

LAS FINANZAS DE LOS HOGARES Y LA MACROECONOMÍA

Este artículo ha sido elaborado por Anton Nakov y Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Las decisiones financieras de los hogares, tanto en lo que tiene que ver con ahorro y endeudamiento como con la tenencia de activos, tienen consecuencias importantes para su bienestar y condicionan la evolución macroeconómica de un país. Un mejor conocimiento de la situación financiera de los hogares y de los determinantes de sus decisiones de ahorro y endeudamiento resulta fundamental para muchas decisiones de política económica, tanto para la política monetaria, cuyos mecanismos de transmisión dependen de la situación financiera de los hogares, como para otras políticas públicas dirigidas a proporcionar rentas de sustitución en casos de desempleo o jubilación, cuya eficacia depende de cómo los hogares las tengan en cuenta en sus decisiones de ahorro e inversión financiera.

El estudio de las finanzas de los hogares presenta varios retos. En primer lugar, la riqueza de una sociedad está mucho más concentrada que otras variables, como el consumo o la renta. Por ello, la evolución de determinadas magnitudes agregadas viene determinada por el comportamiento de un segmento reducido de hogares, cuyo análisis requiere información microeconómica de calidad. En segundo lugar, el problema de distribuir el consumo y la tenencia de activos a lo largo del ciclo vital en un contexto de incertidumbre es muy complejo y difícil de modelizar [Campbell (2006)]. Finalmente, las pautas observadas de comportamiento difieren muchas veces de lo que en un principio la teoría económica más simple prescribiría: una buena parte de los hogares concentra su riqueza en pocos activos ilíquidos o participa en el mercado de valores de manera limitada.

El Banco de España contribuye a afrontar estos retos de varias maneras. En primer lugar, elabora la «Encuesta Financiera de las Familias», que ya cuenta con dos olas disponibles (2002 y 2005) y una tercera (2008) en proceso de elaboración, para proporcionar datos microeconómicos sobre la renta, riqueza, endeudamiento y consumo de los hogares españoles. En segundo lugar, el análisis de las decisiones y de la situación financiera de los hogares españoles ocupa un lugar destacado en su agenda investigadora y tareas analíticas. Finalmente, para fomentar el estudio de los determinantes de las decisiones financieras de los hogares y su impacto en la macroeconomía, organiza, con frecuencia bienal, una conferencia internacional sobre este tema.

En su segunda edición, esta conferencia se celebró los días 15 y 16 de octubre en Madrid, bajo el título «Las finanzas de los hogares y la macroeconomía». En ella, varios expertos internacionales presentaron sus trabajos sobre cuestiones tales como el papel de la vivienda en las finanzas de los hogares; la influencia de las preferencias, del estado de salud, del acceso a la información y del género sobre las decisiones de ahorro; la interacción entre los agregados macroeconómicos y las decisiones individuales; y, finalmente, el papel de la deuda y de la riqueza como amortiguadores de las fluctuaciones del consumo. En este artículo se presenta un breve resumen de cada uno de los temas tratados, de las conclusiones de los trabajos presentados y de posibles líneas de investigación que pueden contribuir a extender los resultados obtenidos en estos trabajos¹.

1. En el anejo se reproducen la lista de trabajos presentados y los nombres de los comentaristas de los mismos. Los trabajos y las presentaciones de la conferencia están disponibles en http://www.bde.es/doctrab/confere/confee_23.htm.

El papel de la vivienda en las finanzas de los hogares

Desde el punto de vista teórico, el modelo básico de valoración de activos financieros predice que un hogar representativo maximiza su bienestar distribuyendo su riqueza entre un conjunto diversificado de activos con rentabilidad incierta². Sin embargo, este resultado resulta contradictorio con la observación empírica de que la mayoría de los hogares mantiene un conjunto reducido de activos, siendo especialmente preponderante el peso de la vivienda. Las causas que llevan a los hogares a mantener tan elevado peso de los activos inmobiliarios en su cartera de riqueza y las características peculiares de la vivienda como activo de inversión hacen necesario extender los modelos de valoración de activos en varias direcciones. Dos de los trabajos presentados prestan especial atención al papel de los costes de transacción de la vivienda y a su menor liquidez en relación con otros activos.

