

RIQUEZA Y AHORRO(*)

Lidia Farré (**)

José L. Raymond (***)

1. Introducción

El propósito de esta breve nota es analizar cuál puede haber sido la contribución del denominado efecto riqueza sobre el comportamiento de la tasa de ahorro de las familias españolas a lo largo de los últimos quince años. Para desarrollar este análisis nos basamos en el trabajo patrocinado por la Fundación FUNCAS y elaborado por J. M. Naredo y O. Carpintero en el que, bajo el título de *Balance Nacional de la Economía Española*, se presenta la estimación de las cuentas patrimoniales para las distintas instituciones que componen la economía nacional, incluyendo a los hogares. Los detalles de las estadísticas empleadas y los criterios que rigen su confección aparecen en la publicación de referencia.

Entender el papel que el efecto riqueza desempeña en el comportamiento del ahorro familiar reviste una importancia vital, en la medida en que a partir de mediados de los noventa, coincidiendo con la reactivación económica y el crecimiento de precios de los activos inmobiliarios y financieros, se produce una caída en la tasa familiar de ahorro. Parte importante de esta caída puede deberse al denominado efecto riqueza. En esencia, el efecto significa que, dado que las familias se sienten más ricas a consecuencia de que los precios relativos de su riqueza financiera e inmobiliaria se han incrementado, su ahorro deseado decrece y su consumo aumenta.

En cualquier caso, determinar los efectos finales de este efecto riqueza sobre la acumulación de capital y el crecimiento económico puede resultar en extremo complejo, dado el conjunto de interacciones que del mismo se desprenden. Por un lado, una caída en la tasa de ahorro, si la inversión permanece constante, debe significar un aumento del déficit, o una reducción del superávit exterior, si no se da com-

pensación entre ahorro de las familias y de las empresas. Pero, por otro, el mayor consumo puede estimular un mayor crecimiento y éste, a su vez, una mayor tasa de ahorro según las bien conocidas implicaciones del modelo de Ciclo Vital, que postulan que la tasa de ahorro se ve positivamente influida por la tasa de crecimiento. Otro efecto, además, puede operar. Es el que cabría denominar efecto "q" de Tobin. Como es sabido, los incentivos que las empresas tienen a invertir resultan acrecentados cuando aumenta la ratio entre precio de mercado de los activos frente a coste de reposición. Un aumento en el precio de los activos bursátiles puede generar un efecto positivo sobre la inversión empresarial y, *ex-post*, el ahorro observado experimentar un aumento a pesar de que el ahorro deseado *ex-ante* hubiese experimentado una reducción.

En cualquier caso, de lo que cabe pocas dudas es de que si el efecto riqueza efectivamente opera, en el corto plazo su acción tenderá a ser procíclica, en el sentido de avivar las expansiones vía el efecto inducido sobre el consumo que se deriva del crecimiento del precio de los activos, y de ahondar las recesiones a consecuencia de, fundamentalmente, las pérdidas de valor de los activos financieros derivadas de las crisis bursátiles. El tema es especialmente relevante en circunstancias como las que actualmente experimentan las economías occidentales, y la economía española en particular, caracterizadas por el desplome del mercado de valores. Sirva como ilustración que, en nuestro caso, el IBEX35 entre marzo de 2000 y agosto de 2002 ha experimentado una reducción de un 50 por 100. Ante esta evidencia, es de esperar que semejantes modificaciones del valor de la riqueza tengan su contrapartida en el comportamiento del consumo.

Después de esta introducción, el objeto de esta nota es mostrar los resultados obtenidos

para la economía española del posible impacto sobre el ahorro de las familias derivado del efecto riqueza. Al respecto, se revisa brevemente la experiencia internacional, se exponen los datos más relevantes para España y unas breves consideraciones finales cierran la exposición.

