



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Traballo de
fin de grao

El endeudamiento
familiar en España:
efectos
redistributivos
sobre la renta y el
consumo

Gonzalo Paz Pardo

Titor/a: José Manuel Sánchez
Santos

Grao en Economía

Ano 2013

Resumen

El objetivo del presente trabajo es doble. Por un lado, se trata de constatar en qué medida las familias españolas han participado de un proceso de sustitución de salarios por deuda en el periodo previo al estallido de la última crisis. Por otra parte, se intentan identificar las consecuencias de dicho proceso en la evolución de las desigualdades, medidas tanto en términos de renta como de consumo.

El marco analítico para abordar estas cuestiones se deriva de la revisión de la literatura económica sobre los determinantes del comportamiento del consumidor en materia de consumo, ahorro y endeudamiento. En el plano empírico, se desarrolla un análisis descriptivo basado, fundamentalmente, en dos aspectos. En primer lugar, se estudia la evolución del endeudamiento destinado a financiar el consumo (global y por tramos de renta) y de las tasas de ahorro. En segundo lugar, se comparan los niveles y la evolución temporal de las desigualdades en términos de renta y de consumo.

El período muestral que se toma como referencia es 2000-2008 y la principal fuente estadística manejada es la Encuesta Financiera de las Familias, elaborada por el Banco de España.

Este primer análisis descriptivo ofrece evidencia empírica favorable a la hipótesis de que las condiciones financieras ventajosas que caracterizaron el período estudiado tuvieron efectos redistributivos significativos. Esta influencia se observa especialmente en las desigualdades medidas en términos de consumo, que fueron menores que en términos de renta y se mantuvieron “artificialmente” bajas y estables durante todo el período.

Palabras clave: condiciones financieras, endeudamiento familiar, crédito al consumo, distribución de la renta, desigualdades en consumo.

Abstract

The aim of this paper is twofold. On the one hand, I attempt to find out whether the Spanish households took part in a process of substituting loans for wages during the period before the beginning of the current crisis. On the other hand, I try to identify the consequences of such process in the evolution of income and consumption inequalities.

The theoretical framework to deal with the above mentioned issues is provided by a review of the economic literature on the determinants of consumer behaviour, namely, on consumption, saving and debt. The empirical study consists of a descriptive analysis, which is focused on two fields. First, I analyze the evolution of consumer credit (both, in aggregate and by income groups) and the savings rates. Second, I compare the values and temporal evolution of income and consumption inequalities.

The period under study ranges from 2000 to 2008. The main data source is the Spanish Survey of Household Finances (EFF), which is published by Banco de España.

This preliminary descriptive analysis provides some empirical evidence that support the hypothesis that financial conditions led to significant redistributive effects. This influence is especially significant in the case of consumption inequalities. These inequalities were lower than income inequalities and were kept “artificially” low and stable during the whole period.

Key words: financial conditions, household indebtedness, consumer credit, income distribution, consumption inequalities.

Índice

Introducción	8
1. Fundamentos teóricos	12
1.1 Condicionantes de la demanda crediticia	12
1.1.1 Teoría keynesiana	12
1.1.2 Teoría del ciclo vital	13
1.1.3 Teoría de la renta permanente	13
1.1.4 Derivaciones de la teoría del ciclo vital – renta permanente	14
1.1.5 Otros factores explicativos del crecimiento del endeudamiento.....	14
1.1.6 El efecto demostración. El papel de los nuevos bienes.	16
1.2 Las restricciones a la liquidez (“liquidity constraints”)	17
1.2.1 Introducción.....	17
1.2.2 El papel de los cambios en la oferta crediticia.....	19
1.2.3 El papel de la política monetaria	20
1.2.4 El efecto riqueza	21
1.3 Efectos redistributivos de las condiciones financieras	23
2. Fuentes y datos	24
2.1 Series de datos	24
2.2 La Encuesta Financiera de las Familias	25
2.3 Utilización de la EFF	27
3. El endeudamiento, el ahorro y los salarios	30
3.1 El endeudamiento	30
3.1.1 Volumen de endeudamiento	30
3.1.2 Las condiciones de oferta crediticia.....	33
3.1.3 Mortgage Equity Withdrawal (MEW).....	34
3.1.4 El papel del crédito para la adquisición de vivienda	37
3.1.5 Endeudamiento por quintiles de renta	37
3.1.6 Las solicitudes de préstamos.....	41
3.2 El ahorro	43
3.3 Los salarios.....	45
4. Desigualdades en renta y desigualdades en consumo	48

Conclusiones	53
Bibliografía.....	55
Anexo 1. Variables utilizadas.....	60
Anexo 2. Obtención de indicadores.	64

Índice de figuras

Gráfico 1. Financiación a hogares e ISFLSH.	31
Gráfico 2. Financiación distinta a préstamos para vivienda.....	31
Gráfico 3. Crédito para bienes de consumo duradero	32
Gráfico 4. Consumo y crédito al consumo.....	33
Gráfico 5. Tipos de interés reales del crédito al consumo.	34
Gráfico 6. MEW1 (% Renta Disponible Bruta)	36
Gráfico 7. MEW2 (% Renta Disponible Bruta)	36
Gráfico 8. Solicitudes de préstamo	41
Gráfico 9. Hogares con todas las solicitudes de préstamo denegadas.....	42
Gráfico 10. Tasa de ahorro de los hogares	43
Gráfico 11. Hogares que ingresan más de lo que gastan (%).....	44
Gráfico 12. Hogares que gastan más de lo que ingresan (%).....	44
Gráfico 13. Salario real promedio y RA/PIB.	46
Gráfico 14. Índice de Gini (España)	48
Gráfico 15. Indicador S80/S20.....	50
Gráfico 16. Indicador S50/S50.....	51

Índice de tablas

Tabla 1. Deuda de los hogares (% de su RDB en el año correspondiente)	35
Tabla 2. Porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes.....	38
Tabla 3. Ratio deuda/renta del hogar	40
Tabla 4. Indicador S80/S20.....	50
Tabla 5. Percentiles de renta.....	65
Tabla 6. Medias por quintiles (2002).....	66
Tabla 7. Medias por quintiles (2005).....	66
Tabla 8. Medias por quintiles (2008).....	66
Tabla 9. Mediana de renta.	67
Tabla 10. Medias del 50% superior e inferior (2002).....	67
Tabla 11. Medias del 50% superior e inferior (2005).....	67
Tabla 12. Medias del 50% superior e inferior (2008).....	68

Introducción

El papel positivo que, en términos macroeconómicos, juega un sistema financiero desarrollado y suficiente ha sido destacado en numerosos estudios. Como ejemplo, King y Levine (1993), basándose en la obra de Schumpeter, hallan una correlación muy intensa entre el nivel de desarrollo del sistema financiero y variables clave como el crecimiento económico, la acumulación de capital o la eficiencia en el empleo del capital físico.

En este sentido, si bien es cierto que la evolución de las desigualdades y las causas que las explican son un campo de estudio con notable presencia en la literatura económica, su vínculo con las condiciones financieras ha sido menos tratado.

A priori, el correcto funcionamiento de un sistema financiero, en particular, si las entidades financieras valoran adecuadamente el riesgo y no se producen shocks adversos, podría facilitar un acceso amplio al crédito, permitiendo a los individuos optimizar la distribución de su renta esperada a lo largo de su vida y sin que de ello se tengan por qué derivar necesariamente consecuencias negativas en términos macroeconómicos. Es más, dicha facilidad de acceso podría favorecer la reducción de las desigualdades, especialmente las que se establecen en términos de consumo.

Esta conclusión sobre el papel igualador de un correcto funcionamiento del sistema financiero es consecuente con Heathcote, Perri y Violante (2010) o Agnello y Sousa (2012). En el primer caso, los autores aportan evidencia de que el acceso a los mercados financieros ha reducido tanto el nivel como el crecimiento de las desigualdades en términos de consumo en EEUU desde los años 80. Por su parte, Agnello y Sousa (2012), basándose en un panel de 62 países, también concluyen que un mejor acceso al crédito reduce las desigualdades.

En una línea similar, Barba y Pivetti (2009) argumentan que el desarrollo del sector financiero permitió a las familias estadounidenses cubrir con préstamos la parte de sus necesidades de demanda, que no eran capaces satisfacer con sus salarios. Esto es lo que estos autores califican como proceso de sustitución de salarios por deuda. Como consecuencia de esta situación se produjo un notable incremento en el endeudamiento familiar, cuya sostenibilidad futura los autores cuestionan.

En el mismo sentido, Rajan (2010) argumenta que, en Estados Unidos, el incremento de las desigualdades se “ocultó” mediante la expansión del crédito. Estas desigualdades venían derivadas mayoritariamente de las diferencias en educación, pero también de otras causas (el proceso de desregulación, la llegada de inmigrantes, las bajadas de impuestos para los más ricos, un salario mínimo sin apenas crecimiento, etc.). Para evitar que se convirtiesen en un problema social, las autoridades estadounidenses apoyaron la concesión de créditos a hogares de rentas cada vez más bajas, especialmente para la compra de viviendas (a través de agencias como Fannie Mae y Freddie Mac). De este modo, se “tapaban” las desigualdades, los hogares se sentían más ricos y el consumo se incrementaba.

Es un hecho conocido el fuerte proceso de apalancamiento experimentado por las economías domésticas españolas durante la época previa al estallido de la reciente crisis, al igual que la progresiva reducción que esta variable viene experimentando en los últimos años.

En este contexto, el objetivo del presente trabajo consiste en refrendar la hipótesis de que en España se financiaron niveles de consumo crecientes a través del recurso cada vez más frecuente al endeudamiento y de que dicho recurso al endeudamiento favoreció la reducción de las desigualdades, particularmente en términos de consumo.

La principal aportación de este trabajo consiste en establecer un vínculo entre el proceso de endeudamiento y la evolución de las desigualdades, o, lo que es lo mismo, analizar las consecuencias distributivas de los crecientes niveles de endeudamiento familiar, distinguiendo claramente las desigualdades en términos de consumo y las desigualdades en términos de renta. Este vínculo puede tener características bidireccionales, en la medida en que la evolución de las desigualdades, a su vez, también puede influir en el endeudamiento.

Este campo de análisis reviste interés a la hora de determinar la política económica adecuada para reducir las desigualdades y a la hora de analizar el papel jugado por el sistema financiero.

Se trata de un campo de análisis nuevo, pues no se ha constatado en la literatura que se haya realizado un estudio que vincule las condiciones financieras con las desigualdades en España de forma directa.

El estudio de las desigualdades en nuestro país, un área en la que los autores se han centrado crecientemente en los últimos años¹, ha venido utilizando como variable explicativa clave el desempleo. Como cabe esperar, la literatura es unánime en que mayores niveles de desempleo van asociados a mayores desigualdades. Otras variables empleadas en la literatura son el nivel del PIB, el gasto público y las transferencias del sector público, la educación terciaria y la inflación. Para estudios detallados sobre el tema, véase Pijoan-Mas y Sánchez Marcos (2010), Farré y Vella (2008), Bonhomme y Hospido (2012), Ayala, Cantó y Rodríguez (2011) o Addabo, García-Fernández, Llorca-Rodríguez y Maccagnan (2011). Este último trabajo vincula directamente la situación de desempleo de los miembros de las familias a la evolución de uno de los principales índices utilizados para la medida de las desigualdades, el índice de Gini.

Finalmente, se trata de un tema que sigue de actualidad. De verificarse la hipótesis básica de este trabajo, la desaparición de las condiciones financieras favorables podría tener consecuencias negativas en términos de incremento de las desigualdades.

Esta consecuencia se añadiría a los efectos perniciosos que el incremento del endeudamiento familiar, una variable situada en el centro de numerosos debates económicos, ha tenido en la gravedad de la crisis. Los hogares fuertemente endeudados son mucho más sensibles a los cambios que se puedan producir en el entorno económico, ya sea por un incremento del desempleo, por variaciones en los tipos de interés o por caídas en el precio de la vivienda (Debelle, 2004).

La metodología utilizada para el trabajo será de tipo básicamente descriptivo. Se utilizarán para ello series de datos procedentes del Instituto Nacional de Estadística, Eurostat o el Banco de España. Otro aspecto novedoso adicional es la utilización de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada trienalmente por el Banco de España desde el año 2002. Se hará uso tanto de los resultados publicados de dicha Encuesta como de los microdatos de la misma, a partir de los cuales se calcularán determinados indicadores de desigualdad, con la metodología descrita en el Anexo 2.

¹ Prueba de ello es la publicación del Informe sobre la Desigualdad en España por parte de la Fundación Alternativas (2013), que recoge una serie de trabajos vinculados a los problemas de la distribución de la renta y de la desigualdad en la sociedad española actual.

El contenido del trabajo seguirá el siguiente orden. En la sección 1 se revisan las principales teorías que explican el comportamiento del consumidor como demandante de crédito (particularmente, crédito al consumo) y el papel jugado por las condiciones financieras. En la sección 2, se enumeran las series de datos que se utilizarán y se describen detalladamente las características de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) y el aprovechamiento que se hará de dicha encuesta. La sección 3 proporciona datos sobre endeudamiento, ahorro y salarios. La sección 4 vincula lo anterior con los niveles de desigualdad en renta y consumo. A continuación, se sintetizan las principales conclusiones.

1. Fundamentos teóricos

En el presente apartado se realizará una revisión bibliográfica que tendrá por objeto conocer las causas que llevan a los hogares a tomar decisiones de consumo y endeudamiento, y cómo estas decisiones se pueden ver limitadas por las denominadas como “restricciones a la liquidez” que derivan, mayoritariamente, de las condiciones financieras.

Las “restricciones a la liquidez” afectan sobre todo a individuos de bajo nivel de renta y riqueza. Por tanto, si las condiciones financieras favorables pueden contribuir a levantar o reducir estas restricciones, tendrán efectos redistributivos, en la medida en que permitirán que más individuos puedan distribuir su consumo como deseen mediante el recurso al endeudamiento.

Adicionalmente, para enriquecer el panorama ofrecido, se incluirá un apartado sobre la política monetaria y sus efectos distributivos y otro sobre el efecto riqueza.

La estructura de la exposición teórica, por tanto, será la siguiente. En primer lugar se analizarán los condicionantes de la demanda crediticia (teorías tradicionales del consumo y otros factores de demanda crediticia). En segundo lugar, se pondrá el foco sobre la oferta crediticia, introduciendo el concepto de “restricciones a la liquidez” y argumentando el papel jugado por las condiciones financieras, la política monetaria y el efecto riqueza. Finalmente, se examinarán los efectos redistributivos que pueden derivar de las condiciones financieras.

1.1 Condicionantes de la demanda crediticia

1.1.1 Teoría keynesiana

A la hora de analizar los determinantes del consumo, un punto de partida básico es la tradicional función de consumo keynesiana. Según esta formulación, el consumo en un periodo depende básicamente de la renta disponible en ese mismo periodo.

Esta formulación básica no introduce la posibilidad de que los individuos puedan distribuir su consumo a lo largo de su vida de la forma que consideren más conveniente, independientemente de su renta actual, mediante el uso del endeudamiento (para consumir en la actualidad a costa de ingresos futuros) y el ahorro (para consumir en el futuro a costa de ingresos actuales).

1.1.2 Teoría del ciclo vital

Siguiendo esta línea, una de las explicaciones tradicionales al endeudamiento de las familias tiene sus raíces en las teorías del “ciclo vital”, que en sus orígenes buscaban explicar los comportamientos de consumo y ahorro. Se suele reconocer como precursor de estas teorías a Modigliani, que afirmaba que los hogares ahorran y consumen en base a un plan de distribución del consumo a lo largo de todo su ciclo vital, de tal modo que ahorran cuando son jóvenes para acumular unos ciertos niveles de riqueza que les permitan sobrevivir durante la vejez (Ando y Modigliani, 1963; Modigliani, 1966).

1.1.3 Teoría de la renta permanente

De forma paralela a esta teoría, Milton Friedman desarrolla la teoría de la renta permanente. Los postulados básicos en los que se fundamenta son que los individuos, bajo condiciones de información perfecta, solo pueden consumir más o menos de lo que ingresan por dos motivos. Uno es para “suavizar” el ritmo de gasto, manteniéndolo relativamente estable aunque sus ingresos varíen mucho entre los diversos periodos de tiempo. El otro es para recibir los intereses sobre el dinero que presten (si el tipo de interés es positivo) o recibir pagos por pedir prestado (en el caso poco habitual de que el tipo de interés sea negativo). Utilizando la terminología de Friedman, el nivel de consumo permanente de los hogares depende directamente de su renta permanente (y, además, de los tipos de interés y de características personales de los hogares). Aun eliminando la hipótesis de información perfecta e introduciendo la incertidumbre, las afirmaciones anteriores no se ven alteradas de forma sustancial, salvo, principalmente, por la aparición del ahorro por motivos de seguridad (Friedman, 1957, pp. 7-17).

1.1.4 Derivaciones de la teoría del ciclo vital – renta permanente

Las similitudes existentes entre ambas teorías son muy notables. Ambas establecen, en resumen, que los individuos realizan estimaciones sobre su capacidad para consumir en el largo plazo y posteriormente fijan su consumo actual como una proporción de dicho consumo a largo plazo. Esta similitud ha sido reconocida ampliamente en la literatura. Hall (1978), por ejemplo, partiendo de ambas teorías y utilizando series de datos para EEUU, elabora una versión modificada del modelo ciclo vital – renta permanente.