Para mejorar el modelo básico de valoración de activos incorporando al análisis de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares las características específicas de los activos inmobiliarios, el trabajo de *Marjorie Flavin* (Universidad de California en San Diego) introduce costes fijos de transacción en la compra de vivienda. Las consecuencias de estos costes son, por una parte, que los hogares cambien de vivienda de manera infrecuente, en concordancia con los datos, y, por otra parte, que la aversión efectiva al riesgo de los hogares sea más alta y fluctúe en respuesta a perturbaciones externas, efectos que ayudan a mejorar el ajuste del modelo a los datos. Una posible continuación del trabajo pasaría por estudiar la robustez de los resultados a la presencia de agentes heterogéneos, o a la existencia de límites del endeudamiento.

Dado que para la mayoría de los hogares la compra de vivienda representa su principal inversión, *Luengo-Prado* (Universidad de Northeastern) y sus coautores estudian cómo las fluctuaciones en el precio de la vivienda afectan a la capacidad de los hogares para mantener estable su consumo de otros bienes (no duraderos) frente a posibles cambios en su renta. Los autores llevan a cabo un análisis empírico de esta cuestión, utilizando datos sobre la renta, consumo y precios de vivienda de una muestra de hogares en Estados Unidos (PSID). Los resultados apuntan a que, cuando el precio de la vivienda aumenta, el consumo de los propietarios de vivienda es menos sensible a cambios de la renta que el de los arrendadores, mientras ocurre lo contrario cuando el precio de la vivienda disminuye. Esto confirma que la posibilidad de pedir préstamos contra el valor de la vivienda ha podido constituir un mecanismo de aseguramiento del gasto en Estados Unidos. Como contrapartida, durante la crisis actual la caída del consumo de los propietarios de vivienda que se han quedado en desempleo y cuya vivienda ha perdido valor ha sido sustancial. Una línea futura de avance pasa por distinguir entre cambios inesperados de renta permanente y transitoria y estudiar por separado su efecto sobre el consumo de los hogares. Otro proyecto interesante sería la evaluación de la importancia de perturbaciones que afecten al mismo tiempo al consumo de los hogares y al precio de la vivienda.

Preferencias, estado de salud, información, género y decisiones de ahorro

Los datos microeconómicos muestran una elevada variación en las decisiones de ahorro de individuos con similares niveles de renta, de riqueza, de educación y de edad. Por tanto, una línea de investigación habitual en el campo de las finanzas de los hogares ha sido identificar las causas fundamentales de esta variación, es decir, si se deben a que los individuos tienen preferencias diferentes que les llevan a adoptar actitudes también diferentes con respecto al ahorro, o se deben a otros factores no tenidos en cuenta.

Guiso (Instituto Universitario Europeo) y sus coautores presentan un marco analítico en el que el grado de confianza en el resto de los agentes con los que se interactúa determina la renta

2. Se trata del *Consumption Capital Asset Pricing Model* (CCAPM).

de los hogares. Así, un grado extremo de desconfianza hacia el resto de individuos ocasiona que los agentes no aprovechen todas las oportunidades de hacer negocios mutuamente beneficiosos. Por el contrario, un grado muy bajo de desconfianza hacia otras personas hace que los agentes se embarquen en negocios en los que pierden dinero. Existiría por tanto un «nivel óptimo de desconfianza». Utilizando una encuesta internacional en la que se recoge información desagregada acerca del grado de confianza de cada individuo en otros, los autores documentan que, en efecto, aquellos individuos que tienen alta o muy baja confianza en otras personas tienen una renta más baja que quienes tienen un grado de confianza cercano a la media. Además, los autores documentan que aquellos que tienen un alto grado de confianza han experimentado niveles altos de fraude en sus transacciones. Como trabajo futuro, sería importante diferenciar entre el impacto de la confianza en otros individuos y el de la confianza en instituciones, así como verificar si, como predice el modelo, existe una mayor dispersión de la renta asociada a un mayor nivel de confianza.