2. Efecto riqueza, consumo y ahorro: La experiencia internacional

Dos documentos de trabajo recientemente publicados por la OCDE ofrecen un análisis comparativo entre países de los efectos de la riqueza de las familias sobre el consumo y el ahorro. Son los de Girouard y Blöndal, "*Housing Prices and Economic Activity*", Working Paper 279, OCDE, París, enero 2001, y Boone, Girouard y Wagner, "*Financial Market Liberalization, Wealth and Consumption*", Working Paper 308, OCDE, París, septiembre 2001. La formulación de la función de consumo de la que estos autores parten es muy sencilla y se basa en una adaptación del modelo de Ciclo Vital que utiliza como variables explicativas la renta y la riqueza. En concreto, en una situación de equilibrio a largo plazo, en esencia el consumo se considera una función que se puede aproximar a la linealidad y que tiene como argumentos la renta y la riqueza de las familias. La ecuación es del tipo:

$$\text{Consumo} = \alpha + \beta \cdot \text{Renta} + \gamma \cdot \text{Riqueza} + u$$

en donde "u" es el tradicional elemento de perturbación aleatoria. En nuestro caso, el parámetro de interés es "γ" que mide la propensión marginal al consumo con respecto a la riqueza y, por tanto, el efecto negativo de la riqueza sobre el ahorro.

Los resultados obtenidos se resumen en el cuadro 1. A la vista del mismo, se comprueba un rango de valores situado entre un mínimo de 0,02 para Japón y Reino Unido y un máximo de 0,06 para Canadá, según la estimación de Boone *et al.* Estos resultados permiten concluir que, salvo para el caso japonés en el trabajo de Girouard *et al.*, todos los coeficientes son significativos y ponen de manifiesto la existencia de un claro efecto de la riqueza sobre las decisiones de consumo de los hogares.

CUADRO 1
PROPENSIÓN MARGINAL AL CONSUMO
CON RESPECTO A LA RIQUEZA

<i>País</i>	<i>Girouard et al.</i>	<i>Boone et al.</i>
Estados Unidos.....	0,040 (13,1)(*)	0,040 (13,3)
Canadá.....	0,052 (9,5)	0,060 (9,7)
Reino Unido.....	0,019 (4,3)	0,020 (4,5)
Francia.....	0,026 (2,4)	0,030 (2,1)
Italia.....	—	0,030 (6,3)
Japón.....	—	0,020 (7,5)

(*) Entre paréntesis aparece el estadístico *t* para todos los coeficientes estimados.

3. La evolución de la riqueza de los hogares españoles

Posiblemente, la mejor forma de apreciar la importancia de la riqueza sobre las decisiones de consumo de las familias españolas es mostrar la evolución de la ratio entre su patrimonio neto(1) con respecto a su renta bruta disponible. El gráfico 1 detalla este cálculo para el horizonte temporal disponible que discurre entre 1984 y 2000.

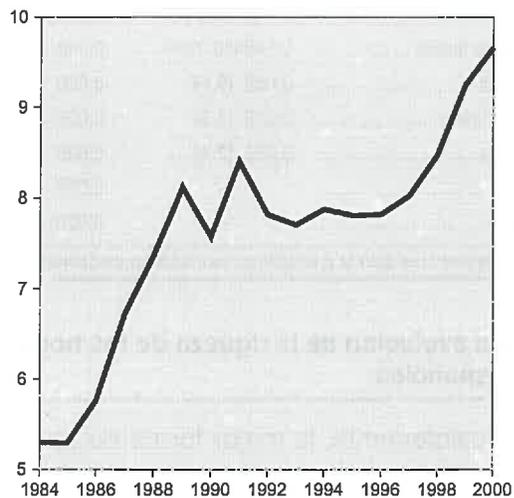
A la vista del mismo, puede comprobarse que a mediados de los ochenta la riqueza total de las familias, compuesta por su patrimonio físico y financiero, y expresada a precios corrientes, representaba del orden de 5,3 veces su renta bruta disponible medida también a precios corrientes, mientras que en 2000 se sitúa en el entorno del 9,6. Grosso modo, entre 1984 y 2000, el peso de la riqueza con relación a la renta se ha multiplicado por dos, y este aumento de riqueza obedece en buena medida a un efecto precios. En concreto, los precios relativos de la riqueza con respecto al deflactor general del consumo se han incrementado muy considerablemente debido al fenómeno de las revalorizaciones financieras e inmobiliarias ocurridas en España, y este fenómeno explica en buena medida el crecimiento de la riqueza durante este período.

