

EFFECTOS DE LA RIQUEZA INMOBILIARIA SOBRE EL CONSUMO: RESULTADOS A PARTIR  
DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS

## Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Uno de los desarrollos más relevantes en la economía española en los últimos años ha sido el aumento de la riqueza de las familias asociado a la intensa revalorización de los activos inmobiliarios. Resulta de interés, por lo tanto, analizar las implicaciones macroeconómicas de esta evolución, tanto para explicar su efecto sobre la expansión de la economía en el pasado reciente, como para tratar de evaluar las consecuencias de una posible desaceleración del precio de la vivienda en el futuro próximo. En este sentido, es especialmente importante estudiar el efecto que estos cambios en la riqueza de las familias tienen sobre su gasto en bienes de consumo, dado que este constituye, aproximadamente, dos tercios de la demanda agregada.

Debe tenerse en cuenta que en nuestro país la importancia de los activos inmobiliarios en la riqueza de los hogares es particularmente elevada. Así, según datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), recientemente hechos públicos por el Banco de España, el 79% de los activos de las familias corresponde a propiedades inmobiliarias, el 82% de los hogares son propietarios de su vivienda principal y casi un 30% poseen una vivienda secundaria u otro tipo de propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal. Incluso en la parte inferior de la distribución de la renta (el 20% inferior), estos porcentajes son considerables: el 74% de estos hogares son propietarios de su vivienda principal y el 18,5% tienen otras propiedades inmobiliarias<sup>1</sup>. Por lo tanto, el efecto de fluctuaciones en los precios de la vivienda sobre la riqueza de los hogares y, eventualmente, sobre su propensión al gasto puede ser considerable.

Aunque la riqueza forma parte de las especificaciones habituales de la función de consumo agregada, la estimación de efectos riqueza con datos microeconómicos permite estudiar su variación según la edad y otras características socioeconómicas de los hogares, así como según la composición de la riqueza de los mismos.

No obstante, este tipo de análisis se enfrenta a la dificultad estadística que supone la ausencia de bases de datos que incluyan al mismo tiempo medidas de tenencia de activos y de consumo. Asimismo, la estimación del impacto de variaciones en la riqueza sobre el gasto de los hogares debe tener en cuenta la dificultad de captar la relación causal entre ambas, ya que es probable que existan otras variables que afectan tanto al consumo como a la riqueza. Por lo tanto, para poder identificar efectos riqueza, además de observar consumo y riqueza es fundamental disponer de variables instrumentales que proporcionen una fuente exógena de variación en la riqueza de los hogares, así como de un conjunto suficientemente rico de controles.

En este trabajo se presentan estimaciones de efectos riqueza sobre consumo de los hogares utilizando la primera edición de la EFF<sup>2</sup>. A diferencia de otras encuestas similares, la EFF combina información sobre gasto y riqueza a partir de una muestra representativa sujeta a estratificación y sobremuestreo por nivel de riqueza, lo cual asegura un número suficiente de hogares con riqueza neta elevada y tenencias positivas para una amplia diversidad de activos.

---

1. Para más detalles, véase Banco de España (2004) y, para una comparación internacional, Bover, Martínez-Carrascal y Velilla (2005). 2. Para mayor información sobre esta encuesta, véase Bover (2004).

En la medida en que el objetivo es estimar un efecto causal de la riqueza sobre el consumo, es preciso identificar una fuente de variación predeterminada en los datos de riqueza. En este trabajo, se utiliza como variable instrumental la variación geográfica de los precios de la vivienda, que cumple el requisito de encontrarse mucho más correlacionada con la riqueza inmobiliaria de los hogares que con los determinantes inobservables del gasto. Al utilizar datos de corte transversal, no es posible identificar el desfase temporal con el que se materializan los efectos. Estos pueden ser caracterizados como efectos causales de forma reducida a medio plazo.