Saint-Amour (Universidad de Lausana) y sus coautores usan la *Health and Retirement Survey* de Estados Unidos para documentar una relación estadística robusta entre el estado de salud y las decisiones de inversión de los individuos. Los hogares en los que el cabeza de familia tiene un peor estado de salud son menos proclives a tener activos arriesgados en su cartera. Entre los que poseen dichos activos, la proporción de riqueza en activos arriesgados aumenta con el estado de salud. Los autores arguyen que, dado que el nivel y la composición del ahorro viene determinado por la longitud de la vida esperada, las decisiones de los agentes sobre su estilo de vida tienen implicaciones sobre la composición de su cartera. Desarrollan un modelo en el que, entre otras innovaciones, los individuos deciden en un contexto de incertidumbre sobre su ahorro y su estado de salud, invirtiendo en actividades costosas que determinan su renta laboral y su longevidad a largo plazo. El modelo estimado reproduce el gasto en salud y la composición de los activos tras la jubilación de los hogares, así como el hecho de que la proporción de activos arriesgados crezca con el nivel de salud. Como extensiones del trabajo, se planteó la conveniencia de estudiar a individuos en vez de hogares, ya que el nivel de salud es individual, aunque la información sobre la riqueza solo está disponible para los hogares.

Como se puso de manifiesto en varios trabajos anteriormente comentados, hay serias discrepancias entre las predicciones de los modelos teóricos de selección de cartera y las decisiones de inversión que acaban tomando los hogares. Una posible explicación es que los modelos teóricos presuponen un grado de conocimiento financiero que muchos individuos no tienen. *Haliassos* (Universidad de Fráncfort) y sus coautores examinan si los individuos que delegan sus decisiones de inversión en agentes con un alto grado de conocimiento financiero tienen carteras más rentables y seguras que las del resto. Para ello, utilizan datos de una compañía intermediaria que recoge información de carteras gestionadas directamente por los inversores y por intermediarios entre 2001 y 2006. Los autores documentan comparaciones simples que hacen pensar que los intermediarios consiguen reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad y la diversificación de las inversiones de sus clientes. No obstante, una vez que controlan por el hecho de que los individuos que usan intermediarios son mucho más ricos que el resto de la población analizada, los autores encuentran una menor eficiencia de las carteras gestionadas por intermediarios. Se propuso como línea abierta de investigación futura entender qué tipo de estrategias de inversión siguen los intermediarios.

En la mayoría de las encuestas, la información sobre la riqueza de los hogares solo se recoge a nivel de hogar. En algunas instancias en las que se ha tenido información individual sobre decisiones de inversión se ha documentado que las mujeres tienden a invertir menos en acciones cotizadas en los mercados financieros y reajustan sus carteras con menos frecuencia

Comportamiento individual y agregados macroeconómicos

que los hombres. *Rangvid* (Universidad de Copenhague) y sus coautores usan un registro administrativo con información inusualmente detallada de un gran número de individuos en Dinamarca para estudiar cómo varía la tenencia de activos entre hombres y mujeres. Los autores utilizan varios métodos para documentar que, una vez se tiene en cuenta que las mujeres tienen un menor nivel de renta y una mayor probabilidad de formar parte de hogares monoparentales, las diferencias entre las pautas de tenencia de activos entre hombres y mujeres son muy pequeñas. En la discusión siguiente se enfatizó la necesidad de controlar por el diferente tratamiento fiscal de familias monoparentales frente a parejas casadas o, en este último caso, de los dos miembros de la pareja. También se sugirió estudiar cómo evolucionan las carteras de los individuos tras cambios en el estado civil, como el divorcio.

Las rentabilidades de los activos muestran un comportamiento cíclico que debería verse reflejado en las decisiones de ahorro y en la riqueza de los hogares. En qué medida perturbaciones macroeconómicas afectan a la riqueza de las familias y cómo sus decisiones de endeudamiento se adaptan a las fluctuaciones de los tipos de interés son, también, cuestiones recurrentes en el campo de las finanzas de los hogares. La crisis financiera actual, producida tras una expansión del crédito que llevó a una sobrevaloración de activos y a un exceso de endeudamiento, ha vuelto a poner el foco sobre cómo están interrelacionadas las decisiones individuales y las fluctuaciones macroeconómicas.

Heaton (Universidad de Chicago) y *Lucas* (Universidad de Harvard), en un trabajo del año 2000 observan que cerca del 40% del valor de las acciones cotizadas en bolsa se encuentra en manos de hogares con negocio propio valorado en 10.000 dólares o más. Motivados por la importancia potencial del comportamiento de estos hogares en la evolución de la Bolsa, Heaton y Lucas analizan sus decisiones de inversión en Bolsa conjuntamente con la decisión de inversión en el propio negocio. Los autores encuentran que la posibilidad de emitir deuda mejora la distribución de riesgos porque permite a los empresarios diversificar su cartera. La deuda también reduce la tasa de rentabilidad requerida por los empresarios para invertir en su negocio. Sin embargo, esa tasa crítica de rentabilidad sigue siendo sustancialmente más alta que el coste de financiación de los empresarios. En la discusión siguiente se subrayó la importancia para los resultados del supuesto de que la inversión en un negocio no puede ser inferior a un determinado umbral relativamente grande.