Simplificando al máximo, de la teoría del ciclo vital – renta permanente se deduce que los individuos, cuando son jóvenes, tienden a endeudarse para financiar su consumo, dado que todavía no tienen ingresos del trabajo. Cuando empiezan a trabajar, empiezan a amortizar sus deudas; cuando lo han hecho completamente, pasan a acumular activos. Esos activos les valdrán, durante la jubilación, para mantener sus niveles de consumo.

1.1.5 Otros factores explicativos del crecimiento del endeudamiento

Sin embargo, existen otros factores que pueden llevar a los individuos a consumir y endeudarse, al margen o por encima de lo indicado por la hipótesis del ciclo vital-renta permanente. El análisis de estos factores implica situarse en una posición más heterodoxa, renunciando al supuesto de un consumidor plenamente racional que maximiza su utilidad a lo largo de su vida.

El crecimiento del endeudamiento de las familias estadounidenses en la década de los 90 y la del año 2000 llamó la atención de diversos autores, muchos de los cuales trataron de explicarlo desde esta perspectiva más heterodoxa.

Ya Foster y Magdoff (2000) detectaban que los estadounidenses estaban recurriendo al endeudamiento como un medio de mantener su nivel de vida (o tratar de mejorarlo) en un contexto de estancamiento salarial. Concluían que, de algún modo, la expansión económica estadounidense de finales de los años 90 fue “comprada” con deuda, especialmente deuda familiar, relacionada en muchos casos con la vivienda y en familias con bajos niveles de renta.

Predecían que, si no se producía un incremento en los salarios reales, lo más probable era que la inestabilidad financiera de las familias se incrementase, lo cual daría lugar a que cualquier desaceleración de la economía o pequeña recesión se convirtiese en una gran crisis debido a la cascada de quiebras. Foster (2006) retoma la misma cuestión, extendiendo el análisis al periodo 2000-2006 y concluyendo que la situación, lejos de mejorar durante estos años, había empeorado, y que las consecuencias de la misma podían ser potencialmente mucho más devastadoras.

Brown (2004) advierte, en la misma línea, de que el crecimiento de EEUU dependía peligrosamente de que un importante segmento de la población estuviese dispuesto a pedir prestado a un nivel que le causase serias presiones financieras. También introduce un razonamiento que tendrá una relación muy estrecha con el presente trabajo: afirma que, aunque las desigualdades se incrementen, si se incrementan los préstamos, puede que el efecto se vea mitigado. Levantar las restricciones a la liquidez (que él denomina “income constraint”) tiene la capacidad de incrementar el consumo y la propensión a consumir en grupos de ingresos bajos y moderados.

Iacoviello (2008) elabora un modelo en el que busca explicar la evolución del endeudamiento y de las desigualdades en términos de riqueza y consumo, utilizando como uno de sus factores explicativos la desigualdad en la distribución de la renta. Halla que, aunque los cambios en el ciclo económico influyen en el endeudamiento familiar, su gran crecimiento en Estados Unidos solo puede ser explicado teniendo en cuenta el incremento en la desigualdad en la distribución de la renta. También es este incremento uno de los principales factores explicativos de las mayores desigualdades en riqueza y de la ligera tendencia creciente (aunque de menores dimensiones) de las desigualdades en términos de consumo.

Barba y Pivetti (2009) argumentan que, en el caso estadounidense, las tensiones que llevaron a los individuos a consumir “por encima de sus posibilidades” están relacionadas con el lento crecimiento de los ingresos reales en EEUU, el atractivo de los nuevos bienes de consumo (relacionados con tecnologías, etc.) y el deseo de asimilarse a individuos de rentas más elevadas.

En un trabajo posterior, Barba y Pivetti (2011) inciden en la misma línea: las causas de la crisis más comúnmente citadas (bajos tipos de interés en EEUU, desequilibrios globales..) en realidad no son las verdaderas causantes de los desequilibrios domésticos en EEUU, sino que lo fue un contexto de salarios estancados y desigualdades crecientes. Situaciones como los bajos tipos de interés no

hicieron sino potenciar el endeudamiento familiar impulsado por los crecientes niveles de desigualdad.

Añaden, además, que posteriormente al inicio de la crisis se trató de sustituir este endeudamiento privado por deuda pública, con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema financiero.

Más actualmente, Barba y Pivetti (2012) visualizan la tendencia a la austeridad que impera en Europa como una continuidad del proceso de sustitución de salarios por deuda.

1.1.6 El efecto demostración. El papel de los nuevos bienes.

El deseo de asimilarse a individuos de rentas más elevadas, que Barba y Pivetti (2009) analizan como una de las causas del incremento del endeudamiento de las familias estadounidenses, no es un planteamiento nuevo en economía. Sus raíces se hunden ya en la obra de Veblen en el siglo XIX y de Duesenberry en los años 50.

Veblen, en su obra publicada en 1899 *Teoría de la clase ociosa*, hacía ya referencia al papel de consumo como un elemento de demostración constante de la capacidad pecuniaria de un individuo (Veblen, 2004, p.100) y la necesidad de los consumidores de poseer una parte de bienes tan grande como la que tienen otros con los que están acostumbrados a clasificarse (Veblen, 2004, p.59).

Duesenberry, en su obra *La renta, el ahorro y la teoría del comportamiento de los consumidores*, publicada en 1949, habla de lo que denomina el “efecto demostración”. Cuando un individuo está en contacto con bienes de calidad superior (por ejemplo, porque ve que otras personas los tienen a su alrededor), se produce un sentimiento de insatisfacción por no tenerlos. Si esta situación de insatisfacción se produce con frecuencia, el consumidor tenderá a intentar eliminarlo, es decir, a incrementar sus gastos (Duesenberry, 1972, p. 60).

Son numerosos los estudios que se han realizado en el sentido de analizar hasta qué medida la comparación con el resto influye en el consumo de los individuos.

Por ejemplo, Alpizar, Carlsson y Johansson-Stenman (2005), partiendo de una literatura dividida en la que algunos autores afirmaban que en el fondo lo que interesaba a los individuos era su nivel absoluto de ingresos o de consumo (en términos reales) y otros afirmaban que lo único relevante era la posición de los individuos en la escala de renta o consumo, realizan un experimento con una muestra de individuos de Costa Rica y hallan que tanto la renta y el consumo absolutos como

la renta y el consumo relativos desempeñan un papel importante. Dicha relación depende del tipo de bien de que se trate, es decir, en los bienes más visibles (coches, viviendas...) es más importante el componente relativo que en otro tipo de bienes o servicios.

El atractivo de los nuevos bienes de consumo puede explicarse en una línea parecida, aunque en la época de Duesenberry (1972, p. 102) el autor considerase que la aparición de los mismos no había modificado considerablemente el comportamiento de los consumidores. En la actualidad, los bienes de consumo de reciente aparición (tecnología, etc.), que en muchas ocasiones cubren funcionalidades que antes ningún producto cubría, pueden suponer un atractivo para que muchos individuos incrementen su nivel de gasto. Este argumento se halla en directa relación con el deseo de asimilarse a los individuos de rentas más elevadas. Los consumidores están en contacto con otros consumidores que utilizan estos nuevos bienes de consumo y sienten el impulso de imitarlos en dicho consumo.

De todos modos, Nelson y Consoli (2010) reconocen que la teoría económica aún se encuentra con dificultades a la hora de predecir la reacción de los consumidores ante la aparición de nuevos bienes y servicios.

Frente a estos planteamientos generales, no cabe olvidar que las características personales de los individuos tienen una influencia clave en sus decisiones de endeudamiento. Liao y Liu (2012) concluyen que la percepción de riesgo y el nivel de aversión al riesgo de los individuos pueden predecir el grado de endeudamiento en el que incurren los agentes. Como es lógico, cuanto mayor es la percepción de riesgo, más negativa es la actitud de los consumidores hacia la deuda. Schooley y Worden (2010), además de estos factores, concluyen que es más probable que los hogares jóvenes se endeuden para consumir.

1.2 Las restricciones a la liquidez (“liquidity constraints”)

1.2.1 Introducción

Sin embargo, los modelos del ciclo vital-renta permanente y los deseos de los individuos de acceder al endeudamiento por otras causas chocan con un obstáculo evidente a la hora de su aplicación a la realidad empírica. Cualquier individuo puede ahorrar cuando así lo desee, pero no cualquier individuo puede endeudarse. El acceso al endeudamiento está condicionado a que alguien esté dispuesto a prestar esos

fondos. Es frecuente que los individuos se enfrenten a las denominadas “liquidity constraints” (restricciones de liquidez), ya sea en términos de la cantidad que pueden pedir prestada o del tipo de interés al que lo tienen que hacer.

Shapiro (1984), tratando de verificar las hipótesis fundamentales sobre las que se basan modelos como el de Hall (1979) con datos panel, concluye que es probable que existan restricciones de liquidez que impiden que los supuestos teóricos se cumplan en la realidad. Otros autores como Runkle (1991), por el contrario, no encuentran pruebas de restricciones de liquidez y afirman que el fallo de la hipótesis de la renta permanente con datos agregados puede estar vinculado a problemas derivados de la agregación.

Una primera aproximación a la situación real de las restricciones de liquidez es emprendida por Zeldes (1989), que divide a los consumidores en dos grandes grupos según su ratio riqueza/ingresos. Posteriormente analiza si en cada grupo se cumplen las condiciones necesarias para la existencia de un óptimo (es decir, un punto en el que un individuo maximiza su utilidad total y no puede incrementarla ahorrando una unidad más ni pidiendo prestada una unidad más).

Concluye que estas condiciones sí se cumplen en los individuos a los que, por su nivel de riqueza, es menos probable que les afecte una restricción financiera, pero no lo hacen en el grupo de individuos a los que es más probable que les esté afectando una restricción financiera.

Campbell y Mankiw (1989) se pronuncian en la misma línea que Zeldes (1989). Hallan que el consumo se explica mejor si se considera que los consumidores están divididos en dos grupos. Uno, que recibe la proporción de renta λ , está formado por los individuos que consumen en función de su renta actual (rule-of-thumb consumers). El otro, que recibe la proporción de renta $(1 - \lambda)$, corresponde a aquellos individuos que consumen en función de su renta permanente. Estos grupos se corresponderían, por tanto, con aquellos que se enfrentan a restricciones financieras y aquellos que no, respectivamente.

Este tipo de resultados pueden interpretarse como un retorno, aunque sea indirecto, a la formulación keynesiana original. La capacidad de pedir prestado de un individuo dependerá en gran medida de su renta actual (aunque también de su patrimonio), lo que vuelve a poner la renta actual como elemento clave a la hora de determinar los niveles de consumo.

1.2.2 El papel de los cambios en la oferta crediticia

De lo anterior se sigue con claridad que en la existencia o no de “liquidity constraints” que limiten la capacidad de determinados consumidores para distribuir libremente su consumo estará determinada por las condiciones financieras. Si por cualquier motivo las condiciones de oferta crediticia son particularmente favorables, se reducen las “liquidity constraints” antes referidas y el consumo tiende a incrementarse.

Esto concluyen Bacchetta y Gerlach (1997), estudiando empíricamente los casos de EEUU, Reino Unido, Canadá y Japón.

Existen numerosos estudios que hacen referencia a los efectos positivos que ha tenido la desregulación financiera (desde los años 80) en términos de levantar estas “restricciones a la liquidez” y, por tanto, elevar el nivel de consumo al que pueden acceder los hogares, menos limitados a la hora de endeudarse con cargo a renta futura. Boone, Girouard y Wanner (2001) lo hacen para EEUU, Europa y Japón. Brown (2007), Brady (2008) y Brady (2010) se centran en Estados Unidos. Aron, Duca, Muellbauer, Murata y Murphy (2011), en EEUU y Gran Bretaña.

De especial interés de los estudios anteriores es la conclusión de Boone, Girouard y Wanner (2001) de que este efecto positivo de la desregulación financiera es más marcado en EEUU, más moderado en Europa y casi inapreciable en Japón. Por su lado, Brown (2007) se centra en analizar las consecuencias perniciosas de la inestabilidad financiera que el mayor endeudamiento llevó a los hogares.

Sin embargo, la expansión de la oferta crediticia no solo afecta al nivel total del consumo, sino a su distribución. Según mejoran las condiciones crediticias, el crédito pasa a estar crecientemente disponible para hogares con un menor nivel de renta o riqueza, que antes estaban en situación de “restricción a la liquidez”.

Bayoumi (1993), para Gran Bretaña, halla que antes del proceso de desregulación financiera producido a lo largo de los años 80 el 60% del consumo total estaba sujeto a notables restricciones de liquidez (es decir, a restricciones de crédito). Al terminar este periodo, esta proporción había caído a aproximadamente el 30% del consumo total.

Uno de los pocos estudios referentes a este ámbito que incorpora el caso español es el de Japelli y Pagano (1989). En la época que lo realizan, concluyen que el crédito al consumo tenía una importancia mucho menor a la de otros países, vinculando esta realidad a la existencia de restricciones a la liquidez.

También estudian la situación española Manrique y Ojah (2004). Coherentemente con todo lo apuntado hasta ahora, hallan que, a mayor renta permanente y transitoria, mayor es la probabilidad de que un individuo español no se enfrente a restricciones al crédito.

1.2.3 El papel de la política monetaria

En línea con lo anteriormente expuesto, es razonable esperar que la política monetaria también tenga efectos sobre los niveles de consumo y su distribución a través de la vía del crédito, en tanto una política monetaria expansiva supone, en general, unas condiciones financieras más favorables.

Bacchetta y Gerlach (1997), a la hora de estudiar la influencia de las “liquidity constraints” sobre el consumo, concluyen esto mismo: es necesario tener en cuenta que la política monetaria, además de por las vías tradicionales, afecta al consumo a través de la modificación de las condiciones financieras.

El campo de los efectos distributivos de la política monetaria está, sin embargo, menos cubierto en la literatura.

Ya a finales de la década de los 90, Galbraith (1998) apuntaba que el crecimiento de las desigualdades en EEUU estaban vinculadas al mal rendimiento económico estadounidense, que a su vez se debía a unas políticas inadecuadas, en especial, los tipos de interés fijados por la Reserva Federal.

Coibion, Gorodnichenko, Kueng y Silvia (2012) realizan un estudio de los mismos dentro de la economía estadounidense, con una perspectiva histórica que se remonta a 1980. Hallan que la política monetaria restrictiva tiene efectos significativos a largo plazo en lo referente al incremento de las desigualdades en el sector de las economías domésticas. Extienden esta afirmación a las desigualdades entendidas tanto en términos de renta como de ingresos del trabajo, consumo o gasto total. Matizan, además, que los efectos de las variaciones en la política monetaria son especialmente visibles en las desigualdades expresadas en términos de consumo.

Este hallazgo es coherente con lo que se pretende analizar en el presente trabajo. Una época de condiciones monetarias restrictivas, por lo general, se corresponde con una época de mayores restricciones financieras y, por tanto (según las hipótesis que se han formulado, de acuerdo con la teoría existente), una situación de mayor dificultad de acceso al crédito y de probable crecimiento de las desigualdades en términos de consumo.

1.2.4 El efecto riqueza

El conocido como “efecto riqueza” hace referencia al incremento en el consumo vinculado a la subida del precio de los activos, ya sean financieros o inmobiliarios.

Existen numerosos estudios que tratan de analizar, ya sea desde una perspectiva teórica o práctica, la relación existente entre los precios de los activos financieros e inmobiliarios y el consumo, además de discernir si el efecto de los activos financieros es mayor o menor que el de los inmobiliarios.

Son muchos los autores que afirman que el efecto riqueza inmobiliario es sustancialmente más significativo que el financiero. Sirven de ejemplo Pichette y Tremblay (2003) para el caso canadiense, Carroll, Otsuka y Slacalek (2011) para el estadounidense o Case, Quigley y Shiller (2005) para un panel de 14 países.

La literatura no es, sin embargo, unánime a este respecto. Calomiris, Longhofer y Miles (2009) argumentan que el efecto de la riqueza inmobiliaria en el consumo es insignificante. Explican esta aparente contradicción con otros estudios en que los autores olvidan tener en cuenta la correlación existente entre la riqueza inmobiliaria y renta permanente: lo que sucede es que en un contexto de incremento del precio de la vivienda las expectativas mejoran, pero es por este incremento de las expectativas de renta futura por el que se incrementa el consumo y no por el aumento del precio de la vivienda, según argumentan.

Desde una perspectiva más teórica, cabe pensar, por un lado, que los activos financieros tengan mayor efecto en el consumo debido a su mayor liquidez. Sin embargo, ha de tenerse en cuenta que la mayoría de la riqueza de los países es inmobiliaria y que la variación de los precios de los activos inmobiliarios suele ser más permanente que la de los financieros (De la Dehesa, 2009, p.197-198).

Centrándonos en el caso de la riqueza inmobiliaria, el mecanismo de transmisión del incremento del valor de los activos al consumo no es claro, debido a la poca liquidez de los inmuebles: es difícil para los individuos utilizar las plusvalías derivadas del incremento patrimonial de sus hogares para el consumo.