En efecto, una forma simple de aproximar el comportamiento de los precios relativos de la riqueza frente al deflactor del consumo es partiendo de las siguientes identidades contables:

— Valor de la riqueza de los hogares deflactada por el deflactor del consumo privado:

$$WPC = W/pc$$

GRÁFICO 1
RATIO RIQUEZA RENTA



en donde "W" es la riqueza a precios corrientes, "pc" el deflactor del consumo privado y "WPC" es la riqueza deflactada por el índice de precios del consumo.

— Evolución de la riqueza hipotética de los hogares españoles a precios constantes si la evolución del deflactor de la riqueza fuese coincidente con la evolución del deflactor del consumo privado:

$$WHPC = WHPC(-1) + (RDPC - COPC)$$

en donde "WHPC" representa la evolución hipotética de la riqueza a precios constantes en el supuesto de que su deflactor fuese coincidente con el del consumo privado, "RDPC" es la renta disponible a precios constantes y "COPC" es el consumo a precios constantes. Lo que la ecuación indica, en definitiva, es que si el deflactor de la riqueza y el del consumo privado fuesen coincidentes, la única fuente de acumulación de riqueza provendría del ahorro de las familias. Para el año de partida, 1984, y a efectos de obtener el comportamiento relativo del deflactor del consumo y del de la riqueza, puede igualarse "WPC" y "WHPC".

— Definición del índice de precios relativos de la riqueza frente al deflactor del consumo privado:

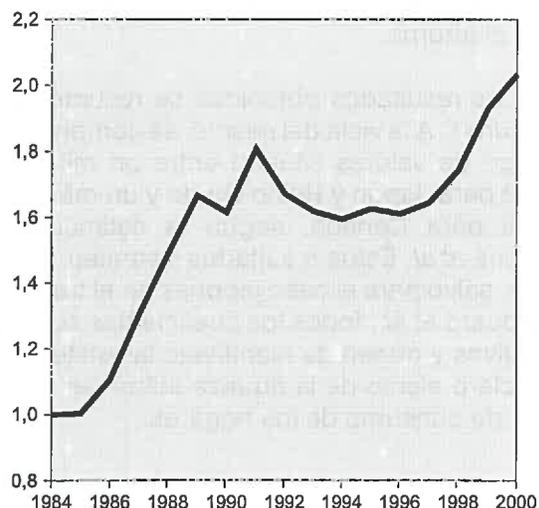
$$prw = WPC/WHPC = pw/pc$$

en donde "pw" el deflactor de la riqueza y "pc" el deflactor del consumo. Lo que la ecuación, en definitiva, señala es que el precio relativo de la riqueza con relación al deflactor del consumo privado se obtiene a través del cociente entre la riqueza deflactada por el deflactor del consumo y la evolución de la riqueza hipotética estimada si el deflactor de la riqueza coincidiese con el del consumo. En la medida, que el numerador de la anterior expresión crezca más que el denominador, ello es subproducto de que el deflactor implícito de la riqueza crece más que el deflactor del consumo, de forma que el crecimiento observado de la riqueza excede al justificado atendiendo al ahorro de las familias.

Los resultados de este sencillo cálculo permiten determinar la evolución temporal del deflactor de la riqueza frente al deflactor del consumo. El gráfico 2 muestra la evolución de la correspondiente serie.

En este gráfico puede comprobarse la existencia de tres fases. Una primera fase, que discurre desde 1984 hasta 1991, se caracteriza por una rápida revalorización de la riqueza de las familias. En esta primera fase se produce también un aumento de la ratio riqueza-renta a consecuencia del incremento de los precios relativos de la riqueza. Desde 1991 hasta 1997 el precio relativo de la riqueza familiar experimenta una cierta reducción, y a partir de 1997 el precio de

GRÁFICO 2
PRECIOS RELATIVOS DE LA RIQUEZA CON
RELACIÓN AL DEFLACTOR DEL CONSUMO



Tu confianza nos compromete. *Exígenos.*



LUIS MURO, DIRECTOR
DE LA ZONA DE TUDELA



MARIAM NUIN, GESTORA OPERATIVA
EN LA OFICINA DE M^o URDAX



JESÚS PEJENAUTE, SUBDIRECTOR
GENERAL DEL ÁREA COMERCIAL.