En la segunda sección se exponen algunas consideraciones teóricas relacionadas con el efecto de los distintos tipos de riqueza sobre el consumo y se describen brevemente los resultados empíricos existentes. En la tercera sección se presentan los datos, y se exponen estadísticos descriptivos de riqueza y consumo. En la cuarta sección se proporcionan estimaciones de variables instrumentales no paramétricas del efecto de la riqueza inmobiliaria total. Finalmente, en la sección quinta, se presentan las conclusiones.

### **Consideraciones teóricas y resultados empíricos existentes**

En un modelo de consumo sin incertidumbre, con aversión al riesgo y tipo de interés constantes y horizonte finito, el efecto riqueza, o propensión marginal al consumo a partir de la riqueza, es una función sencilla del tipo de interés, la tasa de descuento temporal, el parámetro de la función de utilidad y la edad. Sin embargo, si consideramos por separado el impacto de distintos tipos de riqueza (como, por ejemplo, propiedades inmobiliarias y acciones y participaciones) bajo supuestos más realistas, la teoría del consumo no proporciona predicciones claras sobre las magnitudes relativas de estos efectos.

Los fundamentos teóricos del efecto de las fluctuaciones en los precios de los activos financieros son más inmediatos que los de los precios de la vivienda<sup>3</sup>. En efecto, los incrementos en las cotizaciones pueden estar asociados a incrementos esperados en la productividad y, por lo tanto, a aumentos permanentes en la renta y la capacidad de gasto de los hogares. Sin embargo, en un modelo intertemporal sin fricciones, los efectos sobre el consumo de la riqueza inmobiliaria serían, en principio, nulos. Incluso en un modelo más realista, las fluctuaciones en los precios de la vivienda pueden no tener efectos sobre el consumo si los costes de cambio de vivienda son elevados y si las posibilidades de endeudamiento para los que sufren restricciones de liquidez son limitadas<sup>4</sup>.

De hecho, el coste de uso de la vivienda en propiedad crece con su precio. Por lo tanto, si los propietarios piensan permanecer en su residencia actual (o simplemente mudarse a una similar en un barrio con precios similares), no se producirá, en general, un gasto mayor ante un aumento del precio de la vivienda. Sin embargo, si los hogares consideran la posibilidad de mudarse a una casa de menor tamaño en su vejez (cuando las necesidades de consumo de vivienda son por lo general menores), aumentos en los precios inmobiliarios podrían incrementar el consumo de otros bienes. En el contexto del modelo de ciclo vital, los hogares se endeudarán a cargo del incremento del valor de su hogar, gastarán este aumento del valor a lo largo de los años que les quedan de vida, y lo recuperarán en su vejez al mudarse a una vivienda menor. Alternativamente, si los hogares pueden hacer líquido parte del valor incrementado de su residencia, incluso sin mudarse —a través, por ejemplo, de hipotecas inversas—, estos pueden aumentar su gasto como resultado de un aumento en el precio de su vivienda<sup>5</sup>.

---

3. Para una discusión sobre estas cuestiones, véase Carroll (2004). 4. Skinner (1996) discute las predicciones del modelo de ciclo vital para el efecto de la riqueza inmobiliaria bajo distintos escenarios. 5. Con una hipoteca *inversa*, el prestatario recibe dinero del prestamista y generalmente no tiene que amortizar el préstamo mientras resida en su vivienda. En contrapartida, el prestamista dispone de parte (o la totalidad) del valor neto de la vivienda.

En la realidad es infrecuente que los hogares de más edad pasen a residir en viviendas más pequeñas o que transfieran parcial o totalmente su propiedad inmobiliaria antes de fallecer. Sin embargo, la posibilidad de hacerlo en un futuro si surgiera la necesidad puede ser motivo suficiente para que los propietarios de mediana edad aumenten su gasto en bienes distintos a la vivienda tras un incremento en los precios de la misma, pues las ganancias en el valor de su residencia reducen la necesidad de acometer otro tipo de ahorro por motivo precaución [Skinner (1996)]. Naturalmente, la percepción de los hogares sobre la naturaleza permanente o transitoria de los cambios observados en el valor de su riqueza también puede afectar a su impacto sobre el consumo. Esto puede conllevar que los efectos sobre el gasto de los hogares de aumentos en el precio de la vivienda sean mayores que los asociados al incremento en el valor de los activos financieros, pues aquellos son normalmente percibidos como más estables. En todo caso, la relevancia de los efectos riqueza resulta, principalmente, una cuestión empírica.