La única alternativa viable para obtener liquidez de este incremento de valor, sin necesidad de vender la vivienda, es incrementar el endeudamiento en forma de hipotecas sobre la vivienda. En países como el Reino Unido o Estados Unidos es práctica habitual realizar lo que se denomina mortgage equity withdrawal o equity release, operación financiera consistente en conseguir una ampliación de la hipoteca utilizando para ello el incremento del valor de la vivienda (De la Dehesa, 2009, cap. 5).

Más adelante se observará como en España la evidencia empírica apunta a que esta práctica no se realiza ni directa ni indirectamente.

Es relevante tener en cuenta, además, que en un contexto de incremento del precio de la vivienda, las familias que no tienen vivienda pierden poder adquisitivo, debido a que si desean comprar una vivienda deben pagar un precio mayor (De la Dehesa, 2009, p. 199). Sin embargo, debido a que el número de individuos que en España no poseen vivienda en propiedad es reducido, no cabe esperar que este hecho tenga la relevancia macroeconómica suficiente para compensar el efecto positivo que se pueda producir en los que sí son poseedores de una vivienda.

Bajo las matizaciones antes señaladas, los mecanismos a través de los cuales el consumo puede aumentar a corto plazo por el incremento del precio de la vivienda son diversos. El primero, muy vinculado al objetivo del presente trabajo, es que los dueños de la vivienda recuperen, gracias al incremento del precio de su vivienda, la capacidad de pedir un crédito de la que antes no disponían. El segundo, que las familias consuman por el mero efecto psicológico de poseer una casa de mayor precio. Otro factor que es relevante tener en cuenta es que las familias, ante el inicio de una burbuja inmobiliaria que no anticipan, decidan comprar viviendas debido solamente a que esperan que su valor se incremente (De la Dehesa, 2009, p. 199-200).

Para el caso estadounidense, Carroll (2004) estimaba que, en los tres años anteriores a la publicación de su estudio, en los que el mercado de valores había mostrado malos resultados, una de las principales fuerzas que contribuyó al impulso del consumo fue este efecto riqueza. Calculaba este efecto, la propensión marginal al consumo respecto de la riqueza, en el orden del 4-10% a largo plazo.

En el caso español, cabe esperar que el efecto riqueza sea especialmente relevante dado el hecho conocido de que se trata de uno de los países europeos en los que mayor porcentaje de familias viven en hogares de su propiedad (el 82,2% según datos del INE, obtenidos de la Encuesta de Condiciones de Vida, para 2011).

Usando datos de la EFF, Bover (2005) estimaba la propensión marginal a consumir respecto a las propiedades inmobiliarias en 0,015, elevándose dicha propensión, si se calcula respecto de la vivienda principal, a 0,02. Dicho de otra manera, un incremento de 100€ en el valor de la vivienda principal de un individuo redundaba en promedio en un incremento de 2€ en el valor de su consumo anual. La autora afirma que este cálculo es consistente con otros presentes en la literatura.

De todos los argumentos expuestos por la literatura en relación al efecto riqueza, el más relevante para el análisis que se pretende realizar es el hecho de que

los individuos, al incrementarse el precio de los activos que disponen, pueden acceder de una forma creciente al crédito, como demuestran Bernanke y Gertler (1989) centrándose en el caso de las empresas. El efecto riqueza puede ser, por tanto, otro de los factores que contribuyan a levantar las restricciones financieras que afrontan las familias con bajo nivel de renta o riqueza.

Esa es la motivación que ha llevado a clasificar el efecto riqueza en el epígrafe sobre las condiciones financieras y las “restricciones a la liquidez”, a pesar de que también podría ser considerado como un factor de demanda crediticia, si se tuviese en cuenta como principal argumento el efecto psicológico causado en las familias por el incremento del precio de sus activos.

1.3 Efectos redistributivos de las condiciones financieras

La reflexión que se sigue en términos distributivos de todo lo anterior es sencilla, y será uno de los fundamentos básicos del análisis que se pretende realizar en este trabajo.

Bajo una situación de condiciones financieras favorables (mayor oferta crediticia, política monetaria expansiva, efecto riqueza positivo que favorece la obtención de créditos), se reduce el número de individuos sujeto a restricciones a la liquidez. Si esto es así, quiere decir que individuos de menor renta (y de menor patrimonio) podrán acceder de forma creciente al endeudamiento, lo cual favorecerá la reducción de las desigualdades.

Extendiendo el argumento a las teorías del consumo, si un individuo deja de estar sujeto a restricciones de liquidez, puede distribuir su consumo de acuerdo con las teorías del ciclo vital – renta permanente. También puede, si es el caso, usar el endeudamiento para tratar de acceder a niveles superiores de consumo por comparación con otros individuos o por la aparición de nuevos productos. De ambos modos, es probable que el individuo que ya no está sujeto a restricciones de liquidez incremente su consumo.

En términos distributivos, si esto es así, se producirá una reducción de las desigualdades en términos de consumo (al menos, respecto a las desigualdades en términos de renta).

En esta línea, este trabajo tratará de analizar si, al menos a principios de la década de 2000, estas restricciones a la liquidez se relajaron para España, lo que permitió que menos individuos estuviesen limitados a la hora de endeudarse, y las consecuencias distributivas que esto haya podido tener.

2. Fuentes y datos

2.1 Series de datos

A lo largo del presente trabajo se hará uso de las siguientes variables. En el Anexo 1 se puede hallar una descripción más detallada del origen de dichas series de datos, en el caso de que sean extraídas directamente de alguna fuente estadística, o de su construcción, así como de la dimensión temporal en la que están disponibles.

- Financiación total a los hogares e ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) (FIN)
- Financiación a los hogares e ISFLSH. Préstamos para vivienda. (FINV)
- Financiación a hogares e ISFLSH, exceptuando préstamos para vivienda. (FINC)
- Renta disponible bruta de los hogares. (RDB)
- Crédito para bienes de consumo duradero. (CBCD)
- Flujo de financiación con finalidad de consumo (FINCF)
- Gasto en consumo final de los hogares y las ISFLSH a precios corrientes. (C)
- Tipo de interés real del crédito al consumo aplicado por los bancos. (TDIRB)
- Tipo de interés real del crédito al consumo aplicado por las cajas de ahorros. (TDIRC)
- Flujo de financiación en forma de préstamos para vivienda. (FINVF)
- Valor de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre nueva. (VVIV)
- Valor de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre. (VVIVT)
- Mortgage Equity Withdrawal (1) (MEW1)
- Mortgage Equity Withdrawal (2) (MEW2)
- Tasa de ahorro de los hogares españoles, en términos de su renta bruta disponible. (AHO)
- Salario real promedio de los trabajadores españoles. (SAL)
- Participación de la remuneración de asalariados en el PIB. (RA/PIB)
- Índice de Gini, en términos de renta disponible ajustada. (GINI)

2.2 La Encuesta Financiera de las Familias

Además, se utilizarán indicadores calculados a partir de los microdatos procedentes de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) elaborada por el Banco de España trienalmente desde el año 2002. Existen EFF correspondientes a 2002, 2005 y 2008. Actualmente se halla en proceso de elaboración y publicación la EFF correspondiente al año 2011.

La Encuesta Financiera de las Familias se basa en un cuestionario destinado a los hogares con una batería de preguntas sobre sus decisiones de inversión y financiación, rentas, gastos, características socioeconómicas, etc. El cuestionario incluye, adicionalmente, información sobre el número de miembros del hogar y algunas de sus características sociodemográficas (edad, nivel de estudios alcanzado, etc.).

La decisión de realizar esta encuesta fue tomada por el Banco de España en 2001, siguiendo el ejemplo de otros países en los que se venía elaborando desde años atrás. Antes de la existencia de esta encuesta, había estadísticas sobre el balance agregado del sector familias y los flujos financieros que mantiene con el resto de sectores institucionales, pero ninguna de ellas permitía realizar un análisis desagregado como la EFF (Banco de España, 2004).

Siguiendo de nuevo a Banco de España (2004), el número de observaciones disponibles es menor que en otras encuestas oficiales debido a la complejidad del cuestionario. Sin embargo, los contrastes de calidad realizados con la primera EFF (2002) respecto a otras encuestas nacionales resultaron satisfactorios.

No obstante, en el proceso de realización de este trabajo se advirtieron determinadas contradicciones existentes entre la EFF y otras fuentes de información estadística como la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV). Posteriormente se hará una referencia más concreta a las mismas.

Según figura en Banco de España (2004), Banco de España (2007) y Banco de España (2010), el número de entrevistas válidas realizadas en el marco de esta encuesta es concretamente de 5.143 para 2002, 5.962 para 2005 (de las cuales 2580 correspondían a hogares que ya habían participado en 2002) y 6.197 para 2008 (de las cuales 1.925 son hogares panel desde 2002 y 2.042 desde 2005). Estas tres son las únicas olas para las cuales hay resultados disponibles hasta el momento. Los resultados de la EFF correspondientes al año 2011 todavía no han sido publicados por el Banco de España, y suponiendo una demora semejante a las EFF anteriores cabría esperarlos para noviembre o diciembre de 2013.

La distribución de la riqueza es marcadamente asimétrica y algunos tipos de activos están en manos de un grupo muy reducido de individuos. Debido a esto, y para poder permitir el estudio del comportamiento financiero en el tramo más elevado de la distribución de la riqueza, la EFF incorpora un sobremuestreo de las familias con riqueza elevada (gracias a datos y la asistencia proporcionados por la Agencia Tributaria y el INE) (Banco de España, 2004).

Debido a este sobremuestreo, además de a la estratificación geográfica y a los diferentes porcentajes de respuesta de los hogares seleccionados, la EFF incorpora ponderaciones de cada uno de los hogares para los que proporciona información. Estas ponderaciones se corresponden con la inversa de la probabilidad de que el hogar esté en la muestra. Existen ponderaciones de estas características tanto para los hogares panel (permitiendo estudios longitudinales) como para la muestra cross-section (Banco de España, 2011).

Las características particulares de la Encuesta Financiera de las Familias la hacen especialmente interesante para el estudio del fenómeno que se pretende abordar, en tanto proporciona datos sobre el endeudamiento, renta, consumo... de forma detallada y específica para cada hogar.

De igual modo, la disponibilidad de información respecto de las características sociodemográficas de cada hogar (número de miembros, edades, niveles de estudios...) permite, también, analizar los efectos de estas variables sobre determinados indicadores económicos de las familias.

La única salvedad, que complica el estudio intertemporal, es el hecho de que solo haya tres oleadas de la EFF disponibles. Cabe esperar que en el futuro, cuando esta encuesta venga realizándose un mayor número de veces, se podrá tener una imagen más completa de la evolución de las características de los hogares españoles.

En el año 2013, el Banco Central Europeo ha publicado la primera Eurosystem Household Finance and Consumption Survey (EHFCS). Se trata de una encuesta equivalente a la Encuesta Financiera de las Familias, publicada a nivel europeo. De hecho, para su elaboración se utilizaron los datos de la EFF 2008 para lo referente a España. Grecia, Francia, Italia, los Países Bajos y Finlandia eran los otros países de la eurozona que, junto a España, ya llevaban a cabo previamente encuestas de este tipo. Para los restantes, la realización de la EHFCS supuso la primera realización de una encuesta sobre las finanzas y el consumo de los hogares (Banco Central Europeo, 2013a).

La extensión de este modelo de encuesta es prueba de su gran utilidad para el análisis de diversos fenómenos económicos a nivel de los hogares. El hecho de que a partir de ahora se vaya a realizar de forma trienal en el conjunto de la zona euro favorecerá, en el futuro, la disponibilidad de datos y la comparación internacional e intertemporal de los mismos.

2.3 Utilización de la EFF

La utilización de la Encuesta Financiera de las Familias en este trabajo se realizará en dos vertientes.

Por un lado, se utilizarán cuadros y series de datos provenientes de los resúmenes de resultados de la EFF proporcionados por el Banco de España, allí donde la variable que se desee utilizar se halle ya disponible en la forma adecuada. Este es el caso del porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes (clasificados por tipo de deuda) y la ratio deuda/renta del hogar, divididas por quintiles de renta.

Para la elaboración de los cuadros se utilizó el resumen de la EFF 2008 para los años 2005 y 2008 (Banco de España (2010)) y el resumen de la EFF 2005 para el año 2002 (Banco de España (2007)). Existen ciertas discrepancias entre los datos de 2005 que aparecen en ambos resúmenes, probablemente debidos a actualizaciones metodológicas, pero no cambian sustancialmente ninguna tendencia.

Por otro lado, se utilizarán datos provenientes de los microdatos de la encuesta.

La EFF proporciona cinco ficheros de los microdatos de la encuesta, cada uno de los cuales posee una imputación diferente de los datos que faltaban en la encuesta original. A la hora de trabajar con los mencionados datos, se ha tomado como indicador la media de los valores proporcionados en los cinco ficheros.

La EFF posee, además de los cortes transversales en 2002, 2005 y 2008, un componente panel. El componente panel de la EFF permite comparar la evolución intertemporal de los mismos hogares, pero a costa de una reducción del número de observaciones disponibles. Dado que el objetivo de este trabajo es analizar la situación general de la economía española durante el periodo seleccionado, y dado que los datos cross-section son más amplios e igualmente representativos, se ha optado por utilizar la totalidad de los datos y no solo el componente panel.

A partir de los microdatos de la encuesta se ha obtenido la distribución de los hogares que gastan más de lo que ingresan, los datos sobre concesión de préstamos y los indicadores S80/S20 y S50/S50.

El indicador S80/S20 se utiliza según su definición de Eurostat: la ratio del total de la renta recibida por el 20% de la población con mayor renta (quintil superior) respecto al total de la renta del 20% de la población con menor renta (quintil inferior), entendiéndose renta como renta disponible ajustada.

Para obtener los valores de esta renta del hogar se utilizará la renta total del hogar (renthog) construida por el Banco de España como suma de la renta relacionada con la actividad laboral y la no relacionada con la actividad laboral (Banco de España, 2011).

Sin embargo, es más adecuado, a la hora de realizar cálculos de desigualdades, tener en cuenta la renta disponible equivalente del hogar, es decir, dividir la renta total del hogar entre el número de miembros (ponderando como 1 el cabeza de familia, 0,5 el resto de individuos mayores de 14 años y 0,3 el resto de individuos menores de 14 años que vivan en el hogar, según el criterio de la OCDE que sigue Eurostat). Estas ponderaciones reconocen las economías de escala derivadas de la vida en familia. Esto se tendrá en cuenta a la hora de realizar los cálculos.

De esta manera la renta del hogar se convierte en una “renta tipo” de “hogares de tamaño equivalente”. Se soluciona así el problema inherente a la comparación de hogares de características muy diversas.

Finalmente, también a partir de los microdatos de la EFF, se calculará un indicador S80/S20 para consumo. Sin embargo, al hablar de este indicador no se hace referencia al mismo indicador calculado sobre la distribución del consumo. Debido a su mayor adecuación a la hora de comparar, este indicador se ha calculado sobre la distribución de renta. Dicho de otra manera, se trata del cociente entre el consumo total de los individuos pertenecientes al quintil de renta más elevada y el consumo de los individuos pertenecientes al quintil inferior de renta.

Lógicamente, para el cálculo de dicho consumo la variable “consumo familiar anual” fue ajustada de igual forma que la renta por el número de miembros de la unidad familiar.

Dicho consumo incluye tanto bienes percederos (comida...) como no percederos (automóviles, equipamiento del hogar...), según los datos proporcionados por la EFF.

Ha de tenerse en cuenta que los indicadores obtenidos no coinciden exactamente en el tiempo, dado que los datos de renta corresponden al año anterior a aquel en el que se realiza la encuesta, mientras que los datos de consumo están

asociados al propio año de la encuesta (concretamente, en parte a los 12 meses anteriores antes de que cada hogar conteste el cuestionario y en parte se derivan de multiplicar por 12 el consumo medio mensual señalado por la familia en el momento de la realización de la encuesta).

3. El endeudamiento, el ahorro y los salarios

3.1 El endeudamiento

3.1.1 Volumen de endeudamiento

Si los hogares estaban efectivamente endeudándose para financiar su consumo, ya sea de bienes duraderos o no duraderos, cabría esperar un incremento del volumen de préstamos respecto a la renta disponible.

Dentro de la totalidad de la financiación puesta a disposición de los hogares y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares, cabe distinguir dos grandes partidas. Por un lado están los préstamos para vivienda (FINV), que en España (al igual que en otros Estados como EEUU o el Reino Unido (Lai y Lam, 2002)) suponen la mayor parte de la financiación destinada a los hogares.

