

Artículos

1 La riqueza y el consumo de los hogares en la zona del euro

Gabe de Bondt, Arne Gieseck y Mika Tujala

Introducción

La riqueza de los hogares es la diferencia entre el valor de sus activos y el de sus pasivos, y es uno de los principales determinantes del consumo privado.

Los incrementos en la riqueza pueden afectar al consumo privado a corto plazo, ya que la sensación de mayor opulencia de las familias puede hacer que su confianza aumente. Además, el nivel de riqueza de los hogares es un factor que desempeña un destacado papel en las decisiones de consumo a más largo plazo y en el crecimiento. Junto con las rentas del trabajo futuras esperadas, determina el nivel de los recursos de que dispondrán las familias a lo largo de su existencia. Como el consumo privado representa, con diferencia, la mayor contribución a la actividad económica total, la riqueza de los hogares puede tener un efecto sustancial en la situación de la economía y, en última instancia, en las perspectivas de inflación. La política monetaria, a su vez, puede influir en la evolución de la riqueza, no solo a través de su impacto en los precios de los activos, sino también mediante los canales de transmisión. Por lo tanto, al establecer la orientación adecuada de la política monetaria, es importante considerar los niveles de riqueza y sus variaciones.

La potencial relevancia de la riqueza de los hogares ha generado una abundante literatura teórica y empírica sobre sus efectos en el consumo privado.

En la extensa literatura que hay sobre los efectos riqueza en Estados Unidos y en otros países se ha obtenido un amplio rango de estimaciones de la elasticidad del consumo privado con respecto a la riqueza⁶⁷. Este artículo se centra en el impacto de la riqueza de los hogares en la economía de la zona del euro y en los cuatro países de mayor tamaño de la zona utilizando fundamentalmente datos de las cuentas sectoriales, que proporcionan una imagen detallada y un registro coherente de las operaciones financieras y no financieras, y de los balances de los sectores institucionales de la zona del euro y de los países que la integran.

En el artículo se analizan los efectos riqueza en el sector hogares, en términos agregados, y no en los hogares considerados individualmente. Además de los canales macroeconómicos anteriormente mencionados, que consideran el impacto sobre el consumo derivado de cambios en la riqueza del total del sector hogares, la riqueza también puede tener efectos macroeconómicos a través de variaciones en su distribución a escala microeconómica y de hogar. Por ejemplo, si la riqueza

⁶⁷ Para una perspectiva general de la literatura centrada en Estados Unidos, véase D. Cooper y K. Dynan, «Wealth effects and macroeconomic dynamics», *Journal of Economic Surveys*, vol. 30(1), 2016, pp. 34-55.

umentase principalmente en los hogares ricos, se incrementaría la desigualdad y es posible que su efecto macroeconómico también fuera más limitado, ya que estos hogares suelen tener menor propensión marginal a consumir y podrían optar por no aumentar su gasto de forma significativa.

En la sección 2 se describe la evolución de la riqueza de los hogares desde 1999 a partir de las cuentas sectoriales y se hace referencia brevemente a la distribución de la riqueza de las familias en 2014 basándose en la encuesta más reciente del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares. En la sección 3 se proporcionan estimaciones de los efectos riqueza y se analiza el papel que han desempeñado en los últimos años. Por último, la sección 4 concluye con una panorámica de las implicaciones para la política monetaria.

Conclusiones

Para la ejecución de la política monetaria es importante observar la evolución de la riqueza de los hogares y entender su impacto sobre la actividad económica. Actualmente, el nivel de riqueza de los hogares de la zona del euro representa, aproximadamente, unas siete veces su renta anual disponible. Las variaciones de la riqueza están impulsadas fundamentalmente por las ganancias de capital, más que por el ahorro neto. Por consiguiente, la política monetaria puede afectar a la evolución de la riqueza, sobre todo a través de su impacto en los precios de los activos. La riqueza de los hogares puede disminuir de forma sustancial (como sucedió después de la crisis financiera global) o registrar un aumento significativo (como durante el período previo a dicha crisis y en los últimos años) y, por tanto, es posible que en ocasiones contribuya de manera considerable a las fluctuaciones de la actividad económica. También puede influir en la evaluación de la orientación adecuada de la política monetaria. El análisis empírico y las estimaciones que se presentan en este artículo sugieren la existencia de un amplio rango de efectos riqueza, tanto financiera como no financiera, y de diferencias sustanciales entre los países de la zona del euro. Además, los efectos riqueza y la importancia relativa de la riqueza no financiera y de la financiera cambian con el tiempo.

Dada la diversidad de los canales a través de los que la riqueza de los hogares puede afectar al consumo privado, así como la interacción entre ellos, es necesario usar múltiples perspectivas al valorar las implicaciones macroeconómicas y para la política monetaria. Aparte de los efectos riqueza de carácter permanente, otros canales relacionados con las rentas de la propiedad, la disponibilidad de colateral y la confianza pueden influir en el consumo privado. Además, a nivel macroeconómico, el signo de los efectos riqueza no siempre resulta claro porque los componentes de la riqueza no suelen estar distribuidos por igual entre los consumidores. Algunos hogares se benefician de las subidas de los precios de la vivienda, mientras que a otros les afectan negativamente. Habida cuenta del papel bastante limitado que desempeña el reembolso del capital inmobiliario en la zona del euro, no es sorprendente que las estimaciones de los efectos riqueza inmobiliaria a largo plazo en algunos países que la integran arrojen valores próximos a cero. En términos más generales, los efectos riqueza del sector

hogares a nivel agregado, en los que se ha centrado este artículo, podrían ser distintos de los que se producen a escala microeconómica o de hogar. Por último, la creación de una unión de los mercados de capitales en la zona del euro no solo ayudaría a las empresas a diversificar sus fuentes de financiación y a mejorar su capacidad de resistencia ante perturbaciones con origen en el sistema bancario, sino que también proporcionaría más oportunidades de inversión a los hogares y podría facilitar la acumulación de riqueza.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 Análisis del crédito bancario a empresas en la zona del euro desde 2014

