento de los precios de la vivienda de alrededor del 0,03, que varía de casi 0,4 para los hogares muy endeudados a cero para aquellos con unas ratios entre el principal del préstamo y el valor de la garantía muy bajas». Las fluctuaciones del precio de la vivienda también pueden causar un impacto desproporcional sobre el ahorro para los hogares con un capital inmobiliario negativo.

riqueza inmobiliaria y consumo privado en los países industrializados, existen pocos estudios sobre la zona del euro, ya que el hecho de que los datos disponibles sobre riqueza inmobiliaria sean relativamente limitados dificulta la realización de un estudio empírico completo. La literatura puede dividirse en dos grupos, uno que utiliza datos macroeconómicos y otro que se basa en datos microeconómicos.

En la mayor parte de la literatura se utilizan datos agregados, disponibles para períodos más largos y con mayor frecuencia y puntualidad, que los datos a nivel de hogares. Dado que la medición del patrimonio neto de los hogares puede ser problemática y que se dispone de datos fiables sobre la riqueza inmobiliaria de la zona del euro desde hace poco tiempo, gran parte de los trabajos realizados inicialmente se concentraron en Estados Unidos (véase cuadro más adelante), y la evidencia de otros países se añadió posteriormente. Los resultados suelen resumirse en términos de propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria, que indica el grado de variación del consumo (en términos absolutos) ante una variación de la riqueza equivalente a un euro/un dólar/una libra. Los resultados de los estudios realizados muestran una propensión marginal al consumo a largo plazo de entre 6 y 10 centavos por dólar en Estados Unidos, 9 centavos por dólar en Canadá, 4 peniques por libra en el Reino Unido, y entre 1 y 2 céntimos por euro en Italia. En algunos trabajos, la respuesta del consumo ante perturbaciones que afectan a la riqueza se estimó utilizando elasticidades en lugar de la propensión marginal al consumo. Las dos medidas están estrechamente relacionadas: la elasticidad del consumo a la riqueza inmobiliaria es equivalente a la propensión marginal al consumo multiplicada por la ratio entre la riqueza inmobiliaria y el gasto (anual) en consumo¹⁵. En general, estas elasticidades también apuntan a la existencia de efectos positivos y significativos de la riqueza inmobiliaria en países como Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que la evidencia disponible para los países de la zona del euro es más heterogénea y relativamente escasa. Además los efectos riqueza suelen ser más intensos en economías con mercados financieros más desarrollados¹⁶, lo que

podría indicar que la reacción ante perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda es menos intensa, en promedio, en la zona del euro, en la que muchos países disponen de sistemas financieros basados en la actividad bancaria, que en países como Estados Unidos y el Reino Unido.

A diferencia de la mayor parte de los estudios sobre este tema, Slacalek (2006)¹⁷ realiza estimaciones de los efectos de la riqueza inmobiliaria para el conjunto de la zona del euro, y elabora datos de riqueza inmobiliaria para ocho países de la zona para el período 1979-1999. El estudio no encuentra efectos significativos de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro si se considera todo el período muestral, aunque dicho efecto es notable a partir de 1989, con una propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria de 1,95 céntimos por euro. Los resultados de esta estimación son sustancialmente inferiores a los de los estudios relativos a Estados Unidos y el Reino Unido, que superan los 3 centavos/peniques por dólar/libra.

Debido a las limitaciones de datos, existe poco consenso sobre cómo difieren los efectos de la riqueza inmobiliaria de los de la riqueza financiera: mientras algunos estudios consideran que el efecto de la riqueza inmobiliaria es considerablemente más pronunciado que el de la riqueza financiera¹⁸, otros señalan lo contrario¹⁹. Las razones teóricas de estas diferencias tampoco son claras. Por un lado, la riqueza financiera tiende a concentrarse más en hogares con rentas elevadas, y las perturbaciones que afectan a la riqueza financiera suelen ser de naturaleza mucho más transitoria que las perturbaciones que influyen en la riqueza inmobiliaria. Ambos hechos podrían apuntar a una menor propensión a consumir a partir de la riqueza financiera. Por otro, cuando los incrementos de la ri-

15 La ratio entre riqueza inmobiliaria y consumo varía considerablemente en el tiempo y entre los distintos países industrializados. En la zona del euro, fluctuó entre 3,3 y 5,8 entre 1980 y el 2006. Véase también el recuadro 2, titulado «Heterogeneidad en la riqueza inmobiliaria de los distintos países».