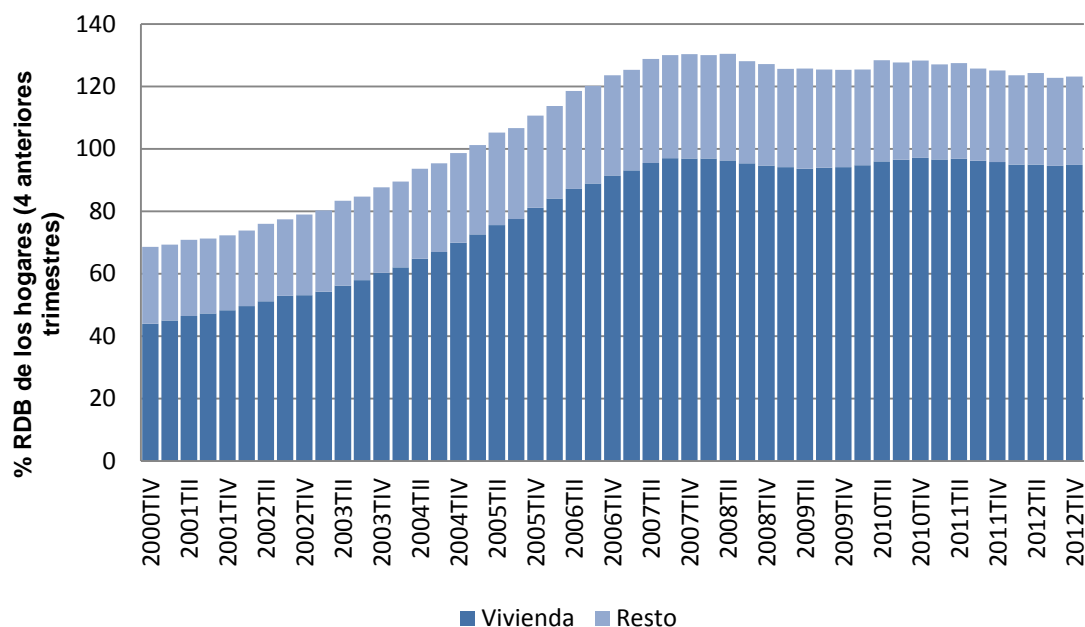
Por otro lado están los restantes créditos y préstamos destinados a los hogares (FINC). Dentro de estos sobresalen los créditos al consumo, pero también se incluyen, por ejemplo, los préstamos y créditos destinados a la compra de valores u otras finalidades, además de la posibilidad de que existan préstamos orientados a la compra de vivienda no clasificados como “préstamos para vivienda”. Haciendo patentes estas reservas, en lo subsiguiente se utilizará esta variable como “proxy” de la financiación destinada al consumo.

A lo largo del periodo 2000-2007 se produjo un importante crecimiento en la proporción que ambos tipos de endeudamiento suponían sobre la renta disponible bruta (RDB) de los hogares (Gráfico 1). El endeudamiento creciente en términos de préstamos para vivienda fue acompañado de un notable incremento en los precios de la vivienda libre y de un considerable desarrollo del sector de la construcción.

Pero no solo creció durante este periodo la financiación destinada a vivienda. El resto de financiación destinada a los hogares (FINC) también experimentó una notable expansión (Gráfico 2). En línea con lo anteriormente formulado, puede

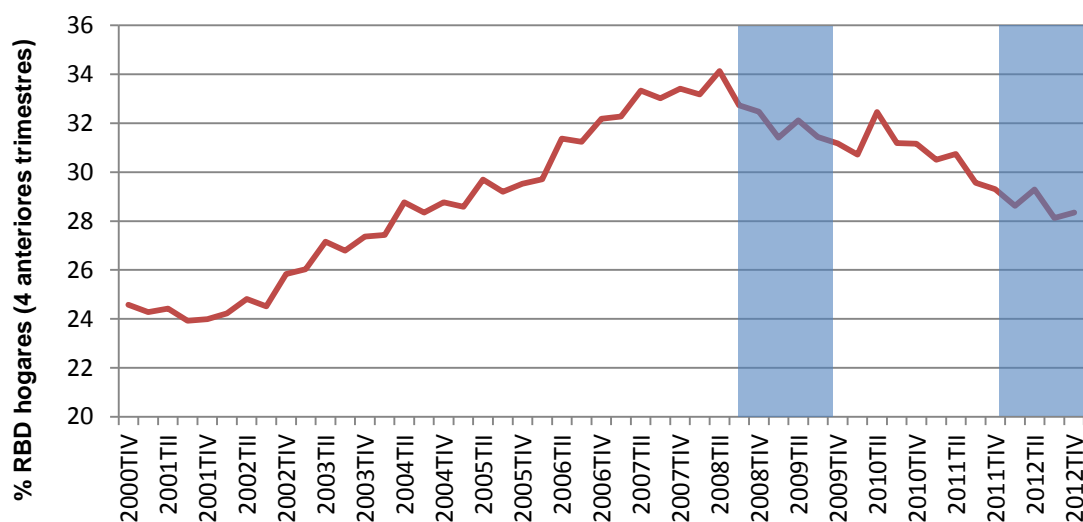
asociarse el crecimiento de esta variable tanto a las condiciones de demanda de crédito creciente como a las condiciones de oferta de crédito cada vez más flexible (reducción de las restricciones de liquidez).

Gráfico 1. Financiación a hogares e ISFLSH.



Fuente: Elab. prop. a partir de BdE e INE

Gráfico 2. Financiación distinta a préstamos para vivienda.



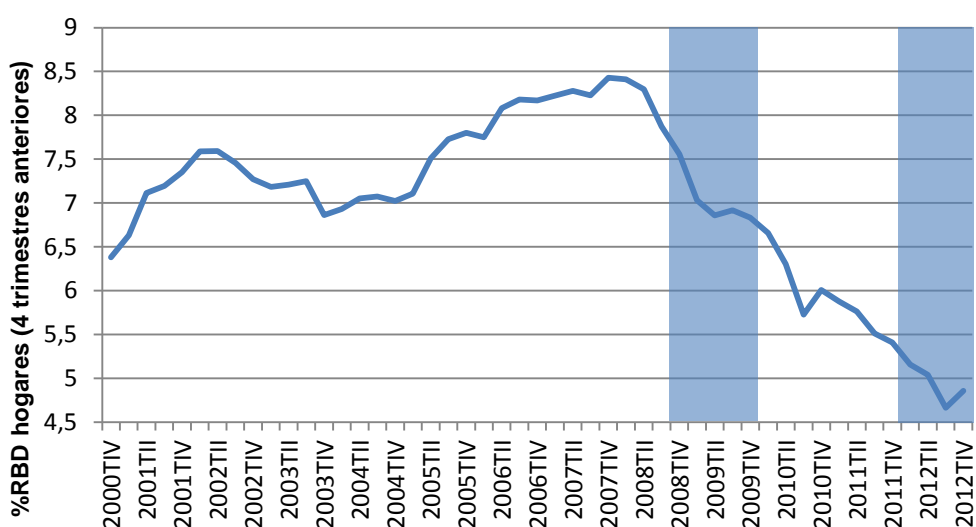
Fuente: Elab. prop. a partir de BdE e INE. Áreas sombreadas indican recesiones.

En concreto, el volumen total de financiación no para vivienda pasó de suponer el 24,57% de la RDB de los hogares (de los anteriores 4 trimestres) a finales del año

2000 a ser del 34,13% en el segundo trimestre del año 2008. Este crecimiento debe contemplarse también en la perspectiva de un contexto de importante aumento de la RDB de los hogares (de órdenes superiores al 6% interanual en términos nominales en algunos años). Es interesante señalar que esta variable ha venido reduciéndose de forma lenta e irregular desde 2008.

La evolución de los créditos clasificados oficialmente por las entidades financieras como “crédito para bienes de consumo duradero” (CBCD), parte constituyente e importante de los créditos al consumo, en términos de RDB anual, aparece representada en el Gráfico 3. Su evolución, pese a ser más irregular, es semejante a la de la variable anterior. Es elevada y crece hasta principios de 2008, momento en el que se desploma. Este desplome puede vincularse a una progresiva reaparición de las restricciones a la liquidez como consecuencia de la crisis experimentada por el sector financiero europeo y particularmente español.

Gráfico 3. Crédito para bienes de consumo duradero



Fuente: Elab. prop. a partir de BdE e INE. Áreas sombreadas indican recesiones.

La evolución, en términos de tasas de crecimiento real, de la financiación no destinada a vivienda, que identificamos con el crédito al consumo (FINC), presenta importantes similitudes con la evolución del propio consumo (C) (Gráfico 4).

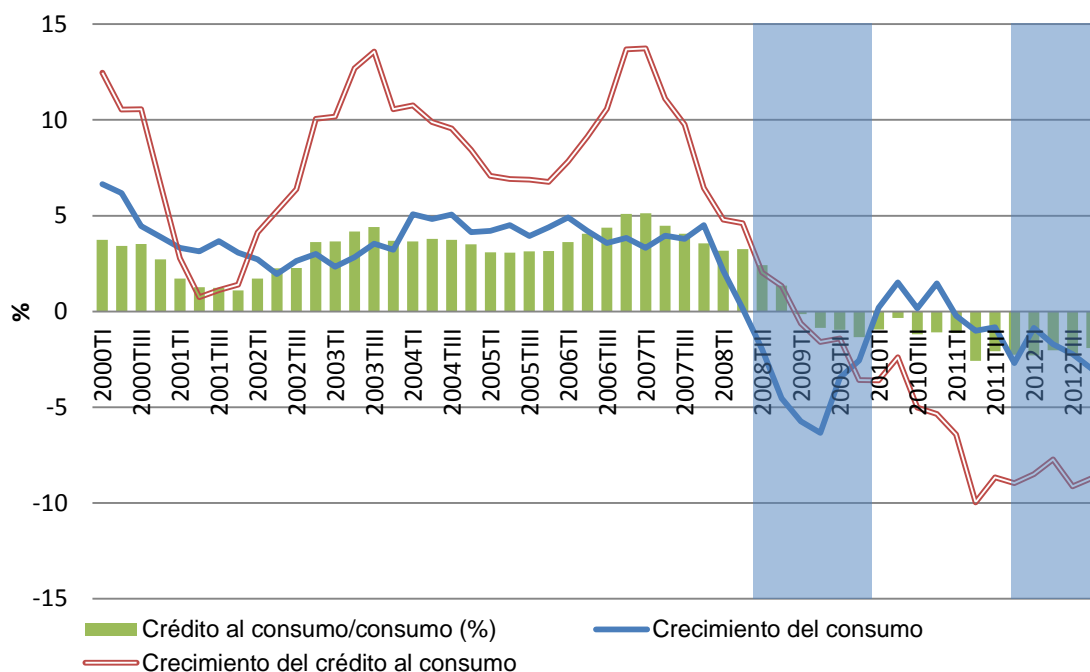
De hecho, semeja que la tendencia del crecimiento del crédito al consumo predice la evolución del consumo. Esta observación se halla en línea con Antzoulatos (1996) y Ludvigson (1999).

La importancia relativa del crédito al consumo respecto al total del consumo de las familias y las ISFLSH también aparece reflejada en el Gráfico 4 (FINCF/C). En la

interpretación de ese gráfico debe tenerse en cuenta que la variable representada no es estrictamente la cantidad de créditos al consumo concedidos, sino que, al calcularse como la diferencia en el stock de financiación entre un periodo y el siguiente, se refiere al flujo de crédito al consumo en términos netos. Esto explica que sea posible que desde 2008-2009 venga tomando valores negativos.

Debido a este hecho, cabe esperar que la proporción del consumo total que se financiaba a crédito entre 2003 y 2008 sea aún superior al 3-5% que figura en el gráfico. Como conclusión, se puede afirmar que el crédito al consumo tuvo una importancia notable en la financiación de los crecientes niveles de consumo a lo largo de este periodo.

Gráfico 4. Consumo y crédito al consumo.



Fuente: elab. prop a partir de BdE, INE y OCDE. Los crecimientos son interanuales reales. La participación del crédito al consumo en el consumo es la media móvil de los anteriores 4 trimestres. Áreas sombreadas indican recesiones.

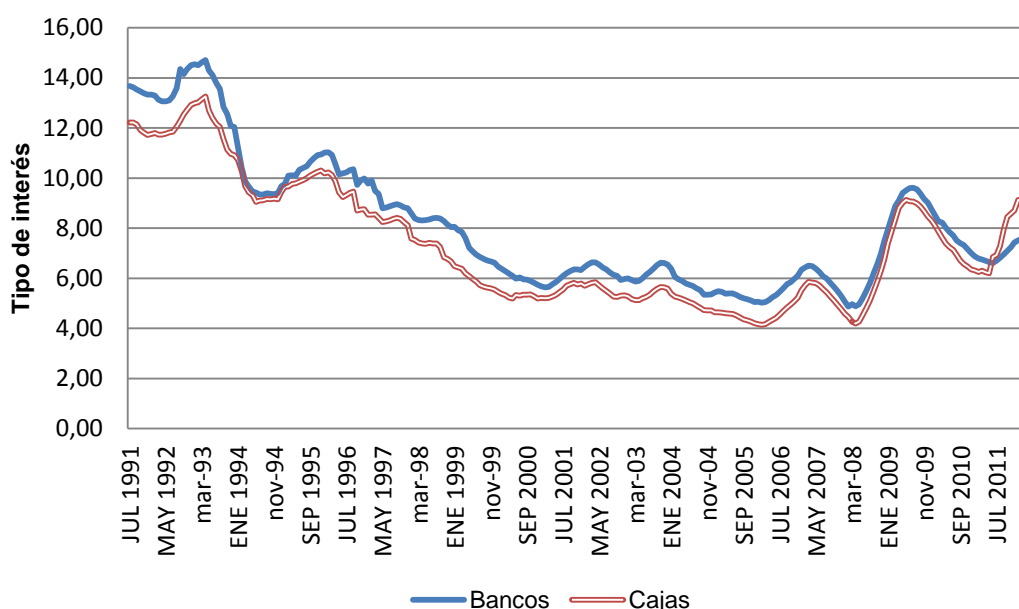
3.1.2 Las condiciones de oferta crediticia

En la argumentación teórica se ha hecho referencia al papel jugado por las condiciones de oferta crediticia a la hora de determinar el levantamiento de las “restricciones a la liquidez” para determinados individuos y por tanto permitirles incrementar su endeudamiento.

Las condiciones de oferta crediticia están formadas por numerosos elementos, muchos de ellos difíciles de aprehender en las estadísticas. Sin embargo, a la hora de determinarlas con precisión sería pertinente observar, como principal variable, la evolución de los tipos de interés.

Durante el periodo estudiado, y mayoritariamente como consecuencia de la entrada de España en la UEM, los tipos de interés reales del crédito al consumo (TDIRB para bancos y TDIRC para cajas de ahorros) se mantuvieron en valores históricamente bajos (Gráfico 5). Esta situación se corresponde con un entorno de condiciones favorables en la oferta crediticia.

Gráfico 5. Tipos de interés reales del crédito al consumo.



Fuente: elab. prop. a partir de Banco de España y OCDE

Por tanto, podría hallarse en todo lo anterior la primera evidencia de que las familias estaban recurriendo al endeudamiento para complementar sus ingresos y financiar su consumo.

3.1.3 Mortgage Equity Withdrawal (MEW)

Según se ha expuesto anteriormente, el Mortgage Equity Withdrawal, que consiste básicamente en conseguir financiación con el aval de la vivienda, pero para finalidades distintas de la compra de vivienda. El caso más claro, como se comentaba,

consiste en conseguir una ampliación de la hipoteca gracias a un incremento de valor de la vivienda.

En el caso español, no cabe duda de que el endeudamiento de los hogares (Tabla 1), expresado también en términos de su renta disponible bruta, está compuesto mayoritariamente por deudas vinculadas a la vivienda.

Tabla 1. Deuda de los hogares (% de su RDB en el año correspondiente)

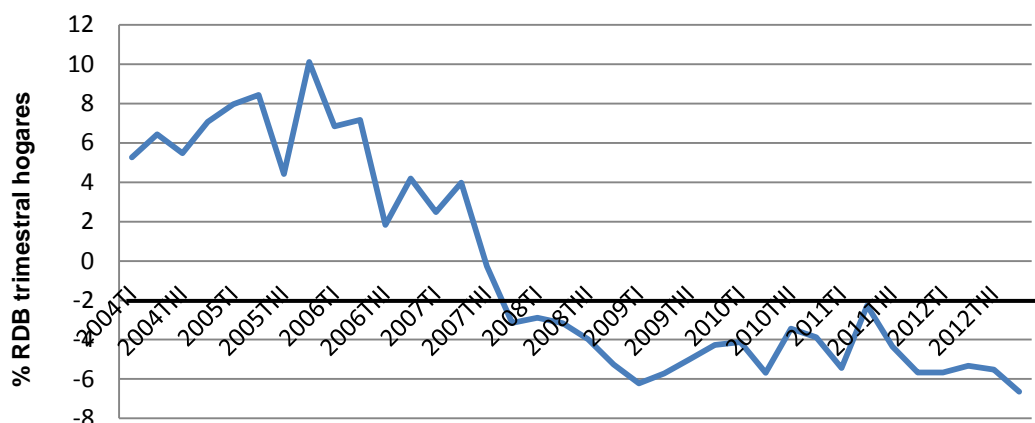
	Total (FIN)	Vivienda (FINV)	No vivienda (FINC)
2000TI	60,73	37,65	23,08
2002TI	70,56	47,39	23,16
2004TI	85,50	59,28	26,22
2006TI	107,94	79,74	28,20
2008TI	123,71	92,14	31,57
2010TI	128,43	96,98	31,45
2012TI	126,75	97,39	29,36

Fuente: elab. prop. a partir de BdE e INE.