Acerca del impacto de la crisis actual, *Palumbo* y *Moore* (Reserva Federal) documentan que la recesión que empezó en diciembre de 2007 en Estados Unidos ha supuesto una mayor caída en el valor de los activos, del consumo y de la actividad agregadas que las últimas dos recesiones de 1990 y 2001. Los autores utilizan varias olas de una encuesta de riqueza (*Survey of Consumer Finances*) de períodos anteriores al comienzo de las tres últimas recesiones para estimar cómo se distribuyó entre los hogares el ajuste del valor de sus activos a lo largo de estas tres crisis. Para ello, suponen que las tenencias de activos no varían con el ciclo, pero que el valor de sus viviendas cambia según el de su región de residencia y el de las acciones cotizadas en mercados financieros según la evolución de la Bolsa. Los autores concluyen que durante la última recesión el hogar medio en Estados Unidos habría sufrido una caída en el valor de sus activos de en torno al 28%, mucho más grave que el del 5% de la recesión de 1990. La diferencia se debería principalmente a que la recesión de diciembre de 2007 supuso una mayor caída del valor de la Bolsa y, a la vez, una mayor caída en el valor de la vivienda. Otro factor de relevancia, si bien de cuantía inferior, sería que una mayor proporción de hogares era propietaria de su vivienda o poseía activos financieros cotizados en Bolsa en 2007 que en las crisis anteriores. En un análisis posterior se podría examinar en qué medida los cambios de la riqueza miden cambios en el bienestar o cómo incorporar el hecho de que los hogares pueden reaccionar a la caída del valor del activo vivienda alterando sus carteras.

Dado que, a largo plazo, la tasa de rendimiento de las acciones es mucho más alta que la de los bonos del Tesoro, sorprende la baja participación en Bolsa de la población activa en general, y en particular de los jóvenes en edad productiva. De hecho, los modelos estándares neoclásicos de valoración de activos y de selección de cartera predicen una tasa de participación mucho más alta que la observada, especialmente para los jóvenes, que, según esta teoría, deberían invertir la totalidad de sus ahorros en la Bolsa. Recientemente, se ha propuesto que la baja participación en los mercados negociados se debe a que los hogares perciben que eventos catastróficos de baja probabilidad, como guerras o depresiones económicas, pueden tener un impacto muy negativo sobre los valores negociados y, a la vez, sobre su renta laboral. En un trabajo reciente, *Alan* (Universidad de Cambridge) analiza cuantitativamente esta hipótesis. La autora parte de la observación de que el modelo satisfactorio debería ser capaz de explicar conjuntamente el consumo, el ahorro y la selección de cartera de los hogares a lo largo de su vida activa. *Alan* encuentra que, para explicar la baja participación en Bolsa de la población activa en general y el bajo nivel de inversión en acciones de los jóvenes en particular, hace falta que la probabilidad de catástrofe esperada sea en torno al 4%. Este número es el doble de la probabilidad estimada por Barro (2006), lo que suscita algunas dudas sobre la capacidad de la hipótesis de desastres para explicar los hechos mencionados.

***La deuda y la riqueza
como mecanismos para
suavizar el consumo***

El supuesto fundamental de la teoría del consumo es que los individuos toman sus decisiones de ahorro y endeudamiento tratando de no experimentar fluctuaciones acusadas en sus niveles de consumo. Así, otras cuestiones habituales en el campo de las finanzas de los hogares son la relación, en la dimensión individual, entre las fluctuaciones de la renta y del ahorro y la influencia sobre el ahorro de políticas públicas que proporcionan rentas de sustitución o limitan la responsabilidad de los individuos en caso de quiebra. Tres de los trabajos presentados en la conferencia tienen implicaciones sobre ambas cuestiones.