Ramón Adalid, Matteo Falagiarda y Alberto Musso⁶⁸

Introducción

El crédito bancario es la fuente de financiación externa más importante para las empresas de la zona del euro y, por tanto, es crucial para la transmisión de la política monetaria y, con carácter más general, para sustentar el crecimiento económico.

A pesar de que la relevancia de la financiación no bancaria ha aumentado en la última década, los préstamos y créditos bancarios siguen siendo un componente fundamental de la financiación de las empresas de la zona del euro. Concretamente, representaron en torno al 45 % de la financiación total mediante deuda de las sociedades no financieras en 2018, frente a alrededor del 60 % en 2007⁶⁹. Durante este período, los mercados de crédito sufrieron tensiones de distintos orígenes que afectaron en especial al sector bancario y a su capacidad de intermediación. Como consecuencia de ello, resulta incluso más importante desde la perspectiva de un banco central analizar detenidamente los préstamos concedidos por las entidades de crédito.

En este artículo se analiza la recuperación del crédito a las sociedades no financieras observada en la zona del euro desde 2014⁷⁰. El análisis se centra en dos aspectos principales.

En primer lugar, en el artículo se muestra que, tras el período de ajuste de los balances de las entidades de crédito en 2008-2013, la mejora de las condiciones de oferta del crédito bancario ha favorecido el crecimiento de la inversión empresarial. La mayor oferta crediticia ha complementado, por tanto, el aumento de la demanda de crédito, que, a su vez, ha sido reflejo de la mejora de las perspectivas macroeconómicas, de los balances de las empresas y de la rentabilidad empresarial. Al mismo tiempo, la relación entre la inversión empresarial y el crédito bancario a empresas ha tenido distinta fuerza en los principales países de la zona del euro, debido, en parte, a los diversos desarrollos de las fuentes de financiación alternativas y a las diferentes necesidades de desapalancamiento.

En segundo lugar, en el artículo se presenta evidencia de que la recuperación del crédito a las sociedades no financieras se ha sustentado en las medidas

⁶⁸ Filippo Claps y Franziska Fischer prestaron apoyo en los aspectos estadísticos.

⁶⁹ Para información más detallada sobre los factores que explican esta tendencia, véase «La dimensión estructural de la financiación de las sociedades no financieras y los hogares de la zona del euro», *Informe Anual*, BCE, Fráncfort del Meno, 2017.

⁷⁰ Para consultar un análisis de la evolución de los préstamos bancarios antes de 2014, véanse «Extensions to the models for assessing money and credit», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2014; «El crecimiento del dinero y del crédito después de crisis económicas y financieras: una perspectiva histórica mundial», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, febrero de 2012, y «Evolución reciente de los préstamos al sector privado», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, enero de 2011.

de política monetaria del BCE. Esta evidencia incluye estimaciones basadas en modelos cuantitativos e información procedente de encuestas. Este análisis se complementa con una evaluación prospectiva que sugiere que la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) ayudará a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, a asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y a reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria.

Conclusiones

En este artículo se analiza la recuperación del crédito bancario a las empresas de la zona del euro observada desde 2014. La evidencia presentada en el artículo muestra que, durante la recuperación económica, el crecimiento del crédito se ha mantenido por debajo de los niveles anteriores a la crisis. Pese a sustentarse en unas condiciones de financiación muy favorables, el moderado ritmo de la recuperación ha sido consecuencia, principalmente, del proceso de desapalancamiento posterior a la crisis y de la creciente importancia de fuentes de financiación alternativas, así como de la debilidad ligeramente mayor de la actividad económica en comparación con el período previo a la crisis.

La mejora de las condiciones de oferta de crédito ha favorecido el crecimiento de este y, por tanto, la expansión de la inversión empresarial. El efecto positivo de los factores de oferta de crédito ha reforzado el impacto de una normalización gradual de la demanda crediticia, que refleja la mejora de las perspectivas macroeconómicas y de los balances de las empresas. Sin embargo, la relación entre la inversión empresarial y el crédito bancario a empresas ha tenido distinta fuerza en unos países y en otros. Esta heterogeneidad se explica, en parte, por la diferente importancia del uso de fuentes de financiación alternativas, los distintos niveles de desapalancamiento necesarios y la evolución macroeconómica en cada país.

Por último, existe abundante evidencia que indica que la recuperación del crédito bancario a empresas habría sido significativamente más lenta sin las medidas de política monetaria aplicadas por el BCE desde el verano de 2014. Más concretamente, las estimaciones basadas en modelos a escala macroeconómica, la evidencia procedente de encuestas y los estudios basados en datos detallados de bancos y empresas sugieren que las medidas no convencionales del BCE explican una parte significativa de la recuperación del crédito bancario concedido a las empresas. Una evaluación prospectiva señala que las TLTRO III contribuirán a mantener unas condiciones de financiación bancaria favorables, a asegurar la transmisión fluida de la política monetaria y a reforzar la orientación acomodaticia de la política monetaria.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)