Partiendo de este hecho, y siguiendo a Barba y Pivetti (2009), se procede a calcular el Mortgage Equity Withdrawal (MEW) de la economía española. Siguiendo la metodología de los autores, se calcula la diferencia entre el volumen total de préstamos concedidos para vivienda (FINVF) y el valor de la vivienda nueva vendida durante cada año (VVIV), expresando finalmente dicha diferencia en términos de renta disponible de los hogares (RDB).

He calculado esta variable, siguiendo la definición antes citada, para el caso español (MEW1) . Se expresan los datos en porcentajes de la RDB trimestral (Gráfico 6). Inicialmente, los datos parecen corroborar la existencia de un importante volumen de MEW para el caso español.

Gráfico 6. MEW1 (% Renta Disponible Bruta)

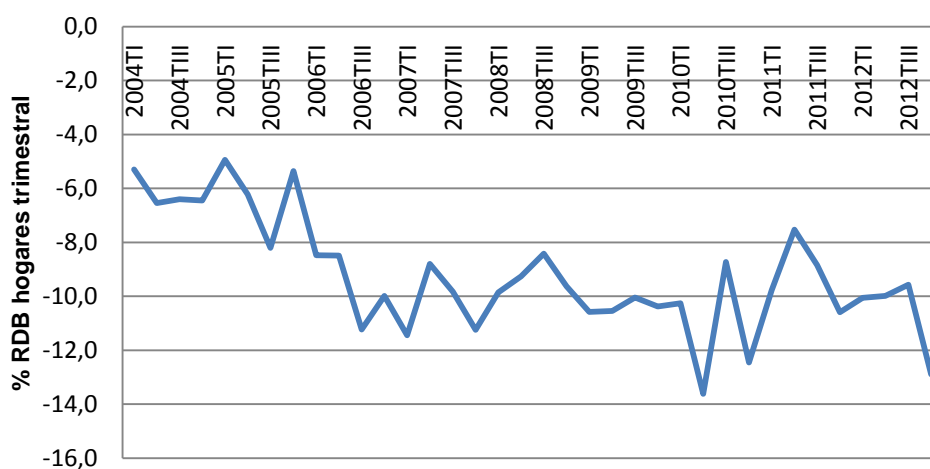


Fuente: elab. prop. a partir de Ministerio de Fomento e INE

Sin embargo, existen una serie de elementos que llevarían a tomarse con reservas este indicador. En primer lugar, y por oposición al caso estadounidense y británico, no es frecuente realizar este tipo de operaciones en nuestro país. Cabe esperar que la diferencia positiva entre los préstamos concedidos para vivienda y el valor de la vivienda nueva adquirida a lo largo del periodo 2004-2007 venga explicado por estar omitiendo alguna variable en el cálculo del indicador.

La variable que es más probable que se esté omitiendo es la compra de vivienda de segunda mano. No cabe duda de que gran parte de los préstamos sobre vivienda concedidos van destinados a la compra de viviendas que no entran dentro del epígrafe “vivienda nueva”.

Gráfico 7. MEW2 (% Renta Disponible Bruta)



Fuente: elab. prop. a partir de Ministerio de Fomento e INE

Enriqueciendo la variable con esta información he calculado la variable MEW2 (Gráfico 7), equivalente a FINVF-VVIVT, expresada en términos de la RDB trimestral. Con claridad, se aprecia que el valor de las casas compradas anualmente en España es superior al valor total que se pide en forma de créditos a la vivienda en un porcentaje importante de la RDB de las familias.

Se considera que esta diferencia es lo suficientemente importante para incluir los casos de aquellos individuos que pagan sus viviendas a partir de ahorros, ventas de anteriores propiedades sin que medien préstamos, etc.

Por lo tanto, no cabría en propiedad tener en cuenta el Mortgage Equity Withdrawal como una vía representativa a través de la cual los españoles obtuviesen financiación para su consumo. Este resultado es coherente con Tsatsaronis y Zhu (2004), que afirman que el MEW no se utiliza en España, al igual que en otros países europeos continentales como Francia o Alemania.

Sin embargo, sería pertinente realizar un análisis más profundo de esta variable y confirmar su inaplicabilidad al caso español.

3.1.4 El papel del crédito para la adquisición de vivienda

De todos modos, pese a que el objetivo del trabajo es centrarse en los préstamos para el consumo, no se debe ignorar que pedir un préstamo para vivienda también es sustituir salarios por deuda para el futuro, y, como se ha analizado ya, el crecimiento de los préstamos para vivienda en términos de renta disponible fue espectacular durante el periodo 2000-2008.

La exclusión de la vivienda del concepto “consumo” se hace en línea con las convenciones de la Contabilidad Nacional, que computan la inversión residencial dentro de la Formación Bruta de Capital Fijo de la economía.

3.1.5 Endeudamiento por quintiles de renta

Una vez constatado que los españoles estaban recurriendo de forma creciente al endeudamiento para financiar su consumo (lo que se ha venido denominando “sustitución de salarios por deuda”), el siguiente paso es analizar los efectos distributivos que esta situación pudo haber tenido.

Si lo que estuviese sucediendo fuese que el endeudamiento antes mencionado correspondiese básicamente a los individuos de mayor renta no podríamos hablar de un efecto igualador del crédito.

En un primer lugar, de modo descriptivo, cabe preguntarse por el porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes (Tabla 2). Los resultados ofrecidos son coherentes con el análisis antes realizado de las restricciones a la liquidez.

Tabla 2. Porcentaje de hogares que tienen deudas pendientes

2002						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Por compra de la vivienda principal	7	19	24,6	27,3	28,2	31,6
Por compra de otras propiedades inmobiliarias	0,7	2,6	5	9	11,7	18,5
Otras deudas con garantía real	0,6	2,5	4,5	3,6	4,6	6,5
Crédito personal	7,3	18,3	24,1	25,5	24	24,6
Otras deudas	2	1,9	2	3,2	6,3	4,4
Al menos algún tipo de deuda	15,7	37,6	49,4	54	58,1	64,2
2005						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Por compra de la vivienda principal	6,8	21,3	32	35,3	36,8	32,7
Por compra de otras propiedades inmobiliarias	0,9	4,3	5,5	12,1	12,9	19,5
Otras deudas con garantía real	1	2,7	5	4,3	4,3	5,3
Crédito personal	10	22,4	28	32,1	30,8	30,1
Deudas de tarjetas de crédito	1,5	2	2,5	2,6	1,1	1,5
Otras deudas	1,7	2	4,2	2,6	3,6	4,7
Al menos algún tipo de deuda	18,7	42,3	57,5	63	66,5	65,4
2008						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Por compra de la vivienda principal	7	20,6	38,4	33,5	33,3	30,1
Por compra de otras propiedades inmobiliarias	0,7	3,4	6,6	9,2	15,5	23,3
Otras deudas con garantía real	0,2	1,9	4,3	4,1	3,8	5,7
Crédito personal	9	21,9	29,6	29,3	29,8	21,6
Deudas de tarjetas de crédito	2,6	4,3	10,5	11,3	10,4	5,4
Otras deudas	1,2	2,1	2,9	3,6	3,3	3,5
Al menos algún tipo de deuda	16,5	42,3	63,6	61,2	68,5	64,7

Fuente: Banco de España (2010) y Banco de España (2007)

Por un lado, y de forma clara, se observa que los individuos agrupados en el primer quintil sufren de estas restricciones a la liquidez. A lo largo del periodo

señalado, menos del 20% del total de estos individuos tenía deudas pendientes: su acceso al crédito fue, por lo tanto, muy deficitario a lo largo de todo el periodo.

Por otro lado, se observa este mismo razonamiento en la ordenación en general creciente de los porcentajes. En general, existe mayor probabilidad de que un individuo de mayor renta esté endeudado que de que lo esté uno de menor renta. Esto es, siguiendo a Debelle (2004), que realiza un estudio del endeudamiento en diversos países, la tendencia habitual. De hecho, según este autor, en EEUU el 75% de los hogares del quintil superior de renta tienen una hipoteca, frente al 14% del quintil inferior.

La evolución entre 2002 y 2008 sí permite apuntar a un levantamiento de las restricciones de la liquidez (y/o un incremento notable de la demanda crediticia), sin embargo, para los individuos situados entre el percentil 20 y el 60, en particular entre el 40 y el 60. La probabilidad de que una familia de este nivel de renta esté endeudada aumenta 14,2 puntos porcentuales en todo este período.

Observando la desagregación ofrecida en la Tabla 2, se aprecia que en los dos tipos de crédito más asociados al consumo (el crédito personal y las deudas de tarjetas de crédito) existe un importante crecimiento del peso de las familias de renta media, en particular, de nuevo, el quintil central, en el que la proporción de familias endeudadas crece 5,5 puntos porcentuales (crédito al consumo, entre 2002-2008) y 8 puntos porcentuales (deudas de tarjetas de crédito, entre 2005-2008. En la EFF 2002 no se ofrecen datos sobre las mismas).

Cabe destacar, por otro lado, que la proporción de hogares del decil superior que recurrían al crédito al consumo disminuyó entre 2002 y 2008 (-3 puntos porcentuales).

Como conclusión de todo esto, se aprecia que cada vez más hogares, y de rentas cada vez más bajas, accedieron a estas fuentes de financiación.

Sin embargo, el análisis del porcentaje de hogares que cuentan con alguna deuda es inevitablemente limitado, en tanto no ofrece datos de la magnitud de dichas deudas. Para el análisis de las implicaciones de este endeudamiento es necesario tener alguna referencia sobre el volumen del mismo. En la Tabla 3 aparece representada la mediana de la ratio deuda/renta del hogar, agrupando los hogares de modo homogéneo al cuadro anterior.

Las ratios deuda/renta del hogar españolas son elevadas en términos europeos. España, Chipre, los Países Bajos y Portugal son los únicos países en los

que la mediana de la ratio deuda/renta del hogar supera el 100%. Como contraste, la mediana europea es el 62% (Banco Central Europeo, 2013b).

Tabla 3. Ratio deuda/renta del hogar

2002						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Mediana	104,8	90,6	92,7	67,1	52,5	46
Porcentaje con ratios superiores a 3	34,5	12,4	8,6	3,6	0,9	1,6
2005						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Mediana	137	109,4	113,4	114,3	93,1	59,9
Porcentaje con ratios superiores a 3	42,5	28,3	23,4	15	11,3	4,6
2008						
<i>Percentil de renta</i>	0-20	20-40	40-60	60-80	80-90	90-100
Mediana	147,7	137	148	95,8	84,6	62
Porcentaje con ratios superiores a 3	34,1	29,7	28,1	21,9	16,3	8,3

Fuente: Banco de España (2010) y Banco de España (2007)

Debelle (2004) indica ya que, en general, lo habitual es que las ratios deuda/ingresos más elevadas se hallen en los grupos con menores ingresos. Lo atribuye a los hogares con cabezas de familia más jóvenes que acaban de comprar una casa.

Se aprecia como en el caso español el endeudamiento en términos de renta del hogar se halla mayoritariamente concentrado en los quintiles de menores ingresos. El decil de más ingresos muestra unas ratios de endeudamiento que, a pesar de que crecen, lo hacen solo del 46% al 62%. Mucho más notable es el incremento para el quintil inferior, que de deber (en términos medianos) el 105% de su renta en 2002 pasa a deber el 148% en el año 2008. Otros incrementos notables fueron experimentados por los individuos entre el percentil 20 y el 60.

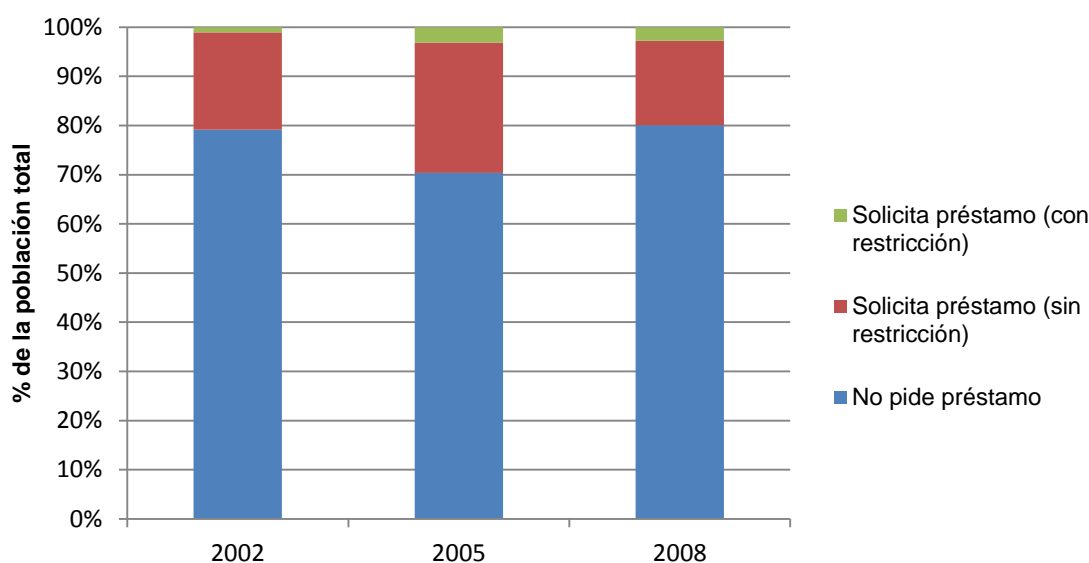
Es destacable también el hecho de que los individuos del grupo 60-90 fueron los únicos que redujeron su ratio de endeudamiento entre 2005 y 2008.

Se puede concluir, por tanto, que las condiciones financieras, vinculadas al incremento en la demanda crediticia, facilitaron que los grupos de menor renta se endeudasen de modo creciente, hasta el punto de que en 2008 la ratio deuda/renta del hogar mediana fuese superior al 130% para los tres grupos situados por debajo del percentil 60.

3.1.6 Las solicitudes de préstamos

Dentro de las variables proporcionadas por la EFF, las solicitudes de préstamos también pueden tener utilidad a la hora de comprobar si, efectivamente, los individuos se endeudaron de modo creciente. En concreto, la EFF proporciona datos sobre los préstamos solicitados en los dos años anteriores a la entrevista (Gráfico 8).

Gráfico 8. Solicitudes de préstamo



Fuente: elab. prop. a partir de microdatos EFF

Aunque no disponer de los volúmenes de dichos préstamos limita inevitablemente el análisis, los datos sí permiten apreciar cómo el porcentaje de hogares que pedían préstamos se incrementó entre el año 2002 y 2005 de forma sustancial. Este resultado es coherente con la hipótesis básica de este trabajo.

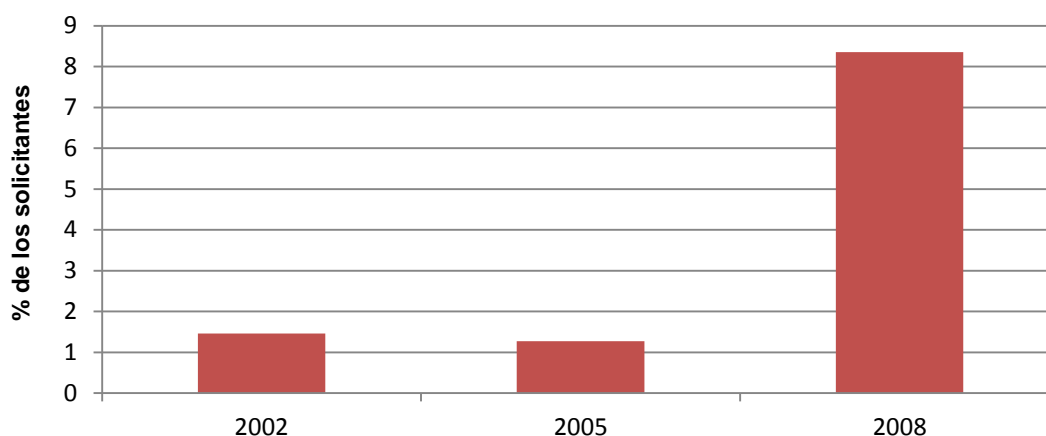
Es relevante tener en cuenta que el volumen de hogares que solicitaban préstamos fue moderándose hacia 2008 (lo cual puede interpretarse como una primera señal del cambio en el ciclo económico).

A la mayor parte de los hogares que solicitaban préstamos les era concedida la financiación requerida sin ningún tipo de reserva. Sin embargo, existía, como es lógico, un pequeño porcentaje al que no le concedían toda la financiación que solicitaba. En 2004-2005, este porcentaje ascendía al 10,5% de los hogares que

habían solicitado algún préstamo². En 2007-2008, probablemente en relación al cambio de ciclo antes señalado, este porcentaje había aumentado hasta el 13,8%.

Más ilustrativo todavía es el porcentaje de hogares, de entre los que solicitaban préstamos, a los que les denegaron totalmente todos los préstamos solicitados en los dos años anteriores. Este porcentaje aparece representado en el Gráfico 9.

Gráfico 9. Hogares con todas las solicitudes de préstamo denegadas



Fuente: elab. prop. a partir de microdatos EFF

El porcentaje de hogares a los que se les denegaba totalmente la financiación era, como se puede apreciar, muy bajo en 2002 y 2005, despegando de forma marcada en 2008. La lectura que se puede extraer de este dato es que en 2002 y 2005 apenas había restricciones a la liquidez, mientras que más recientemente han tendido a incrementarse de forma notable.