16 Véase Ludwig y Sløk (2004; véase cuadro más adelante).

17 Véase cuadro.

18 Por ejemplo, Case et al. (2005; véase cuadro anterior).

19 Por ejemplo, Ludwig y Sløk (2004; véase cuadro anterior).

queza inmobiliaria tienen su origen en aumentos de los precios de la vivienda, las personas interesadas en comprar una vivienda deben ahorrar más con el fin de reunir la cantidad necesaria para realizar el pago inicial²⁰. Además, la magnitud del efecto de la riqueza inmobiliaria se ve influenciado por la transmisión de las perturbaciones que afectan a estos precios a los alquileres y por la proporción de arrendatarios y propietarios de viviendas en la economía.

En primer lugar, la heterogeneidad de los hogares (en cuanto a proporción de viviendas en propiedad, edad, renta o región) no puede ser objeto de estudio. Las diferencias entre hogares pueden ser importantes si la intención es limitar el análisis a un grupo de población específico, como los consumidores con altos niveles de endeudamiento. En segundo lugar, las variaciones de los precios de los activos y del consumo están determinadas, en cierta medida, por los mismos facto-

Las estimaciones del efecto riqueza utilizando datos agregados adolecen de al menos dos inconvenientes.

En primer lugar, la heterogeneidad de los hogares (en cuanto a proporción de viviendas en propiedad, edad, renta o región) no puede ser objeto de estudio. Las diferencias entre hogares pueden ser importantes si la intención es limitar el análisis a un grupo de población específico, como los consumidores con altos niveles de endeudamiento. En segundo lugar, las variaciones de los precios de los activos y del consumo están determinadas, en cierta medida, por los mismos factores.

Estimaciones de los efectos de la riqueza inmobiliaria utilizando datos macroeconómicos y microeconómicos

(propensión marginal al consumo de una unidad de moneda nacional de riqueza inmobiliaria)

	US	CAN	UK	OCDE	FR	IT	FI	ES	Zona del euro
Datos macroeconómicos									
Propensiones marginales al consumo									
Bassanetti y Zollino (2008)						0,01-0,02			
Bertaut (2002)	0,10	0,09	0,04						
Carroll, Otsuka and Slacalek (2006)	0,06								
Skinner (1993)	0,06								
Slacalek (2006)	0,05	0,05	0,05	0,01					0
Elasticidades									
Boone y Girouard (2002)	0,03	0,19	0,04		0,05	-0,06			
Case, Quigley y Shiller (2005)	0,03-0,10			0,09-0,17					
Ludwig y Sløk (2004)				0,04					
Datos microeconómicos									
Propensiones marginales al consumo									
Bover (2006)								0,02-0,07	
Campbell y Cocco (2007)			0,08						
Guiso, Paiella y Visco (2005)						0,02			
Lehnert (2004)	0,02								
Paiella (2004)						0,02			
Elasticidades									
Bostic et al. (2006)	0,06								
Grant y Peltonen (2008)						0,08			
Sierminska y Takhtamanova (2007)		0,12				0,13	0,10		

Fuentes: Bassanetti, A. y F. Zollino (2008), «The Effects of Housing and Financial Wealth on Personal Consumption: Aggregate Evidence for Italian Households», in *Household Wealth in Italy*; Banca d'Italia; Bertaut, C. C. (2002), «Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s», Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers 2002-724; Carroll, C. D., M. Otsuka y J. Slacalek (2006), «How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach», NBER Working Paper 12746; Skinner, J. (1993), «Is Housing Wealth a Sideshow?», Documento de Trabajo n.º 4552, NBER; Slacalek, J. (2006), «What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth», DIW Berlin Discussion Paper 647 (en el cuadro sólo se muestran los resultados de datos de panel); Boone, L. y N. Girouard (2002), «The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour», OECD Economic Studies, 32(2):175-200; Case, K. E., J. M. Quigley y R. J. Shiller (2005), «Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, Advances in Macroeconomics», 5(1):1-32; Ludwig y Sløk (2004), «The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries», *Topics in Macroeconomics*, 4(1), Article 4; Bover, O. (2006), «Wealth Effects on Consumption: Microeconomic Estimates from the Spanish Survey of Household Finances», CEPR Discussion Paper 5874; Campbell, J. Y. y J. F. Cocco (2007), «How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data», *Journal of Monetary Economics*, 54(3): 591-621; Guiso, L., M. Paiella y I. Visco (2005), «Do Capital Gains Affect Consumption? Estimates of Wealth Effects from Italian Households' Behavior», Documento de Trabajo n.º 555 (junio), Banca d'Italia; Lehnert, A. (2004), «Housing, Consumption and Credit Constraints», Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-63; Paiella (2004), «Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy», Documento de Trabajo n.º 510, Banca d'Italia; Bostic, R., S. Gabriel y G. Painter (2006), «Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data», University of Southern California, Lusk Center for Real Estate Working Paper; Grant, C. y T. Peltonen (2008), «Housing and equity wealth of Italian households», Documento de Trabajo n.º 857, BCE; Sierminska, E. y Y. Takhtamanova (2007), «Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2007-01, enero.