Existen en la literatura numerosas estimaciones del efecto riqueza, ya sea a partir de datos agregados de series temporales, datos a nivel de hogares o datos de cohortes. Poterba (2000) y Carroll (2004) pasan revista a la evidencia basada en datos agregados, que, en general, proporciona una propensión marginal al consumo de entre 0,05 y 0,1, tanto para la riqueza inmobiliaria como para la riqueza financiera. Sin embargo, tal como señalan ambos autores, los estudios basados en datos agregados no identifican de forma convincente el efecto sobre el consumo de aumentos exógenos en la riqueza. Poterba sugiere que un efecto entre 0,03 y 0,05 parecería más razonable.

En el caso de España, con datos agregados, Martínez-Carrascal y del Río (2004) estiman una propensión marginal al consumo anual de 0,02 para la riqueza inmobiliaria y de 0,04 para la riqueza financiera. Por su parte, Fernández y Sastre (2004) distinguen entre consumo duradero y no duradero, y las propensiones al consumo estimadas respectivas son 0,01 y 0,08 para la riqueza inmobiliaria, y 0,02 y 0,03 para la riqueza financiera.

Las dificultades para medir el vínculo causal con datos macroeconómicos han dirigido la atención hacia estudios que utilizan datos a nivel de hogares. Sin embargo, la literatura basada en estos últimos se ha visto perjudicada por la falta de estadísticas que proporcionen, a la vez, información sobre la riqueza y sus componentes, y medidas amplias de consumo.

Ante esta situación, algunos estudios han utilizado imputaciones de consumo provenientes de encuestas de gasto a hogares y medidas de riqueza proporcionadas por otras encuestas. Otros, ante la ausencia de información satisfactoria sobre consumo para los mismos hogares para los que se observa su riqueza, han optado por usar información sobre ahorros *activos*, es decir, no atribuibles a revalorizaciones, y relacionarlos con diversas medidas de cambios en el valor de su vivienda o de sus activos financieros. En general, los efectos estimados de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo son o bien no significativos o bien muy reducidos, y, en general, inferiores al efecto de la riqueza financiera.

Sin embargo, la mayoría de estas estimaciones a nivel de hogares pueden estar infravalorando la magnitud de interés. Los hogares miden su riqueza con cierto margen de error y, dado que la mayoría de estos estudios consideran los *cambios* en la riqueza inmobiliaria como variable explicativa, pueden adolecer del problema clásico de sesgo a la baja debido a los errores de medida en los niveles de las variables, que resultan amplificadas al tomar primeras diferencias. Además, ninguna de las bases de datos utilizadas incorpora información sobre los hogares más ricos de la población, que son clave para determinar el efecto sobre el gasto de los cambios en el valor de los activos que solo posee este segmento de la población.

	Alimentación y no duraderos		Alimentación, duraderos y no duraderos		Alimentación, duraderos, no duraderos y vehículos	
	Media	Efecto riqueza (b)	Media	Efecto riqueza	Media	Efecto riqueza
<b>RESIDENCIA PRINCIPAL</b>						
Percentil de valor						
Menos de 25 (media 6,4)	8,7		9,9		10,5	
Entre 25 y 50 (media 60,1)	8,7	0,00	10,3	0,01	11,2	0,01
Entre 50 y 75 (media 106,4)	10,2	0,03	12,3	0,04	13,3	0,04
Entre 75 y 90 (media 161,7)	12,4	0,04	14,9	0,05	16,2	0,05
Entre 90 y 100 (media 300,1)	15,4	0,02	19,2	0,03	21,2	0,04
<b>OTRAS PROPIEDADES INMOBILIARIAS</b>						
Percentil de valor						
Menos de 25 (media 11,8)	8,4		9,5		10,0	
Entre 25 y 50 (media 72,7)	8,9	0,01	10,5	0,02	11,3	0,02
Entre 50 y 75 (media 128,2)	10,4	0,03	12,5	0,04	13,6	0,04
Entre 75 y 90 (media 212,9)	12,1	0,02	14,8	0,03	15,2	0,03
Entre 90 y 100 (media 479,1)	15,6	0,01	19,6	0,02	21,6	0,02
<b>PATRIMONIO NETO TOTAL</b>						
Percentil de valor						
Menos de 25 (media 12,7)	8,5		9,6		10,2	
Entre 25 y 50 (media 68,3)	9,0	0,01	10,6	0,02	11,4	0,02
Entre 50 y 75 (media 131,5)	10,1	0,02	12,1	0,02	13,1	0,03
Entre 75 y 90 (media 239,2)	12,5	0,02	15,1	0,03	16,5	0,03
Entre 90 y 100 (media 644,1)	15,2	0,01	19,3	0,01	21,6	0,01