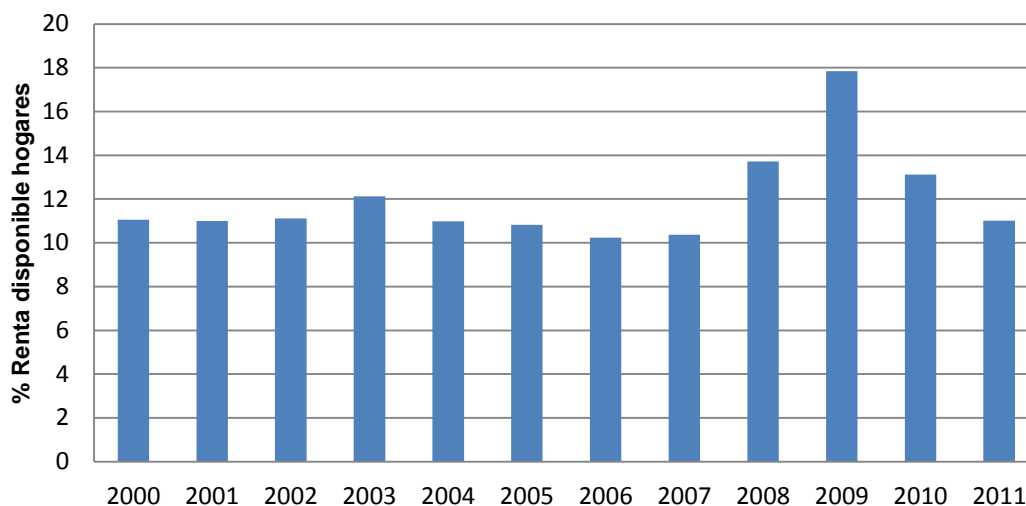
Por su parte, el Banco Central Europeo (2013b) señala que, según el criterio que utiliza para considerar que un hogar sufre de restricciones a la liquidez³, el 8% de los hogares españoles las sufría en 2008. Este dato se halla muy próximo a la media europea (8,1%). Los países con mayor proporción de hogares con restricciones a la liquidez en 2008-2010 eran Eslovenia, Luxemburgo y Eslovaquia. Por el contrario, aquellos en los que menor porcentaje de hogares se enfrentaban a estas eran Países Bajos (con un 1,7%), Austria y Bélgica.

² En este caso, el porcentaje hace referencia a hogares a los que al menos les denegaron algún préstamo y/o al menos en algún préstamo le concedieron menos de lo solicitado.

³ Para el BCE, un hogar con restricciones a la liquidez es un hogar que solicitó un crédito y le fue denegado (sin reportar una nueva solicitud aceptada), un hogar que solicitó crédito pero al que no le fue concedido tanto como había solicitado o bien uno que no pidió crédito porque percibía que no se lo darían.

3.2 El ahorro

Gráfico 10. Tasa de ahorro de los hogares



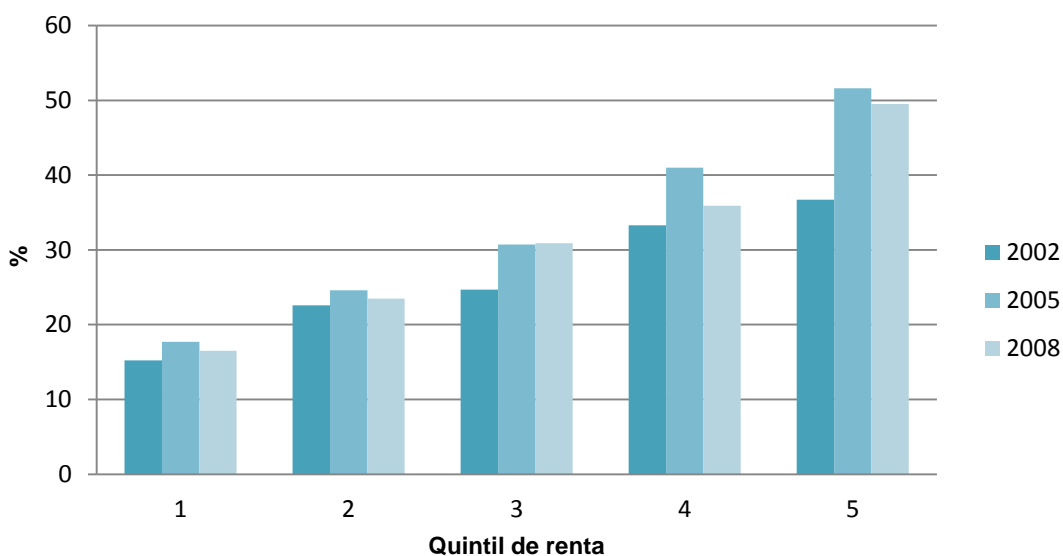
Fuente: Eurostat

Un contexto en el que los individuos utilizan la deuda para incrementar sus salarios y así mejorar su capacidad de consumo debe estar, lógicamente, acompañado de una tasa de ahorro baja o decreciente. En el caso español, en el periodo 2000-2007 la tasa de ahorro de los hogares (AHO) fue baja en términos históricos (Gráfico 10). Por comparación, la tasa de ahorro media de las familias españolas superaba el 16% en los 80 y el 13% en los 90 (Alegre y Pou, 2005).

El inicio de la crisis deriva en un incremento de la tasa de ahorro hasta valores muy elevados (del orden del 17,84% de la renta disponible de los hogares en 2009). Esta situación aparece vinculada a la desaceleración del endeudamiento y posterior desendeudamiento de las familias, como cabe esperar.

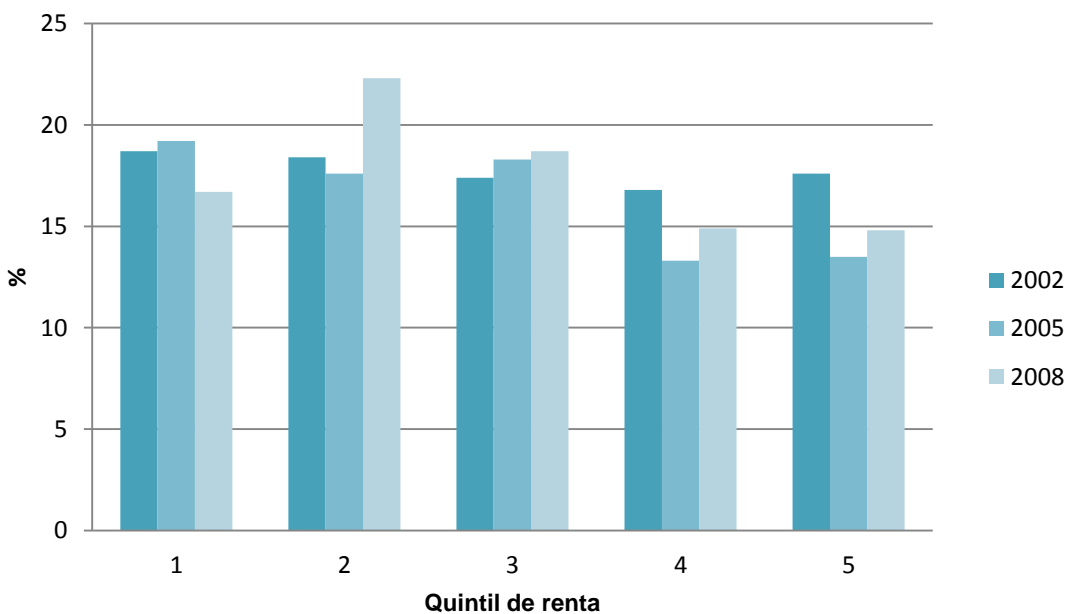
La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) aporta datos relativos al ahorro de las familias. No dispone de una pregunta en la que se especifique con precisión el ahorro de la familia, pero sí se pregunta a los encuestados si gastan más de lo que ingresan. Las respuestas agrupadas por quintiles de renta se pueden observar en el Gráfico 11 y el Gráfico 12.

Gráfico 11. Hogares que ingresan más de lo que gastan (%)



Fuente: elab. prop. a partir de microdatos de la EFF

Gráfico 12. Hogares que gastan más de lo que ingresan (%)



Fuente: elab. prop. a partir de microdatos de la EFF

La tendencia por quintiles de renta es la esperada, y es clara, especialmente en términos de hogares que ingresan más de lo que gastan (ha de tenerse en cuenta que existía también la opción de respuesta “los ingresos fueron iguales a los gastos”).

Especialmente significativo para el análisis que se está realizando es el Gráfico 12, pues aquellos hogares que gastan más de lo que ingresan en general se corresponderán con aquellos que se endeudan con finalidad de consumo (que es la segunda forma elegida por los hogares para compensar este desequilibrio, tras “recurrir a ahorros” y por delante de “ayuda familiar”, según los datos de la propia encuesta). Estos hogares están concentrados fundamentalmente en los tres quintiles inferiores de renta.

De nuevo, al comparar la evolución encontramos datos favorables al levantamiento de restricciones crediticias para individuos del segundo y tercer quintil, aunque se trata de variaciones de pequeñas dimensiones que pueden no ser lo suficientemente significativas.

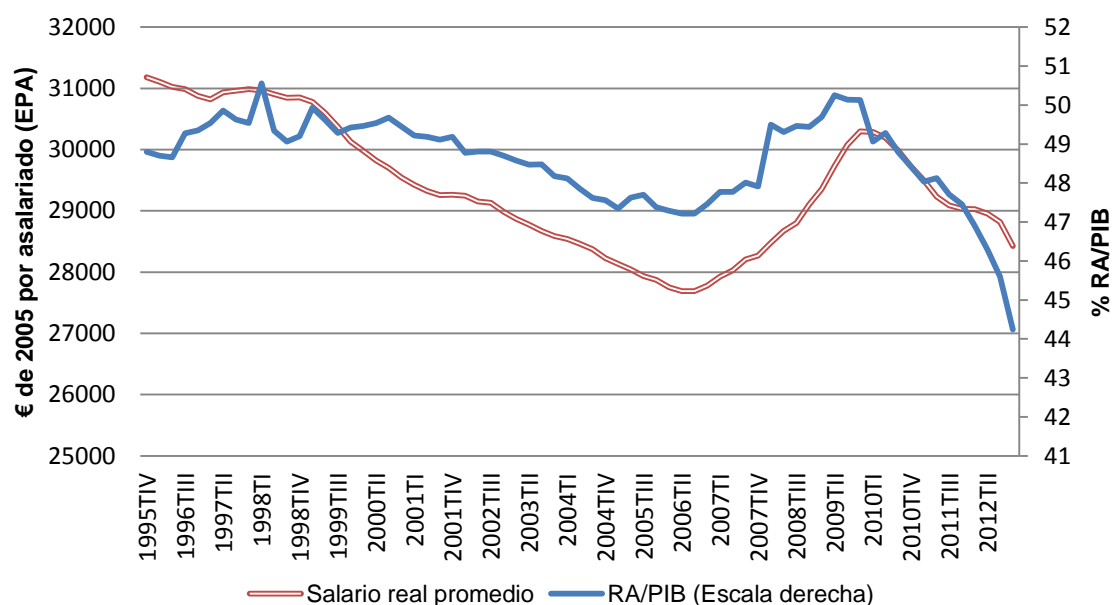
De todos modos, la distribución temporal de las EFF y su carácter trienal dificulta el análisis de la evolución, ya que, como se ha comentado, en el año 2008 algunos de los hogares podían estarse viendo afectados ya por el cambio de tendencia en el ciclo económico.

Sin embargo, y ya analizando en términos globales, se puede observar como la dispersión por quintiles de renta del porcentaje de hogares que “gastan más de lo que ingresan” ha aumentado desde 2002 a 2008, concentrándose dichos hogares en los quintiles inferiores.

3.3 Los salarios

Para completar el análisis de lo que sucedía en el periodo anterior al estallido de la última crisis, es pertinente también analizar la evolución de los salarios (SAL) y el peso de la remuneración de los asalariados en el PIB (RA/PIB).

La “sustitución de salarios por deuda” a la que se viene haciendo referencia tiene especial sentido en un contexto de moderación salarial en términos reales. En un entorno de gran crecimiento de los salarios reales, no existen grandes incentivos a recurrir de forma masiva al endeudamiento para financiar el consumo.

Gráfico 13. Salario real promedio y RA/PIB.

Fuente: elab. prop.a partir de INE y OCDE (deflactor: IPC)

La evidencia empírica vuelve a respaldar la hipótesis (Gráfico 13). Tanto la participación de la remuneración de asalariados sobre el PIB (RA/PIB) como el salario real promedio de los trabajadores españoles siguieron una senda decreciente desde 1995 hasta 2006. La caída del salario promedio, en especial, es un hecho destacable en un entorno de notable crecimiento económico, y una de las posibles causas de que los individuos se viesen instados a recurrir al endeudamiento (en línea con las explicaciones que la bibliografía ofrecía para el caso estadounidense).

Dicho de otro modo, en un entorno con el salario promedio decreciente, habría sido muy difícil sostener el notable crecimiento del consumo que se produjo en España sin el recurso al crédito.

Cabe realizar una mención a la aparente paradoja de que, coincidiendo con el inicio de la crisis, se observe un notable repunte del salario real promedio. Este hecho se debe, principalmente, a la propia composición estadística del salario promedio. Es un hecho conocido que el mercado laboral español es dual. Por un lado, están los trabajadores indefinidos (con salarios más elevados) y por el otro, los trabajadores temporales (con menores salarios). Un vuelco de las circunstancias económicas genera, en primer lugar, una reducción de empleo en términos de trabajadores temporales, que pasan a ser desempleados y cuyos salarios (más reducidos) desaparecen de la estadística de salarios, causando una elevación estadística en el salario medio. Sin embargo, el posterior avance de la crisis termina presionando a la

baja los salarios de la práctica totalidad de los trabajadores, y se recupera la tendencia decreciente.

Respecto al repunte de la RA/PIB que también se produjo en torno al inicio de la crisis, puede asociarse a que los beneficios empresariales (el otro gran componente del PIB por la vía de las rentas) reaccionan por su propia naturaleza con gran velocidad a cambios en la coyuntura económica. Ante una caída brusca de la demanda, por ejemplo, primero se resienten los beneficios y posteriormente pasa a reflejarse dicha caída en el empleo, primero, y en los salarios, más adelante (al menos en el caso español).

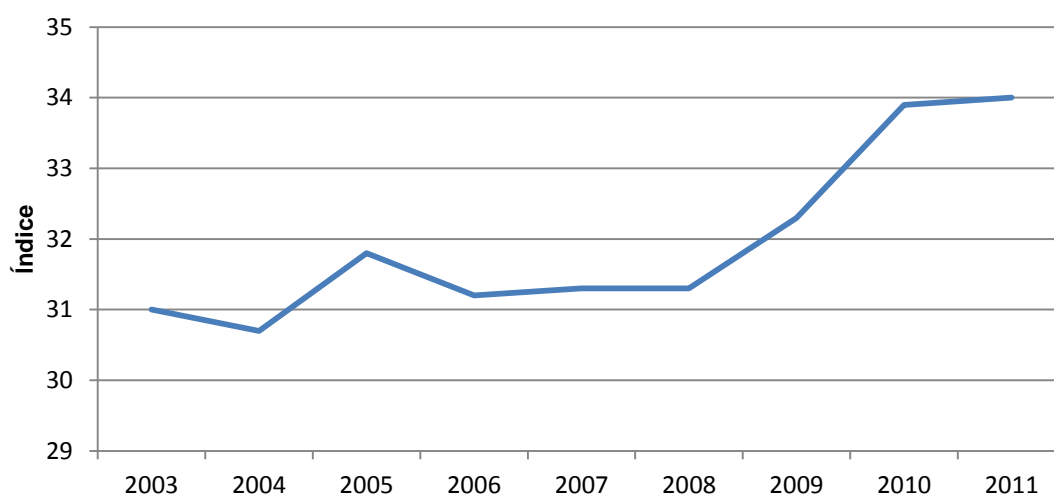
La lectura de los datos de endeudamiento, ahorro y salarios en su conjunto lleva a sugerir que el notable crecimiento del consumo en un periodo de salarios reales decrecientes se sostuvo, en gran parte, a partir de la expansión del crédito, particularmente entre las familias con menores niveles de renta.

4. Desigualdades en renta y desigualdades en consumo

Si, en efecto, se han levantado las restricciones a la liquidez para gran parte de los hogares españoles, y estos han reaccionado endeudándose más (ya sea para suavizar su consumo a lo largo de su vida o por algún otro de los factores citados, en especial, para compensar la caída de su remuneración real), cabría esperar que las desigualdades en términos de consumo se hayan incrementado menos o reducido más que las desigualdades en términos de renta. De confirmar esto los datos, se podría hablar de la existencia de evidencia empírica favorable a un efecto igualador del crédito.

Como punto de partida para el análisis de la evolución de las desigualdades, es pertinente hacer referencia a los datos sobre el Índice de Gini (GINI) que Eurostat proporciona (Gráfico 14). Se constata que los niveles de desigualdad (en términos de renta) se habían mantenido estancados entre 2003 y 2008, mostrando quizás una ligera tendencia creciente.