Grant (Universidad de Reading) y *Koeniger* (Universidad de Bonn) arguyen que en Estados Unidos existen dos canales diferentes por los que la política pública puede evitar fluctuaciones en el consumo de los hogares. El primero sería la progresividad del sistema impositivo, que hace caer el tipo marginal y aumentar las transferencias cuando un hogar experimenta una caída de renta. El segundo canal es la legislación sobre bancarrota, que hace que, bajo determinadas circunstancias, un hogar pueda satisfacer sus deudas impagadas entregando todos sus bienes menos una porción exenta. Los autores examinan si en los estados en los que la riqueza exenta en caso de bancarrota y/o el nivel de progresividad de los impuestos es mayor, los hogares experimentan fluctuaciones relativamente menores en su consumo. Los autores documentan que, en aquellos estados en los que hay una mayor cantidad exenta en caso de bancarrota, los hogares propietarios de su vivienda experimentan una menor variabilidad de su gasto. También contribuye a reducir la variabilidad del consumo la progresividad del sistema fiscal. La discusión del trabajo hizo hincapié en que un contraste estadístico sobre el aseguramiento de los hogares debiera examinar la respuesta del consumo a cambios inesperados de la renta.

Durante gran parte de su vida, el capital humano —es decir, la educación, las habilidades acumuladas o el estado de la salud— representa el principal componente de riqueza de los hogares. Esta fuente de riqueza contiene sus riesgos: la renta del trabajo es altamente volátil y, de hecho, en las últimas décadas dicha volatilidad ha aumentado. En la situación actual resulta difícil asegurarse contra la mayoría de los riesgos vinculados al capital humano a través de los mercados financieros, con lo cual la volatilidad de la renta se traduce en indeseable volatilidad del consumo. Sin embargo, parte del riesgo implícito en el capital humano afecta más a grupos de gente que a individuos concretos. Por lo tanto, debería ser posible diseñar instrumentos financieros basados en índices de renta (específicos de una profesión,

industria o región) que puedan servir como «seguro» contra fluctuaciones en los salarios. En un trabajo reciente, *Fuster* (Universidad de Harvard) y *Willen* (Reserva Federal de Boston) estudian las ganancias de bienestar que se obtendrían por la introducción de dos nuevos instrumentos: los «préstamos vinculados a la renta» y los «seguros de renta». El primer instrumento es un préstamo cuyo tipo de interés depende positivamente de las ganancias laborales futuras (medidas por un índice agregado, para mitigar el incentivo a aminorar el esfuerzo individual). El segundo instrumento es un activo con rendimiento negativamente correlacionado con la renta del trabajo. *Fuster* y *Willen* encuentran que, gracias a la mejor distribución de los riesgos, el primer instrumento generaría un moderado aumento de bienestar, que equivaldría en torno a 400 dólares anuales por persona. La ganancia de bienestar aumentaría si la correlación entre el tipo de interés del préstamo y la renta laboral fuera mayor que 0,5 (como suponen en su especificación original) o si los hogares tuvieran acceso a préstamos más baratos.

Una respuesta alternativa a la carencia de productos financieros que aseguren a los hogares ante el riesgo de fluctuaciones de su renta laboral es acumular activos que suavicen el consumo en caso de, por ejemplo, pérdida de empleo. *Barceló* y *Villanueva* (Banco de España) contrastan esta hipótesis utilizando el hecho de que, dada la dualidad del mercado laboral español, los trabajadores con contrato de trabajo temporal están mucho más expuestos al riesgo de perder el trabajo que aquellos que tienen un contrato indefinido. Usando la «Encuesta Financiera de las Familias» del Banco de España, los autores documentan que, controlando por los criterios de conversión de contrato de las distintas empresas, los trabajadores con mayor probabilidad de perder el empleo acumulan un mayor nivel de riqueza financiera y posponen la decisión de adquirir la vivienda de residencia habitual. Los autores arguyen que estos resultados se deben más a ahorro por motivo de precaución que a otro tipo de factores, como restricciones en el acceso al crédito. Como línea de investigación futura, se sugirió examinar el efecto sobre la riqueza de la duración esperada del desempleo.