MARTA AZCONA, GESTORA OPERATIVA
EN LA OFICINA DE MARCILLA



ALBERTO LATASA, DIRECTOR
DE OFICINA EN ITURRAMA



ALBERTO CHOURRAUT,
DIRECTOR DE LA ZONA NORTE



MARI PAZ BALERDI, TÉCNICA
DE NUEVOS CANALES



JESÚS JAVIER MUNÁRRIZ, DIRECTOR
DE OFICINA EN ANSOÁIN

SERVICIO DE ATENCIÓN AL CLIENTE:

Teléfono 948 208 308 | Fax 948 208 269 | E-mail sac@can.es

Respondemos.

CAJA NAVARRA

Mejoramos para que tú ganes.

TARJETA MASTERCARD PLATINUM



ÉSTA ES LA TUYA

Te damos nuestra palabra, con la nueva **Tarjeta EURO 6000 MasterCard Platinum** para empresas y particulares tendrás unas ventajas exclusivas a la medida de tus necesidades. Con **un límite de crédito de 5.000 euros**, un **seguro de accidentes de hasta un 1.000.000 de euros**, y **precios especiales** en los principales hoteles del mundo, alquiler de coches de primeras marcas, o la posibilidad de reservar entradas a espectáculos con solo levantar un teléfono. Por todo esto y más, la nueva Tarjeta EURO 6000 MasterCard Platinum **es única y es tuya**.

Tarjetas Cajastur,
dan mucho juego.

la riqueza familiar se dispara hasta el año 2000, último dato disponible. De hecho, tomando base 1 en 1984, en 2000 los precios relativos de la riqueza con relación al deflactor del consumo se multiplican por dos. Durante este período, la primera etapa de revalorizaciones patrimoniales viene protagonizada mayoritariamente por el fuerte aumento del precio de los inmuebles. Sin embargo, a partir de 1997, el incremento del valor de los activos financieros cobra también especial protagonismo en la nueva etapa expansiva del valor de la riqueza en manos de las familias. Como reflexión al margen, cabe señalar que el comportamiento de los precios de la riqueza frente al deflactor del consumo privado puede haber tenido efectos redistributivos a favor de los estratos sociales poseedores de riqueza, fundamentalmente inmobiliaria y financiera.

4. Efecto riqueza y tasa de ahorro

El gráfico 3 permite contraponer la evolución de la tasa familiar de ahorro frente a los precios relativos de la riqueza. La representación con duplicidad de escalas (la escala de la izquierda refleja la tasa de ahorro y la de la derecha la evolución de los precios relativos de la riqueza) permite constatar que la caída que a partir de 1995 se produce en la tasa familiar de ahorro estuvo acompañada por un aumento muy considerable de los precios relativos de la riqueza. En con-

creto, en estos cinco años la tasa familiar de ahorro decrece, pasando de representar un 14 por 100 de la renta disponible en 1995 a un 11 por 100 en 2000, lo que representa un descenso del 21 por 100. Por el contrario, los precios relativos de la riqueza frente al deflactor del consumo pasan de 1,62 a 2,03 entre estas dos fechas, lo que representa un aumento del 25 por 100. Es decir, a partir de la información visual que el gráfico transmite, es razonable concluir que la caída en la tasa de ahorro de las familias, entre otros factores, estuvo potenciada por la revalorización de activos.