Gráfico 14. Índice de Gini (España)



Fuente: Eurostat

Este indicador ha experimentado un notable despegue a partir de 2008. España ha sido uno de los países europeos en los que más se han incrementado los niveles de desigualdad en términos de renta desde el inicio de la crisis. En concreto, de entre Alemania, Francia, Suecia, Reino Unido, Italia, España y Estados Unidos, España es el país en el que más se han hundido las rentas más bajas. Simultáneamente, las rentas de los percentiles más ricos han mejorado más que la media de los países anteriormente citados (Ayala, 2013).

La evolución de este indicador viene indudablemente explicada por el citado efecto negativo del desempleo en las desigualdades. Ayala (2013) añade como factor explicativo de este crecimiento inusitado de las desigualdades la debilidad de la intervención pública redistributiva, que parece estarse agravando mediante las políticas de austeridad.

Además del desempleo, también puede contribuir al incremento de las desigualdades el hecho de que las situaciones de empeoramiento de la calidad del empleo y precariedad se estén haciendo cada vez más frecuentes, especialmente en determinados grupos (en especial, varones, jóvenes, trabajadores poco cualificados e inmigrantes) (Álvarez, Davia y Legazpe, 2013).

Las desigualdades en términos salariales, que venían reduciéndose durante el periodo expansivo, han pasado a incrementarse como consecuencia de la crisis. Esto está dentro de lo predecible, debido a que la desigualdad salarial tiende a comportarse de forma anticíclica en la economía española (García-Serrano y Arranz, 2013).

Hecho patente todo el análisis anterior, se procede a continuación a comparar la evolución de las desigualdades en términos de renta y en términos de consumo. Como la Encuesta Financiera de las Familias es la única fuente que proporciona datos detallados de ambas variables que se pueden agrupar en percentiles de renta, se estudiará la evolución comparada de las mismas en dicha encuesta. Los resultados obtenidos son los de la Tabla 4⁴, recordando que el indicador S80/S20 de consumo se ha calculado sobre la distribución de la renta y que la renta se entiende como renta disponible ajustada equivalente, como se ha explicado anteriormente.

La metodología detallada para el cálculo de estos indicadores se halla en el Anexo 2.

⁴ Los resultados obtenidos para el indicador S80/S20 de renta presentan divergencias respecto a los que proporciona Eurostat, basados en la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV). Sería pertinente realizar un análisis más profundo sobre las causas que motivan las discrepancias entre EFF y ECV, pero no es ese el objetivo de este trabajo.

Tabla 4. Indicador S80/S20

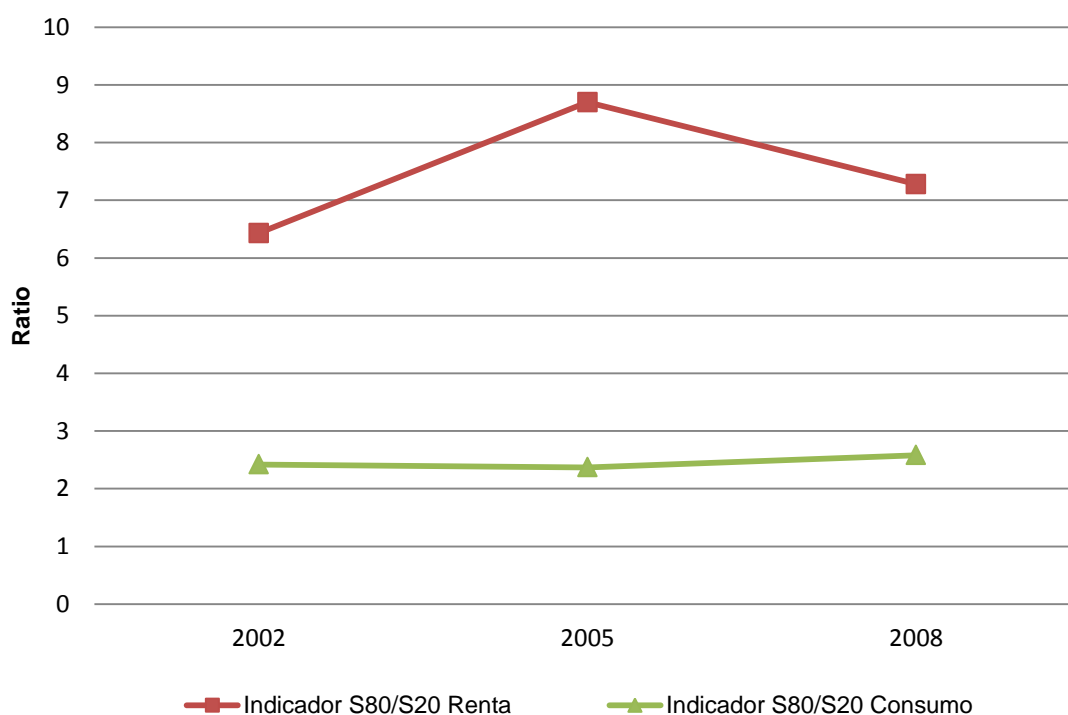
	Renta	Consumo
EFF2002	6,43	2,42
EFF2005	8,7	2,37
EFF2008	7,28	2,58

Fuente: elab. prop. a partir de microdatos de la EFF

La primera observación es la existencia de menor desigualdad en términos de consumo que en términos de renta. La teoría económica más básica hace referencia a que la propensión marginal a consumir disminuye según la renta aumenta y, por tanto, los individuos de renta más baja consumirán una proporción mayor de su renta que los individuos de renta mayor. Esta afirmación se prueba claramente con los datos estudiados.

Además, como señalan Brzozowski, Gervais, Klein y Suzuki (2010) para el caso canadiense, la acción redistribuidora del Estado también tiene una influencia en esta diferencia, favoreciendo que las desigualdades en consumo sean muy inferiores a las desigualdades en términos de renta.

Gráfico 15. Indicador S80/S20

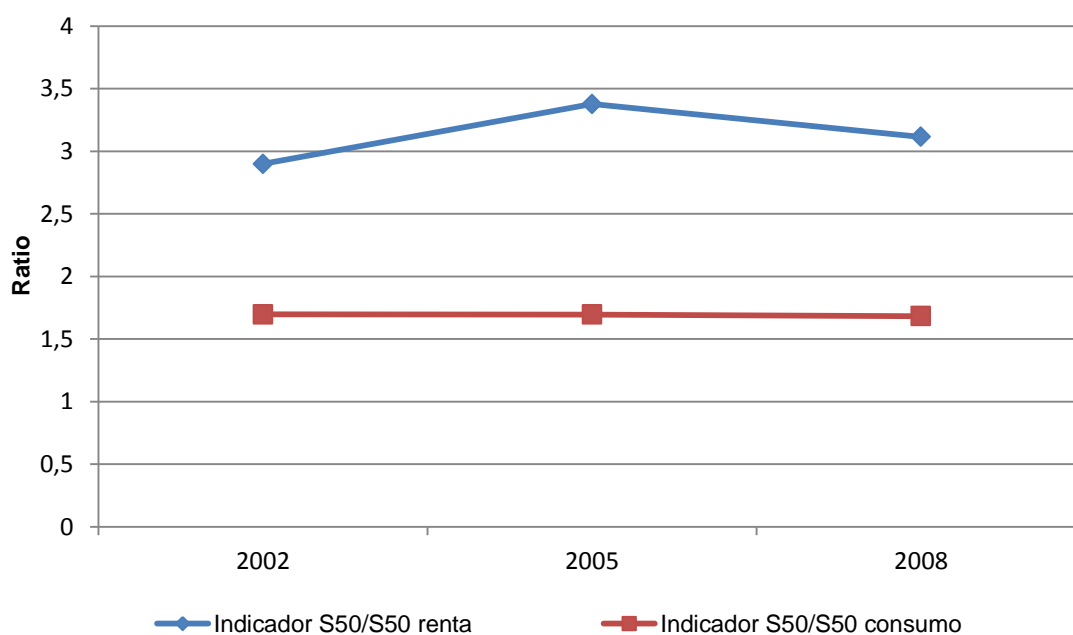


Fuente: elab. prop. a partir de microdatos de la EFF

En segundo lugar, haciendo referencia a la evolución (Gráfico 15), se aprecia cómo, en la muestra de hogares de la EFF, las desigualdades en términos de consumo se mantuvieron razonablemente estables durante el periodo en comparación a las desigualdades en términos de renta, que experimentaron un notable repunte entre 2002-2005 para luego moderarse en los resultados de 2008. Esta moderación en el año 2008 puede explicarse en línea con el análisis antes comentado de la evolución de la remuneración de asalariados y el excedente bruto de explotación: en las primeras etapas de una crisis, e incluso en la desaceleración que la precede, los que primero se ven afectados son los individuos cuya renta no depende mayoritariamente de los salarios, sino de rendimientos del capital (dividendos, rentas del capital financiero...). Estos individuos se corresponden, en gran parte, con los de mayor renta: un empeoramiento de su situación implica una reducción de las desigualdades.

Los datos ofrecidos, sin ser totalmente concluyentes, apuntan en dirección favorable a la hipótesis de partida: las desigualdades en términos de consumo no respondieron a las variaciones en las desigualdades en términos de renta, sino que se mantuvieron “artificialmente” reducidas durante todo el periodo. Por tanto, los datos apuntan en sentido favorable al efecto igualador del crédito durante el periodo señalado.

Gráfico 16. Indicador S50/S50



Fuente: elab. prop. a partir de microdatos EFF

Sin embargo, el indicador S80/S20 antes descrito podría presentar un problema de falta de generalidad a la hora de medir la evolución de la desigualdad, dado que para su cálculo solamente se tienen en cuenta las rentas recibidas por los quintiles superior e inferior de renta, que tienen comportamientos particulares derivados de su posición extrema en la distribución de la renta.

Para aprehender la totalidad de las rentas, sin recurrir a un índice de Gini (que sería de fácil cálculo para la renta, pero presentaría mayores complejidades a la hora de ser calculado para el consumo sobre la distribución de la renta), se ha calculado la ratio existente entre los ingresos totales de los individuos que están por encima de la mediana y los ingresos totales de los individuos que están por debajo de la mediana (S50/S50, adaptando la terminología de Eurostat al caso que nos ocupa).

Se ha procedido de igual modo que el descrito para el indicador S80/S20 a la hora de calcular este indicador en términos de consumo.

Los resultados (Gráfico 16), con las lógicas diferencias numéricas (las ratios son mucho menores que las S80/S20), son coherentes con lo obtenido para el indicador S80/S20 y permiten, en general, extrapolar las conclusiones antes obtenidas.

Conclusiones

El proceso de endeudamiento experimentado por las familias españolas en la última fase expansiva de la economía y su posterior corrección con el estallido de la crisis tiene importantes implicaciones en varios ámbitos. Este trabajo se ha centrado fundamentalmente en la búsqueda de indicios en una doble dirección. Por un lado, sobre el proceso de endeudamiento familiar y de “sustitución de salarios por deuda” y, por otro, sobre las consecuencias distributivas derivadas de las condiciones financieras.

En concreto, el análisis desarrollado a lo largo del presente trabajo permite obtener evidencia empírica favorable a las siguientes hipótesis.

En primer lugar, en un contexto de salarios reales decrecientes y condiciones financieras favorables, los individuos recurrieron de forma creciente al endeudamiento para financiar sus también crecientes necesidades de consumo. Es más, la evidencia empírica apunta a que las familias españolas llevaron a cabo una sustitución de salarios por deuda que va más allá de lo que sería atribuible a un comportamiento de maximización intertemporal de la utilidad.

En segundo lugar, las condiciones financieras favorables imperantes durante dicha etapa permitieron relajar las restricciones de liquidez que afectan en mayor medida a las familias de los tramos de rentas más bajas, lo que parece haber tenido un efecto de contención de las desigualdades, en especial si se miden en términos de consumo.

Estos resultados poseen conclusiones interesantes en términos de política de desigualdades. Uno de los factores clave, sin obviar la pertinencia de otras actuaciones, para limitar la existencia de grandes desigualdades en términos de consumo es, por tanto, facilitar el acceso al crédito por parte de los hogares que ocupan los estratos inferiores de renta y riqueza.

Finalmente, cabe señalar que, de verificarse la hipótesis básica de este trabajo, con la desaparición de las condiciones financieras favorables desde el inicio de la última crisis cabría esperar un incremento de las desigualdades.

En lo que respecta a las desigualdades en términos de renta, esta predicción se debe al papel, contrastado en la literatura, del desempleo sobre las mismas. Dado que cuando se eleva el desempleo crecen las desigualdades, no es descabellado pensar que estas se estén incrementando.

En lo referente a las desigualdades en términos de consumo, la predicción de su incremento se halla vinculada al razonamiento que se ha seguido en este trabajo. Por el lado de la oferta, las condiciones financieras son más restrictivas en la actualidad. Por el lado de la demanda, muchos de los factores que impulsaban a los individuos a financiar su consumo con crédito se han moderado y, por ejemplo, en la actualidad es probable que el efecto riqueza haya cambiado de signo debido a la reducción del precio de los activos inmobiliarios.

Como resultado de estos factores, las economías domésticas cada vez recurren menos al endeudamiento para financiar su consumo. Por tanto, se puede concluir que es altamente probable que muchos hogares, especialmente los de menor renta y riqueza, estén volviendo a sufrir “restricciones a la liquidez” que no les permitan distribuir su consumo como desearían. Como consecuencia, estos hogares se ven limitados a la utilización de su renta actual que, en muchos casos, se ha visto seriamente mermada. En estas circunstancias, el incremento de las desigualdades en términos de consumo será más que probable.

Aunque la publicación de los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias 2011 permitirá realizar un estudio más exhaustivo de los cambios derivados de la nueva situación económica que atraviesa España, lo que parece muy probable es que el endeudamiento creciente de las familias será uno de los factores que ha agravado la severidad de los efectos del incremento del desempleo y de la brusca corrección en los precios de los activos inmobiliarios sobre las desigualdades.

En todo caso, a pesar de la evidencia del fenómeno de sustitución de salarios por deuda y de la constatación de la relación entre dicho fenómeno y la evolución de las desigualdades, un siguiente paso que podría ser abordado es la búsqueda de evidencia al respecto en términos de causalidad.

Bibliografía

- Addabo, T., García-Fernández, R., Llorca-Rodríguez, C. Y Maccagnan, A. (2011). *The impact of the crisis on unemployment and household income in Italy and Spain*. ECINEQ, Society for the Study of Economic Inequality, Working Paper nº 235.
- Agnello, L. Y Sousa, R.M. (2012). How do banking crises impact on income inequality? *Applied Economics Letters* 19 (15), 1425-1429.
- Alegre Martín, J. y Pou, L. (2005). El consumo y ahorro privados de los hogares españoles: una descomposición de los efectos edad y cohorte. En *XII Encuentro de Economía Pública, Evaluación de las Políticas Públicas*, congreso celebrado en Palma de Mallorca los días 3 y 4 de febrero de 2005 (nº 81).
- Alpizar, F., Carlsson, F. Y Johansson-Stenman, O. (2005). How much do we care about absolute versus relative income and consumption? *Journal of Economic Behavior & Organization*, 56 (3), 405-421.
- Álvarez Aledo, C., Davia Rodríguez, M.A. y Legazpe Moraleja, N. (2013). Impacto laboral de la crisis económica: privación de empleo y precariedad. *Papeles de Economía Española*, 135, 83-98.
- Ando, A. y Modigliani, F. (1963). The life-cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests, *American Economic Review* 103, 55-84.
- Antzoulatos, A.A. (1996). Consumer credit and consumption forecasts. *International Journal of Forecasting*, 12 (4), 439-453.
- Aron, J., Duca, J.V., Muellbauer, J., Murata, K. y Murphy, A. (2011). Credit, housing collateral and consumption: evidence from Japan, the UK and the US. *Review of Income and Wealth*, 58 (3), 397-423.
- Ayala, L. (2013). Crisis económica y distribución de la renta: una perspectiva comparada. *Papeles de Economía Española*, 135, 2-19.
- Ayala, L, Cantó, O. y Rodríguez, J.G. (2011). *Poverty and the business cycle: The role of the intra-household distribution of unemployment*. ECINEQ, Society for the Study of Economic Inequality, Working Paper nº 222.

- Bacchetta, P. y Gerlach, S. (1997). Consumption and credit constraints: International evidence. *Journal of Monetary Economics*, 40 (2), 207-238.
- Banco Central Europeo (2013a). The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Methodological report for the first wave. *Statistics Paper Series*, abril, 1.
- Banco Central Europeo (2013b). The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Results from the first wave. *Statistics Paper Series*, abril, 2.
- Banco de España (2004). Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares. *Boletín Económico*, noviembre, 63-82.
- Banco de España (2007). Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005. *Boletín Económico*, diciembre, 3-35.
- Banco de España (2010). Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005. *Boletín Económico*, diciembre, 31-64.
- Banco de España (2011). The Spanish Survey of Household Finances (EFF) 2008. User Guide. Obtenida de: http://www.bde.es/f/webbde/SES/estadis/eff/userguide_2008.pdf
- Barba, A. y Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33 (1), 113-137.
- Barba, A. y Pivetti, M. (2011). Changes in income distribution, financial disorder and crisis. En Brancaccio, E. y Fontana, G. (Eds.), *The Global Economic Crisis: New Perspectives on the Critique of Economic Theory and Policy* (pp. 81– 98). Londres, Reino Unido: Routledge.
- Barba, A. y Pivetti, M. (2012). Distribution and accumulation in post-1980 advanced capitalism. *Review of Keynesian Economics*, 1, 126-142.
- Bayoumi, T. (1993). Financial deregulation and consumption in the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 75 (3), 536-539.
- Bernanke, B y Gertler, M. (1989). Agency costs, net worth and business fluctuations. *The American Economic Review*, 79 (1), 14-31.
- Bonhomme, S. y Hospido, L. (2012). *The cycle of earnings inequality: Evidence from Spanish Social Security data*. Bonn, Alemania: Institute for the Study of Labor (IZA), Discussion Paper nº 6669.
- Boone, L., Girouard, N. y Wanner, I. (2001). *Financial market liberalisation, wealth and consumption* [Abstract]. OECD Economics Department, Working Paper nº 308.