a. Valores medios en miles de euros.

b. Cambio en consumo promedio relativo a cambio en riqueza promedia.

### Consumo y riqueza en la EFF

Los datos utilizados en este trabajo provienen de la muestra de 5.143 hogares de la EFF 2002 llevada a cabo por el Banco de España. La EFF contiene gran riqueza de información sobre activos, deudas, rentas, gasto y características socio-demográficas relacionadas con los hogares y sus miembros. Además, en esta encuesta se sobremuestra a los hogares con más patrimonio.

Las variables de riqueza que se utilizan aquí son, fundamentalmente, los valores de la vivienda principal y de las otras propiedades inmobiliarias. Es conceptualmente problemáti-

co y difícil en la práctica asociar pasivos con activos específicos, como, por ejemplo, las hipotecas contraídas para fines distintos de la adquisición de la vivienda. Por ello, en este artículo se usan, en general, los valores brutos de los activos considerados, aunque los resultados permanecen inalterados para los valores netos. En cualquier caso, se incluye un elevado número de variables de control relacionadas con las características socio-demográficas del hogar.

En el análisis se combinan las preguntas sobre (i) gasto en alimentación, (ii) gasto total en bienes no duraderos, (iii) valor del equipamiento y (iv) valor del *stock* de vehículos, para obtener varias medidas de gasto anual en bienes de consumo, utilizando las tasas de depreciación habituales.

Al objeto de describir los datos, el cuadro 1 muestra cómo el consumo promedio varía para distintos percentiles de riqueza inmobiliaria y riqueza neta total. Se proporcionan cifras para gasto de alimentación y de bienes no duraderos, y para otras dos medidas de gasto en bienes de consumo, ambas incluyendo equipamiento y una de ellas también vehículos.

Los efectos riqueza implicados por el cuadro 1, medidos como el cambio en el consumo promedio relativo al cambio en la riqueza promedio, son siempre positivos y bastante estables, con valores entre 0,01 y 0,05, con una media de 0,02. Esta cifra implicaría que un aumento en la riqueza de 100 euros llevaría a un incremento de dos euros en el consumo anual. Tal como sería de esperar, los efectos se hacen mayores para las medidas de consumo más amplias, y más pequeños para las medidas de riqueza más extensas.

***Estimaciones no  
paramétricas de variables  
instrumentales  
de los efectos riqueza***

Un problema con los efectos riqueza que se derivan del cuadro 1 es que no tienen en cuenta diferencias en características demográficas y en otros tipos de riqueza (física o humana). Un problema añadido es que, incluso si se calcularan cuadros similares para celdas con hogares homogéneos, diferencias en riqueza entre hogares en una misma celda podrían reflejar diferencias inobservadas en comportamiento respecto al ahorro, dando lugar, por lo tanto, a causalidad inversa.

Para evitar estos problemas, se forman celdas con hogares comparables para estimar el efecto riqueza, y se aprovecha la diferencia geográfica en precios de la vivienda. En efecto, la variación geográfica en los precios de la vivienda estará asociada con diferencias en la riqueza inmobiliaria de los hogares, y cabe esperar que solo afecte a su gasto a través de su efecto sobre la riqueza.