De hecho, una vía más formal de probar estos efectos de la riqueza sobre el ahorro es analizar la relación estadística de cointegración existente entre el consumo (o el ahorro) a precios constantes y la renta y la riqueza deflactadas por el deflactor del consumo privado. La relación estimada es del tipo:

$$\text{Consumo} = 91,6 + 0,26 \cdot (\text{Renta}) + 0,038 \cdot (\text{Riqueza}) \quad [1]$$

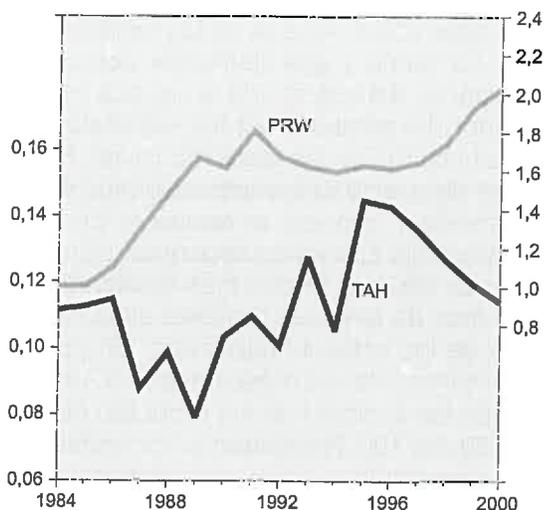
Estadísticos $t \quad (10,89) \quad (22,60)$

con un estadístico Chi Cuadrado (Test Johansen) que permite rechazar la hipótesis nula de ausencia de cointegración a un nivel de significación del 5 por 100. La estimación de la ecuación por Mínimos Cuadrados Ordinarios ofrecía similares resultados, con una propensión al consumo con respecto a la riqueza de 0,029 y un estadístico t del orden de 9.

En esta formulación, un euro adicional de riqueza, ya sea derivado de un mayor ahorro de las familias o de un aumento de los precios relativos de la riqueza, se traducirá en 3,8 céntimos de euro de mayor consumo o de menor ahorro. Todas estas valoraciones indican meros órdenes de magnitud, pero están en consonancia con las estimaciones que la OCDE ofrece para un conjunto de países representativos y que se han presentado en el apartado segundo de esta nota. Al respecto, la estimación para España se situaría en la banda inferior de las estimaciones, junto con Reino Unido y los Estados Unidos, y por debajo de Canadá, Francia, Italia y Japón.

Aún aceptando que el coeficiente estimado puede infravalorar los efectos de la riqueza sobre el consumo al compararlo con los resultados que se han presentado en el apartado segundo obtenidos para otros países, un simple cálculo numérico puede permitir ilustrar el peso de la variable en la explicación del comporta-

GRÁFICO 3
TASA DE AHORRO Y PRECIOS RELATIVOS
A LA RIQUEZA



miento del consumo y del ahorro en la fase expansiva 1995-2000. Entre estas dos fechas, la riqueza de las familias deflactada por el índice de precios al consumo aumentó un 43 por 100, y de este aumento, del orden de un 60 por 100 puede atribuirse al efecto precios. Según la ecuación [1] estimada, en términos de consumo, este efecto precios representa del orden de 2,73 puntos porcentuales de la renta familiar disponible del año 2000. En términos de tasa de ahorro de las familias con relación a la renta disponible, ello significa que la tasa de ahorro observada del 11,4 por 100 para 2000 hubiese sido 2,73 puntos porcentuales más elevada de no haber operado el efecto precio de los activos. O, en otras palabras, esta tasa de ahorro habría estado situada en el entorno de 14 por 100, que es el valor observado en 1994, de no haberse producido la revalorización de activos que en este período operó. Por tanto, estos sencillos cálculos permiten sugerir que la revalorización de activos puede ser en buena medida responsable de la caída en la tasa familiar de ahorro que opera en el lapso temporal 1995-2000.

5. Consideraciones finales

Este trabajo ha tratado de ilustrar las implicaciones sobre el consumo y el ahorro derivadas del denominado "efecto riqueza". Se trata, en definitiva, de mostrar que en la última fase expansiva de la economía española, la que discurre entre 1995 y 2000, el aumento del precio de los activos en general poseídos por las familias tuvo un importante papel en la potenciación del consumo, con la consiguiente caída de la tasa de ahorro. Hasta el momento, no era factible emprender un análisis cuantitativo del fenómeno debido a la inexistencia de datos sobre la riqueza de las familias. Con la aparición del trabajo de Naredo y Carpintero, patrocinado por la Fundación FUNCAS, es posible abordar estos extremos con un mayor rigor estadístico. Las series, empero, al margen de las siempre opinables hipótesis que necesariamente subyacen a su construcción, son muy cortas para permitir un análisis estadístico riguroso. En cualquier caso, la información disponible permite sugerir tres ideas:

— La primera es que la riqueza de las familias desempeña un claro efecto sobre sus decisiones de ahorro y de consumo. Una simple función de consumo estimada sugiere que en equi-

librio, en el largo plazo, un euro adicional de riqueza, proceda éste del efecto precios (es decir, de la revalorización de activos) o del ahorro previo, se traduce en el entorno de 4 céntimos de euro de mayor consumo o de menor ahorro. Este valor, que debe interpretarse como un mero orden de magnitud, está en línea con otras estimaciones disponibles para los principales países de la OCDE, si bien se situaría en el extremo inferior del intervalo que puede construirse a partir de los valores obtenidos para el resto de países comparados en el apartado segundo. Por otro lado, distintos tipos de riqueza deben ejercer también distintos efectos sobre el consumo según cuál sea su grado de liquidez. La estimación ofrecida debe ser interpretada como un promedio de estos efectos diferenciados por tipos de riqueza(2).

— La segunda es que en el caso de la economía española, y especialmente en el último ciclo expansivo que discurre de 1995 hasta 2000, la riqueza ha aumentado muy considerablemente debido en gran medida a un efecto precios. Este aumento de la riqueza permite justificar parte de la caída observada en la tasa de ahorro de las familias. En definitiva, el ahorro puede entenderse que cumple la función de garantizar una ratio deseada entre riqueza y renta. Si debido a un fenómeno precios la riqueza aumenta, las familias tendrán menos deseos de ahorrar, y el enriquecimiento experimentado por los hogares también facilitará la financiación del consumo corriente vía el endeudamiento.

— La tercera es que desde una óptica de la demanda, en el corto plazo, el efecto riqueza y el ciclo expansivo se retroalimentan. La expansión provoca un aumento del precio de los activos, y esta mayor riqueza de las familias potencia su consumo y una demanda acrecentada. No obstante, este efecto de la riqueza como potenciador del consumo en las expansiones actuará a la contra en las fases recesivas. En ellas, la caída del precio de los activos puede deprimir la demanda y ahondar la recesión. En el caso concreto de la economía española, situados en agosto de 2002, el hecho más destacable de la actual fase de lento crecimiento es la caída del precio de los activos financieros. En concreto, en los treinta últimos meses el precio representativo de las acciones se ha reducido del orden de un 50 por 100. No obstante, los restantes activos, y en particular, los inmobiliarios, han seguido su senda expansiva, si bien más atenuada. Una reducción del precio de los activos

inmobiliarios, de producirse y de sumarse al comportamiento de los activos financieros, podría tener muy negativos efectos sobre el comportamiento de la demanda agregada que, en definitiva, rige la evolución coyuntural en el corto plazo. A más largo plazo, sin embargo, es la capacidad de la economía para producir y para competir la que marca la senda de expansión de equilibrio, que a su vez depende positivamente de la tasa de ahorro de la economía. En el corto plazo, empero, la acción del precio de los activos sobre el consumo y la demanda agregada es un riesgo que no debe ser ignorado.

NOTAS

(*) Este artículo se basa en la tesina de doctorado elaborada por Lidia Farré bajo la dirección de José L. Raymond y titulada "El efecto riqueza sobre el consumo de los hogares españoles". El trabajo fue presentado en julio de 2002 en el contexto del programa de Doctorado de Economía Aplicada de la UAB.

(**) UAB.

(***) UAB y FUNCAS.

(1) Según la Contabilidad Nacional, el patrimonio neto de los hogares se define como la suma del total de sus activos tanto físicos (mobiliarios e inmobiliarios) como financieros deducidos sus pasivos, que por definición son siempre financieros.

(2) Tradicionalmente, la literatura distingue entre el efecto sobre el consumo de la riqueza financiera, la inmobiliaria y otro tipo de riqueza que incluye los activos físicos mobiliarios.