Comentarios finales

A partir de los trabajos presentados en la conferencia pueden extraerse varias conclusiones generales de interés tanto para la investigación en esta área como para la gestión de políticas económicas. En primer lugar, la decisión de inversión en vivienda en presencia de costes de ajuste es de relevancia especial para entender el comportamiento agregado de los precios de otros activos y del consumo no duradero, particularmente durante la última recesión. En segundo lugar, el estudio de anomalías en la valoración y en la tenencia de los activos negociados en los mercados de valores requiere entender tanto el grado y el tipo de incertidumbre que perciben los hogares como el incentivo a diversificar al que se enfrenta un segmento limitado de individuos: los propietarios de empresas. En tercer lugar, factores institucionales como la legislación fiscal y de los procedimientos concursales y la respuesta del ahorro en anticipación de caídas de renta desempeñan un papel importante, si bien imperfecto, a la hora de asegurar el consumo de los hogares. En este sentido, la introducción de nuevos productos financieros puede ayudar a mejorar el bienestar reduciendo las fluctuaciones del consumo. Finalmente, diferentes ponentes examinaron en qué medida la demografía, el estado de salud, el grado de información o las actitudes de los individuos pueden explicar la variación entre hogares en la composición de las carteras. En este sentido, los trabajos presentados sugieren que, cuando se usan los datos apropiados, factores como la información de expertos o el género de los individuos tienen un papel mucho menos relevante de lo que habitualmente se piensa. En cambio, otros estudios documentaron cómo las decisiones de los individuos que repercuten en su estado de salud y otras características subjetivas son importantes a la hora de entender cómo se distribuyen la renta y la riqueza.

15.12.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- BARRO, R. J. (2006). «Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 121 (3), pp. 823-866.
- CAMPBELL, J. Y. (2006). «Household Finance», *The Journal of Finance*, vol. LXI, n.º 4, pp. 1553-1604.
- HEATON, J., y D. LUCAS (2000). «Portfolio Choice and Asset Prices. The Importance of Entrepreneurial Risk», *The Journal of Finance*, vol. 55, n.º 3 (06), pp. 1163-1198.

ANEJO

Trabajos presentados en la conferencia «Las finanzas de los hogares y la macroeconomía», Banco de España, Madrid, 15 y 16 de octubre de 2009

Sule Alan (Cambridge University): *Do Disaster Expectations Explain Household Portfolios?*
Comentarista: Xavier Mateos-Planas (University of Southampton).

Cristina Barceló y Ernesto Villanueva (Banco de España): *The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from firing costs*. Comentarista: Andrea Brandolini (Banca d'Italia).

Jeffrey Butler (Einaudi Institute for Economics and Finance), Paola Giuliano (UCLA) y Luigi Guiso (European University Institute): *The Right Amount of Trust*. Comentarista: Francesco Caselli (London School of Economics).

Marjorie Flavin (University of California, San Diego): *Housing, Adjustment Costs and Endogenous Risk Aversion*. Comentarista: Enrique Sentana (CEMFI).

Andreas Fuster (Harvard University) y Paul Willen (Federal Reserve Bank of Boston): *Insuring Consumption Using Income-Linked Assets*. Comentarista: Claudio Michelacci (CEMFI).

Charles Grant (University of Reading) y Winfried Koeniger (University of Bonn): *Redistributive Taxation and Household Bankruptcy in the United States*. Comentarista: Andrés Erosa (IMDEA).

Andreas Hacketal (Goethe University Frankfurt), Michael Haliassos (Goethe University Frankfurt, CFS y MEA) y Tullio Jappelli (University of Naples): *Financial Advice and Account Performance*. Comentarista: Raquel Carrasco (Universidad Carlos III).

John C. Heaton (University of Chicago Booth School of Business) y Deborah Lucas (Kellogg School of Management): *Capital Structure, Hurdle Rates, and Portfolio Choice – Interactions in an Entrepreneurial Firm*. Comentarista: Paul Willen (Federal Reserve Bank of Boston).

María José Luengo-Prado (Northeastern University), Dmytro Hryshko (University of Alberta), Bent E. Sørensen (University of Houston): *House Prices and Risk Sharing*. Comentarista: Josep Pijoan (CEMFI).

Michael Palumbo (Federal Reserve Board) y Kevin Moore (Federal Reserve Board): *The Finances of American Households in the Past 3 Recessions: Evidence from the Survey of Consumer Finances*. Comentarista: Ernesto Villanueva (Banco de España).

Jesper Rangvid (Copenhague Business School), Charlotte Christiansen (Aarhus University), Juana Schröter Joensen (Stockholm School of Economics): *Fiction or Fact: Systematic Gender Differences in Financial Investments?* Comentarista: Manuel Bagüés (Universidad Carlos III).

Pascal Saint-Amour (University of Lausanne), Julien Hugonnier (University of Lausanne and Swiss Finance Institute) y Florian Pelgrin (University of Lausanne): *Health and (other) Asset Holdings*. Comentarista: Pedro Mira (CEMFI).