En concreto, se utilizan los precios de la vivienda a nivel municipal (y, en algunos casos, a nivel de distrito municipal) como instrumento. Las variaciones de estos en los últimos años han sido de muy distinta magnitud, aunque no parecen haber influido en exceso sobre el lugar de residencia de los hogares, que ha registrado pocos cambios. Por ello, cabe confiar en un elevado grado de predeterminación de los precios de la vivienda con respecto al gasto.

Nótese que la variable dependiente, construida como medida de gasto en bienes de consumo, incorpora posibles diferencias en los precios locales de estos bienes. En la medida en que estas diferencias sean grandes, el efecto a largo plazo de la riqueza sobre el gasto podría diferir del correspondiente efecto sobre el consumo. La determinación separada de este último requeriría que se observaran los niveles de precios locales de corte transversal, que por lo general no están disponibles. No obstante, es de esperar que las variaciones en los precios de los bienes de consumo sean pequeñas en relación con las de los precios de la vivienda,

	EDAD 35-44 (a)		EDAD 45-54		EDAD 55-64	
	Municipios grandes	Municipios pequeños	Municipios grandes	Municipios pequeños	Municipios grandes	Municipios pequeños
RENTA PERMANENTE AJUSTADA ALTA						
$\bar{C}_A$ (b)	23,7	19,4	30,9	27,9	30,7	25,7
$\bar{C}_B$ (c)	20,8	17,1	27,8	19,3	35,5	19,8
$\bar{R}I_A$ (d)	373,3	213,9	463,8	469,1	645,1	422,9
$\bar{R}I_B$ (e)	186,0	182,9	336,4	220,0	718,1	368,1
$\frac{(\bar{C}_A - \bar{C}_B)}{(\bar{R}I_A - \bar{R}I_B)}$	0,02* (f)	0,07	0,02**	0,04**	0,07	0,11
RENTA PERMANENTE AJUSTADA BAJA						
$\bar{C}_A$	12,9	14,7	16,0	13,3	13,7	14,3
$\bar{C}_B$	13,1	12,6	14,9	13,7	16,5	11,8
$\bar{R}I_A$	111,3	126,1	185,8	138,8	184,8	164,3
$\bar{R}I_B$	135,0	84,4	148,1	134,8	170,4	129,0
$\frac{(\bar{C}_A - \bar{C}_B)}{(\bar{R}I_A - \bar{R}I_B)}$	—	0,05*	0,03	—	—	0,07*

- a. Edad del cabeza de familia. Todos los hogares que se consideran en este cuadro tienen más de un miembro.  
b.  $\bar{C}_A$  consumo promedio del grupo considerado que vive en áreas con precios de la vivienda por encima de la mediana muestral.  
c.  $\bar{C}_B$  consumo promedio del grupo considerado que vive en áreas con precios de la vivienda por debajo de la mediana muestral.  
d.  $\bar{R}I_A$  riqueza inmobiliaria promedia (incluye residencia principal y otras propiedades inmobiliarias) del grupo considerado que vive en áreas con precios de la vivienda por encima de la mediana muestral.  
e.  $\bar{R}I_B$  riqueza inmobiliaria promedia (incluye residencia principal y otras propiedades inmobiliarias) del grupo considerado que vive en áreas con precios de la vivienda por debajo de la mediana muestral.  
f. \*  $1 < t\text{-ratio} \leq 2$ . \*\*  $t\text{-ratio} > 2$ . Estimaciones no proporcionadas cuando  $t\text{-ratio} \leq 0,5$ .

especialmente para un tamaño de municipio dado, que es el nivel al que se calculan las estimaciones de los efectos riqueza.

#### MÉTODO DE ESTIMACIÓN

En este apartado se presentan estimadores de Wald que tienen una explicación intuitiva sencilla. En el cuadro 2 construimos 12 celdas con grupos homogéneos de población según las variables siguientes: tres grupos de edad, dos tamaños de municipio y dos grupos de renta permanente ajustada. Todos los hogares considerados constan de más de un miembro. En total, estas doce celdas representan el 53% de la población.