res macroeconómicos, que resultan difíciles de incorporar con precisión en los trabajos empíricos. Aunque esto puede introducir un sesgo en las estimaciones del efecto riqueza, el problema no es tan grave a niveles menos agregados (por ejemplo, a escala regional), en los que los cambios de los precios locales de la vivienda están impulsados, en parte, por factores de naturaleza local más que macroeconómica.

Los resultados de las estimaciones de las propensiones marginales a consumir realizadas con datos a nivel de hogares son similares, en líneas generales, a los obtenidos utilizando datos macroeconómicos. Existen algunos estudios que usan datos microeconómicos de algunos países de la zona del euro —principalmente España, Francia, Italia y Finlandia— que proporcionan información a nivel de hogares. La propensión marginal al consumo a partir de la riqueza inmobiliaria en España e Italia es de 2 a 7 céntimos y 2 céntimos por euro, respectivamente²¹. Existe también evidencia heterogénea sobre si el efecto de la riqueza inmobiliaria es mayor que el de la riqueza financiera en estos estudios.

Los estudios basados en datos microeconómicos también han analizado la heterogeneidad de los efectos riqueza en los distintos hogares, teniendo en cuenta variables demográficas²². Se constató, por ejemplo, que los propietarios de viviendas de mediana edad presentan los mayores efectos riqueza²³. Además, los efectos riqueza suelen ser positivos para los propietarios de viviendas cuando aumentan los precios de este activo, mientras que los arrendatarios incrementan su ahorro²⁴. Por consiguiente, los cambios demográficos y las variaciones en la proporción de viviendas en propiedad en la economía pueden influir en la evolución del consumo agregado. Además, se dispone de cierta evidencia de un efecto asimétrico de la riqueza sobre el consumo: los consumidores tienden a reaccionar con mayor intensidad ante pérdidas que ante ganancias de riqueza inmobiliaria²⁵, lo que podría estar relacionado con la existencia del ahorro por motivo precaución y con restricciones de liquidez.

La evidencia empírica acerca de la intensidad del efecto riqueza sobre el consumo está sujeta a mu-

chas matizaciones. En primer lugar, la riqueza de los hogares no evoluciona con independencia del consumo, existiendo otras variables que pueden influir en esta relación bivalente. Ciertamente, aunque los precios de los activos (incluida la vivienda) resultan influenciados por la actividad económica, también pueden incorporar expectativas (y cambios de las expectativas) sobre la renta futura. Dado que los modelos teóricos tradicionales basados en la hipótesis de la renta permanente/teoría del ciclo vital están relacionados, en última instancia, con la planificación del consumo durante el ciclo de vida, es probable que la evolución demográfica (actual y esperada) y las imperfecciones de los mercados de crédito desempeñen un destacado papel de control en la relación entre riqueza y consumo de los hogares. La literatura empírica a menudo tiene serias dificultades para explicar estas complejas relaciones.

En segundo lugar, el hecho de que la respuesta del consumo ante aumentos de la riqueza inmobiliaria a escala de la zona del euro sea moderada puede ocultar, en cierta medida, la heterogeneidad existente en los distintos países de la zona, debido tanto a la existencia de estructuras de financiación hipotecaria específicas de cada país (véase recuadro 1) como a la evolución de variables fundamentales de cada país, que son importantes para el consumo y que se traducen en diferencias en la riqueza inmobiliaria (véase recuadro 2). En tercer lugar, los mercados de la vivienda pueden ser especialmente proclives a rupturas estructurales y a presentar relaciones no lineales con la actividad económica. La influencia de la riqueza inmobiliaria puede ser particularmente sensible a cambios en las relaciones históricas como consecuencia de la evolución de factores económi-

21 Los resultados correspondientes a Finlandia y Francia del cuadro anterior figuran en términos de elasticidades en lugar de propensiones marginales a consumir.