En cada celda, se dividen los hogares según residan en zonas con precios de la vivienda por encima de la mediana o por debajo de la misma. El efecto riqueza de la celda se estima por la diferencia en consumo entre los que viven en zonas con precios de la vivienda altos y los que viven en zonas con precios de la vivienda bajos, relativa a la diferencia en riqueza inmobiliaria entre, asimismo, los que viven en zonas con precios de la vivienda altos y los que viven en zonas con precios de la vivienda bajos. Intuitivamente, se mide el efecto de la riqueza sobre el consumo a través del efecto de los distintos precios de la vivienda sobre el consumo, relativo al efecto de los precios de la vivienda sobre la riqueza.

Las ventajas del análisis por celdas están en su transparencia y generalidad al evitar supuestos paramétricos y extrapolaciones entre celdas, que pueden sesgar los efectos riqueza estimados. Su desventaja es que, debido a que los tamaños muestrales son pequeños, solo se puede

tener en cuenta un número pequeño de variables de control. Por lo tanto, este análisis puede considerarse como complementario a las ecuaciones de consumo convencionales de variables instrumentales<sup>6</sup>.

## RESULTADOS

Las estimaciones de Wald aparecen en el cuadro 2. Los dos resultados principales son los siguientes. Primero, para los grupos en los cuales los efectos riqueza pueden estimarse con cierta precisión, estos varían entre 0,02 y 0,07. Segundo, los efectos riqueza se estiman con más precisión para los hogares de mediana edad y renta permanente ajustada elevada, y estas estimaciones están entre 0,02 y 0,04. Adicionalmente, estos efectos parecen ser mayores en ciudades pequeñas, más significativos para hogares con renta permanente ajustada alta, y más elevados, pero estimados con poca precisión, para hogares cercanos a la edad de jubilación.

Las diferencias por edad en el efecto de la vivienda principal, que se detallan en Bover (2005), son interesantes<sup>7</sup>. El patrón estimado por edad es revelador del comportamiento de los hogares subyacente al efecto de la riqueza inmobiliaria. Mientras que no existe efecto riqueza para los propietarios jóvenes, este efecto es importante en términos absolutos para hogares de mediana edad, entre 35 y 44 años. Posteriormente se reduce en el intervalo entre 45 y 64 años y se hace casi insignificante para el de más de 64 años.

El modelo de ahorro por motivo precaución presentado en Skinner (1996) puede ayudar a explicar estos resultados. La idea es que aumentos en el valor de sus viviendas disminuye la necesidad de otros ahorros por parte de los hogares, precisamente a la edad en que los hogares, normalmente, acumulan activos (alrededor de los 35-44 años). La posibilidad de cambiarse a una vivienda de menor valor en el futuro, si fuera necesario, o de obtener fondos financieros utilizando su vivienda revalorizada como colateral proporciona al patrimonio en vivienda un elemento de seguro que disminuye la necesidad de incurrir en ahorros por motivo precaución adicionales. Este efecto se encuentra también presente en edades superiores, pero perdiendo intensidad. Finalmente, tras la jubilación, el consumo de los hogares no se ve afectado por el patrimonio inmobiliario. Esta interpretación es útil para entender el efecto riqueza en España, que resulta significativo a pesar de que la mayoría de los individuos esperan vivir en la misma vivienda durante mucho tiempo y de que la suscripción de segundas hipotecas tras un aumento en el valor de la vivienda es todavía poco frecuente<sup>8</sup>.

## Conclusiones

En este trabajo se han estimado efectos de la riqueza sobre el consumo utilizando la nueva Encuesta Financiera de las Familias (EFF), que contiene información sobre distintos tipos de riqueza y gasto, y sobremuestra los hogares de mayor riqueza. Con objeto de identificar un efecto causal de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo, se han utilizado como variables instrumentales los precios de la vivienda municipales.

La evidencia presentada sugiere que la propensión a consumir ante cambios de la riqueza inmobiliaria total es de alrededor de 0,02. Esta estimación significa que un aumento exógeno en el valor de las propiedades inmobiliarias de cien euros llevaría a un aumento en el nivel de consumo anual de dos euros. O, en otros términos, que una variación en el precio de la vivienda del 10% implicaría un cambio en el consumo privado en la misma dirección por un impor-

6. En Bover (2005) se presentan estimaciones adicionales de los efectos riqueza utilizando ambos tipos de análisis. 7. En dicho trabajo también se presentan unas estimaciones separadas del efecto del valor de la vivienda principal y del de las otras propiedades inmobiliarias, utilizando, además de precios de la vivienda, indicadores de herencia como instrumentos. 8. La evidencia en Marqués y Nieto (2003) indica que los hogares españoles, contrariamente a los de Estados Unidos y el Reino Unido, no han utilizado la posibilidad de mayor financiación hipotecaria resultante de la revalorización de sus activos inmobiliarios.



te equivalente al 0,8% del PIB, aproximadamente. Téngase en cuenta que se está hablando de efectos de equilibrio parcial. En la medida en que cambios en el precio de la vivienda estuvieran ligados a variaciones en el nivel de empleo o en los tipos de interés, el efecto de equilibrio general sobre el consumo podría ser más pronunciado.

Un efecto riqueza de 0,02 es coherente con resultados previos en la literatura y resulta razonable, dada la baja propensión a cambiar de residencia de los hogares españoles y su uso todavía limitado de segundas hipotecas o refinanciaciones como consecuencia de ganancias en el valor de sus activos inmobiliarios. Un elemento muy importante para juzgar el impacto agregado en España de estos efectos es que, al ser propietarios de sus viviendas más de un 80% de las familias, cambios en los precios de la vivienda que afectan al valor de sus hogares producirán efectos sobre el consumo para la casi totalidad de las familias.

Adicionalmente, variaciones en los precios de la vivienda pueden afectar a las expectativas de jubilación de los hogares de mediana edad, en la medida en que estos confíen en la revalorización de sus propiedades inmobiliarias en caso de *shocks* personales negativos durante la vejez.

Sin embargo, estas cifras enmascaran diferencias importantes entre grupos de hogares, tal como ponen de manifiesto las estimaciones realizadas. Ante una variación en el precio de la vivienda del 10%, una familia con una vivienda principal valorada en 120.000 euros experimentarían, en promedio, un cambio de unos 240 euros en su gasto anual. Según la edad del cabeza de familia, este cambio sería algo más del triple entre 35 y 44 años, y ligeramente superior a la cifra promedio entre 45 y 74 años. Para los más jóvenes (menores de 35 años) y los más mayores (mayores de 74 años) los efectos no son estadísticamente significativos.

23.5.2005.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): Descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre. (Este documento se encuentra también disponible en inglés, *Economic Bulletin*, January 2005.)
- BOVER, O. (2004). *Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta 2002*, Documento Ocasional nº. 0409, Banco de España. (Este documento se encuentra también disponible en inglés.)
- (2005). *Wealth effects on consumption: Microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances*, mimeo.
- BOVER, O., C. MARTÍNEZ-CARRASCAL y P. VELILLA (2005). «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y Reino Unido», *Boletín Económico*, Banco de España, abril.
- CARROLL, C. D. (2004). *Housing wealth and consumption expenditure*, Johns Hopkins University.
- FERNÁNDEZ, J. L., y T. SASTRE (2004). *Un modelo empírico de las decisiones de gasto de las familias españolas*, mimeo, Banco de España.
- MARQUÉS, J. M., y F. NIETO (2003). «¿Aprovechan los hogares la revalorización de su riqueza inmobiliaria para financiar un aumento del consumo?», *Boletín Económico*, Banco de España, marzo.
- MARTÍNEZ-CARRASCAL, C., y A. DEL RÍO (2004). *Household borrowing and consumption in Spain: a VECM*, Documento de Trabajo n.º 0421, Banco de España.
- POTERBA, J. M. (2000). «Stock market wealth and consumption», *Journal of Economic Perspectives*, 14, primavera.
- SKINNER, J. S. (1996). «Is housing wealth a sideshow?», en *Advances in the Economics of Aging*, editado por D. A. Wise, Chicago University Press, Chicago.