22 Véase también la sección 2.

23 Véase Bover (2006; véase cuadro anterior). Para un análisis de este efecto, véase también la sección 2.

24 Véase Guiso et al. (2005), y Campbell y Cocco (2007). Véase cuadro anterior.

25 Véase Engelhardt, G. V. (1996), «House prices and home owner saving behaviour», *Regional Science and Urban Economics*, 26(3/4): pp. 313-336, y Berben, R. P., K. Bernoth y M. Mastrogiacono (2006), «Households' response to wealth changes: Do gains or losses make a difference?», Documento de Trabajo n.º. 90, De Nederlandsche Bank.

cos, financieros o institucionales (estos últimos incluyen, por ejemplo, la influencia de factores no relacionados con el mercado, como la regulación del mercado de la vivienda y políticas tributarias, en la evolución del mercado de la vivienda). En cuarto lugar, los efectos umbral y las asimetrías pueden influir en la transmisión de las perturbaciones que afectan al precio de la vivienda. Los efectos umbral, que hacen que el consumo reaccione de manera diferente ante perturbaciones de pequeña o de gran

magnitud sobre el precio de la vivienda, pueden tener su origen en las imperfecciones de los mercados de crédito. Estas imperfecciones pueden incluir costes de transacción, o pueden surgir cuando los hogares tratan de diferenciar perturbaciones transitorias y permanentes sobre la riqueza. Las asimetrías, por ejemplo una reacción más intensa del gasto ante una caída que ante un incremento de los precios de la vivienda, pueden deberse a restricciones de liquidez.

Recuadro 2

HETEROGENEIDAD EN LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS DISTINTOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO

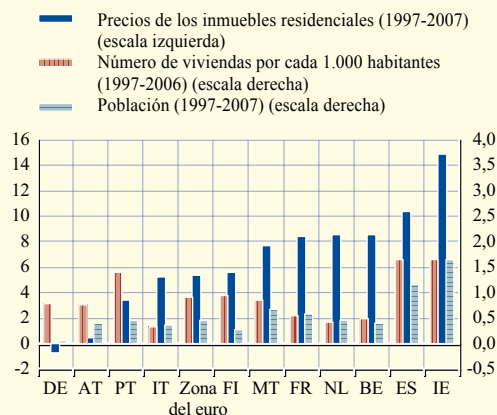
El recuadro 1 muestra la considerable heterogeneidad existente en los países de la zona del euro en lo que respecta a diversas características institucionales de los mercados hipotecarios. Estas características pueden ser la causa de la heterogeneidad de la riqueza inmobiliaria en los distintos países y de su tasa de acumulación.

No se dispone de datos comparables sobre riqueza inmobiliaria en los países de la zona del euro. Sin embargo, puede obtenerse un indicador aproximado del crecimiento de la riqueza inmobiliaria por países si se considera la variación media de los precios de los inmuebles residenciales y del número de viviendas por cada 1.000 habitantes, y la tasa media de crecimiento de la población (véase gráfico A). La combinación de estos tres factores puede ofrecer una idea general del crecimiento del saldo nominal de la riqueza inmobiliaria¹.

Entre 1997 y el 2006, el número de viviendas por cada 1.000 habitantes aumentó, en promedio, en todos los países de la zona del euro para los que se dispone de datos, especialmente en Irlanda, España, Malta y Portugal. Los incrementos más acusados se registraron en países (como Irlanda y España) con el mayor crecimiento de la población. Pese a estos aumentos, en el año 2006, el número de viviendas por cada 1.000 habitantes oscilaba entre 560 en España y cerca de 350 en Irlanda, mostrando con ello considerables diferencias entre países (véase gráfico B). Esto

Gráfico A Precios de los inmuebles residenciales, número de viviendas y población

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: No se dispone de datos comparables de Grecia, Chipre, Luxemburgo, Eslovenia y Eslovaquia.

Las variaciones de los precios de los inmuebles residenciales en Finlandia son una media del período 1997-2000.

Las variaciones en el número de viviendas son medias del período 1997-2005 para Irlanda, Italia y Portugal, 1997-2004 para Malta, y 1997-2002 para Austria.

1 Más formalmente: $\Delta HW = \Delta P + \Delta(N/POP) + \Delta POP$, es decir, en un período determinado, la variación (porcentual) de la riqueza inmobiliaria nominal (ΔHW) equivale a la variación de los precios de la vivienda (ΔP), más la variación del número de viviendas por habitante ($\Delta(N/POP)$), más la variación de la población (ΔPOP). La información que se proporciona en el gráfico A no proporciona ningún indicador del nivel de riqueza inmobiliaria en los países de la zona del euro.

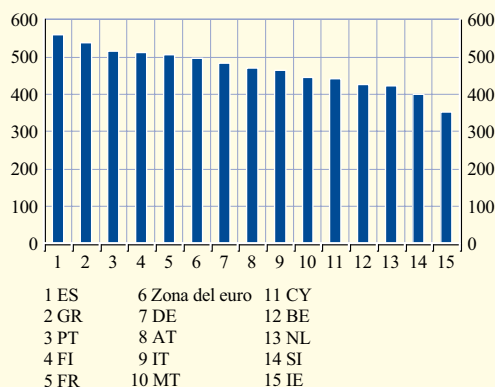
también puede indicar que el *stock* de viviendas en los países de la zona también es heterogéneo².

Dada la elevada correlación entre los precios de los inmuebles residenciales y la riqueza inmobiliaria en la zona del euro (véase el gráfico 1 de la sección 2), las variaciones de los citados precios han sido el principal factor impulsor de la evolución de la riqueza inmobiliaria. Entre 1997 y el 2007, los precios de los inmuebles residenciales aumentaron, en promedio, cerca del 5,5% por año, en términos nominales, en la zona del euro, con considerable heterogeneidad entre países. Los mayores incrementos de precios se registraron en Irlanda y España (cerca del 15% y por encima del 10%, respectivamente), lo que sugiere que el crecimiento de la población ha contribuido a la evolución de los precios en estos países, mientras que en Alemania se observó una caída de los precios próxima al 0,6%, en promedio, por año. En Bélgica, Francia, Malta y Países Bajos también se registró una considerable inflación de los precios de la vivienda, por encima o justo por debajo del 8%.

2 El aumento de la cantidad de viviendas en algunos países mediterráneos también puede estar relacionado con un número más elevado de segundas residencias en estos países.

Gráfico B Número de viviendas por cada 1.000 habitantes en los países de la zona del euro

(niveles del 2006, salvo especificación en contrario)



Fuente: Eurostat.

Notas: No se dispone de datos de Luxemburgo.

Los datos de Irlanda, Italia, Portugal y Eslovenia se refieren al año 2005, los de Grecia y Malta al 2004 y los de Austria al 2002.

5 CONCLUSIONES

La limitada evidencia disponible sobre la evolución del consumo y de la riqueza inmobiliaria en la zona del euro apunta a una relación relativamente débil entre ambas, si se comprara con economías con mercados hipotecarios basados en mayor medida en los mercados (frente a los basados en la actividad bancaria), como Estados Unidos y el Reino Unido, especialmente desde el año 2000. Esta conclusión puede explicarse, en parte, por las características institucionales de los mercados hipotecarios y por el modo en que influyen en los vínculos entre vivienda y economía. En particular, el reembolso del capital inmobiliario está menos extendido, en general, en la zona del euro que en países como Estados Unidos y el Reino Unido, probablemente porque los bancos lo ofrecen menos y porque los hogares lo

solicitan con menos frecuencia. Además, el menor grado de innovación financiera puede haber tenido como consecuencia positiva un crecimiento menos pronunciado del crédito a prestatarios menos solventes, cuyo consumo puede ser especialmente sensible a perturbaciones que afectan a los precios de la vivienda y de otra naturaleza.

En consecuencia, del mismo modo que el auge observado en los mercados de la vivienda en los últimos años no parece haber contribuido a un aumento notable del gasto en consumo en la zona del euro, la desaceleración actual también debería tener un impacto relativamente limitado, en general, en la zona del euro en su conjunto. No obstante, la considerable heterogeneidad entre países puede hacer que estos efectos sean más intensos en algunas regiones de la zona.