- Bover, O. (2005). *Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish survey of household finances*. Banco de España, Working Paper nº 0522.
- Brady, R. R. (2008). Structural breaks and consumer credit: Is consumption smoothing finally a reality?. *Journal of Macroeconomics*, 30 (3), 1246-1268.
- Brady, R. R. (2010). Consumer credit, liquidity and the transmission mechanism of monetary policy. *Economic Inquiry*, 49 (1), 246-263.
- Brown, C. (2004). Does income distribution matter for effective demand? Evidence from the United States. *Review of Political Economy*, 16 (3), 291-307.
- Brown, C. (2007). Financial engineering, consumer credit and the stability of effective demand. *Journal of Post Keynesian Economics*, 29 (3), 427-450.
- Brzozowski, M., Gervais, M., Klein, P. y Suzuki, M. (2010). Consumption, income and wealth inequality in Canada. *Review of Economic Dynamics*, 13 (1), 52-75.
- Calomiris, C., Longhofer, S.D. y Miles, W. (2009). *The (mythical?) housing wealth effect*. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº w1507.
- Campbell, J. y Mankiw, N.G. (1989). Consumption, income and interest rates: Reinterpreting the time series evidence. En Blanchard, O.J. y Fisher, S. (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1989, Volume 4* (pp. 185-246). Cambridge, MA, Estados Unidos: MIT Press.
- Carroll, C.D. (2004). Housing wealth and consumption expenditure (mimeo). Baltimore, MA, Estados Unidos: Department of Economics, John Hopkins University.
- Carroll, C.D., Otsuka, M. y Slacalek, J. (2011). How large are housing and financial wealth effects? A new approach. *Journal of Money, Credit and Banking*, 43 (1), 55-79.
- Case, K.E., Quigley, J.M. y Shiller, R.J. (2005). Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market. *Advances in Macroeconomics*, 5 (1), 1-34.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L. y Silvia, J. (2012). *Innocent bystanders? Monetary policy and inequality in the US*. Institute for the Study of Labor (IZA) Discussion Paper nº 6633.
- De la Dehesa, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*. Madrid, España: Alianza Editorial.
- Debelle, G. (2004). *Macroeconomic implications of rising household debt*. Bank for International Settlements (BIS), Working Paper nº153.

- Duesenberry, J.S. (1972). *La renta, el ahorro y la teoría del comportamiento de los consumidores* (Julio Cerón Ayuso, trad.). Madrid: Alianza Universidad (Obra original publicada en 1949).
- Farré, L y Vella, F. (2008). Macroeconomic Conditions and the Distribution of Income in Spain. *Labour*, 22 (3), 383-410.
- Foster, J.B. (2006). The household debt bubble. *Monthly Review*, 58 (1), 1-11.
- Foster, J.B. y Magdoff, H. (2000). Working class households and the burden of debt. *Monthly Review*, 52 (1), 1-11.
- Friedman, M. (1957). *A theory of the consumption function*. Princeton, NJ, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Fundación Alternativas (2013). *1^{er} Informe sobre la Desigualdad en España*. Madrid, España: Fundación Alternativas.
- Galbraith, J.K. (1998, 7-14 de septiembre). With Economic Inequality for All. *The Nation*. Obtenido el 14 de junio de 2013 de <http://www.nifac.org/gal-ineq.htm>.
- García Serrano, C. y Arranz, J.M. (2013). Crisis económica y desigualdad salarial. *Papeles de Economía Española*, 135, 68-82.
- Hall, R.E. (1978). Stochastic implications of the life cycle-permanent income hypothesis: Theory and evidence. *The Journal of Political Economy*, 86 (6), 971-987.
- Heathcote, J., Perri, F. y Violante, G.L. (2010). Unequal we stand: An empirical analysis of economical inequality in the United States, 1967-2006. *Review of Economic Dynamics*, 13 (1), 15-51.
- Iacoviello, M. (2008). Household debt and income inequality, 1963-2003. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40 (5), 929-965.
- Japelli, T. y Pagano, M. (1989). Consumption and capital market imperfections: An international comparison. *The American Economic Review*, 79 (5), 1088-1105.
- King, R.G. y Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-737.
- Lai, K. y Lam, R. (2002). The nexus of consumer credit, household debt service and consumption. *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, 11, 35-48.
- Liao, J. y Liu, X. (2012). Risk and consumer debt behaviors in China. *Social behavior and personality: an international journal*, 40 (8), 1263-1270.
- Ludvigson, S. (1999). Consumption and credit: a model of time-varying liquidity constraints. *Review of Economics and Statistics*, 81 (3), 434-447.

- Manrique, J. y Ojah, K. (2004). Credits and non-interest rate determinants of loan demand: a Spanish case study. *Applied Economics*, 36 (8), 781-791.
- Modigliani, F. (1966). The life cycle hypothesis of saving, the demand for wealth and the supply of capital. *Social Research*, 33 (2), 160-217.
- Nelson, R. R. y Consoli, D. (2010). An evolutionary theory of household consumption behavior. *Journal of Evolutionary Economics*, 20 (5), 665-687.
- Pichette, L. y Tremblay, D. (2003). *Are wealth effects important for Canada?* Bank of Canada, Working Paper nº 30.
- Pijoan-Mas, J. y Sánchez-Marcos, V. (2010). Spain is different: Falling trends of inequality. *Review of Economic Dynamics*, 13 (1), 154-178.
- Rajan, R.G. (2010). *Fault lines – How hidden fractures still threaten the global economy*. Princeton, NJ, Estados Unidos: Princeton University Press.
- Runkle, D.E. (1991). Liquidity constraints and the permanent-income hypothesis: Evidence from panel data [Abstract]. *Journal of Monetary Economics*, 27 (1), 73-98.
- Schooley, D.K. y Worden, D.D. (2010). Fueling the credit crisis: Who uses consumer credit and what drives debt burden? [Abstract] *Business economics*, 45 (4), 266-276.
- Shapiro, M.D. (1984). The permanent income hypothesis and the real interest rate: some evidence from panel data. *Economics Letters*, 14 (1), 93-100.
- Tsatsaronis, K. y Zhu, H. (2004). What drives housing price dynamics: cross-country evidence. *BIS quarterly review*, marzo, 65-78.
- Veblen, T. (2004). *Teoría de la clase ociosa* (Vicente Herrero, trad.). México: Fondo de Cultura Económica. (Obra original publicada en 1899).
- Zeldes, S. P. (1989). Consumption and liquidity constraints: an empirical investigation. *The Journal of Political Economy*, 97 (2), 305-346.

Anexo 1. Variables utilizadas.

Nombre	Variable	Fuente	Periodicidad	Tipo	Construcción/ Observaciones
FIN	Financiación total a los hogares e ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares)	Banco de España (BdE) – Serie IE_8_7.1	Mensual. Disponible desde marzo de 1995.	Stock	-
FINV	Financiación a hogares e ISFLSH. Préstamos para vivienda.	BdE – Serie IE_8_7.4	Mensual. Disponible desde marzo de 1995	Stock	-
FINC	Financiación a hogares e ISFLSH, exceptuando préstamos para vivienda.	Construida a partir de FIN y FINV.	Mensual. Calculada desde marzo de 1995.	Stock	FIN-FINV
RBD	Renta disponible bruta de los hogares.	INE – Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales	Trimestral. Disponible desde 2000TI.	Flujo	-
CBCD	Crédito para bienes de consumo duradero.	BdE – Serie IE_8_9.11	Trimestral. Disponible desde diciembre de 1992.	Stock	-
FINCF	Flujo de financiación con finalidad de consumo.	Construida a partir de FINC.	Trimestral. Calculada desde 1999TI.	Flujo	Diferencia entre el stock de FINC al final de un trimestre y el stock de FINC al final del trimestre anterior.

C	Gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH a precios corrientes.	INE – Contabilidad Nacional Trimestral.	Trimestral. Disponible de forma continua desde 2000TI hasta 2012TIV.	Flujo	Cuando se precisó un dato anterior al del primer trimestre de 2000, se tomaron los datos procedentes de la base anterior. Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
TDIRB	Tipo de interés real del crédito al consumo aplicado por los bancos.	Construida a partir de BdE (serie IE_19_2.7) y OCDE (datos IPC).	Mensual. Calculada desde julio de 1991.	Tipo de interés	Al tipo de interés nominal correspondiente a cada mes se le ha restado la tasa de inflación interanual. Para evitar efectos estacionales, se ha tomado la media móvil, centrada, de 12 meses de dicha inflación interanual.
TDIRC	Tipo de interés real del crédito al consumo aplicado por las cajas de ahorros.	Construida a partir de BdE (serie IE_19_2.8) y OCDE (datos IPC).	Mensual. Calculada desde julio de 1991.	Tipo de interés	Idéntica a TDIRB.
FINVF	Flujo de financiación en forma de préstamos para vivienda.	Construida a partir de FINV.	Trimestral. Calculada desde 2004TI.	Flujo	Diferencia entre el stock de FINV al final de un trimestre y el de FINV al final del trimestre anterior.

VVIV	Valor de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre nueva.	Ministerio de Fomento (Tabla 3.1.1. de Transacciones Inmobiliarias).	Trimestral. Disponible desde 2004TI.	Flujo	
VVIVT	Valor de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre.	Ministerio de Fomento (Tabla 3.1. de Transacciones Inmobiliarias).	Trimestral. Disponibles desde 2004TI.	Flujo	
MEW1	Mortgage Equity Withdrawal (1)	Construida a partir de FINVF y VVIV.	Trimestral. Calculada desde 2004TI.	Flujo	
MEW2	Mortgage Equity Withdrawal (2)	Construida a partir de FINVF y VVIVT.	Trimestral. Calculada desde 2004TI.	Flujo	
AHO	Tasa de ahorro de los hogares españoles, en términos de su renta bruta disponible.	Eurostat.	Anual. Disponible desde 2000.	Tasa	
SAL	Salario real promedio de los trabajadores españoles.	Construida a partir de INE (Contabilidad Nacional Trimestral – CNT- y Encuesta de Población Activa –EPA-) y OCDE (IPC)	Trimestralmente en términos anuales (4 trimestres anteriores). Calculada desde 1995TIV.	Flujo	En primer lugar, se toma la remuneración de asalariados disponible en la Contabilidad Nacional Trimestral. A continuación, se expresa en euros de 2005 según los datos del IPC disponibles en OCDE. Posteriormente, se realiza el promedio según el número total de asalariados que

					indica la EPA. Existen rupturas en las series, de carácter menor, debido a cambios en la EPA y la CNT.
RA/ PIB	Participación de la remuneración de asalariados en el PIB	Construida a partir de INE (CNT)	Trimestral. Calculada desde 1995TI.	%	Existen rupturas en las series, de carácter menor, debido a los cambios en la CNT.
GINI	Índice de Gini, en términos de renta disponible ajustada.	Eurostat	Anual. Disponible desde 1995 a 2011, con rupturas en las series.	Índice	-

Anexo 2. Obtención de indicadores.

Tanto el indicador S80/S20 en términos de renta como el indicador S80/S20 en términos de consumo se han calculado a partir de los microdatos de la EFF cedidos para su utilización por parte del Banco de España. El proceso metodológico para la obtención de los indicadores ha sido el siguiente:

- **S80/S20 (renta)**

En primer lugar, se han tomado los microdatos referentes a la renta total de cada una de las familias encuestadas en el año anterior al de la encuesta (renthog). Debido a que la EFF ofrece cinco series distintas de dichos datos (debido a que realiza cinco imputaciones distintas de los valores no disponibles), se ha recurrido a una media de las mismas.

Posteriormente, se ha dividido la renta anual familiar total por el número de miembros de la familia, contabilizando como 1 el cabeza de familia, 0,5 el resto de individuos mayores de 14 años y 0,3 el resto de individuos menores de 14 años que vivan en el hogar, según el criterio de la OCDE que sigue Eurostat. Por simplicidad, se consideraron como de 14 años los individuos que ya tenían esta edad el 1 de enero del año de realización de la encuesta. De este modo, se obtiene el que denominaremos Equivalised Disposable Income (EDI)

En el siguiente paso, utilizando las ponderaciones de cada hogar (necesarios debido al sobremuestreo empleado por la EFF), se han calculado las fronteras entre los quintiles de renta (Tabla 5).

A continuación, se han creado dos nuevas series de variables de renta, EDI20 (que incluye solamente las rentas del quintil inferior) y EDI80 (que incluye solamente las rentas del quintil superior), y hallado su media (Tablas 6, 7 y 8).

Dado que por definición los quintiles cuentan con el mismo número de individuos, dividir la renta media del quintil superior entre la renta media del quintil inferior es equivalente a dividir el total de la renta correspondiente al quintil superior

por el total de la renta correspondiente al quintil inferior. Es por ello que se ha dividido la media de EDI80 entre la media de EDI20, obteniéndose así la ratio S80/S20.

- **S80/S20 (consumo)**

En primer lugar, se han sumado todas las variables que proporcionan información sobre el consumo de las familias (la pregunta P9.1., respecto a bienes no duraderos, y las preguntas P2.70, P2.74 y P2.78, para los diferentes tipos de bienes duraderos, y P2.86, para objetos valiosos). Al igual que en el caso de la renta, se ha realizado una media entre las cinco imputaciones y se ha estandarizado el tamaño de la familia. A raíz de todo este proceso se obtiene la variable que se denominará Equivalised Consumption (EC).

A continuación, se han aislado los valores correspondientes al consumo de las familias del quintil inferior de renta (EC20) y del quintil superior de renta (EC80). Dividiendo sus medias se obtiene la ratio S80/S20 de consumo en los términos antes especificados (Tablas 6, 7 y 8).

- **S50/S50**

El proceso seguido para los indicadores S50/S50 es análogo a los anteriores, sustituyendo primer y último quintil por el conjunto de individuos situados por debajo de la mediana de renta (EDI50, EC50 en términos de consumo) y el conjunto de individuos situados por encima de la mediana de renta, respectivamente (EDITOP50, ECTOP50 en términos de consumo) (Tabla 9 para el valor de la renta mediana, Tablas 10, 11 y 12 para las medias de renta y consumo de los distintos grupos a partir de las que se extraen los indicadores).

Tabla 5. Percentiles de renta

		EDI 2002	EDI 2005	EDI 2008
N	Válidos	13970614	15568713	17017706
	Perdidos	0	0	0
Percentiles	20	7200,0000	6752,4000	8200,0000
	40	10408,8000	10360,0000	12400,0000
	60	14285,7143	15000,0000	16666,6667
	80	20886,8571	22000,0000	25000,0000

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 6. Medias por quintiles (2002)

Estadísticos descriptivos - 2002

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI20	2768616	,00	7189,60	5135,8067	1542,75821
EDI80	2795465	20886,86	1257600,00	33021,6887	18017,76060
EC20	2768616	360,00	49600,00	4284,0918	2312,89682
EC80	2795465	1200,00	832140,00	10394,7795	7296,43500
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 7. Medias por quintiles (2005)

Estadísticos descriptivos - 2005

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI20	3090017	,00	6723,80	4414,0387	1840,47291
EDI80	3104440	22002,00	5458000,00	38402,2808	32255,15555
EC20	3090017	360,00	60000,00	5317,4617	4890,10403
EC80	3104440	1400,00	192724,52	12618,0456	10169,66900
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 8. Medias por quintiles (2008)

Estadísticos descriptivos - 2008

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI20	3397926	,00	8166,67	5836,7313	1920,23864
EDI80	3400549	25000,38	5706800,00	42509,2032	44724,17333
EC20	3397926	600,00	72000,00	5209,6134	2567,12029
EC80	3400549	1680,00	371680,00	13455,0893	9033,94953
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 9. Mediana de renta.

Estadísticos - 2002

		EDI 2002	EDI 2005	EDI 2008
N	Válidos	13970614	15568713	17017706
	Perdidos	0	0	0
Mediana		12310,000	12586,6667	14400,0000

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 10. Medias del 50% superior e inferior (2002)

Estadísticos descriptivos - 2002

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI50	8495928	,00	14398,13	9096,5610	3241,0656 5
EDITOP50	8453535	14408,00	5706800,00	28341,7488	30741,051 52
EC50	8495928	600,00	72000,00	6397,0852	3666,5195 9
ECTOP50	8453535	1200,00	371680,00	10763,9450	7148,4817 4
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 11. Medias del 50% superior e inferior (2005)

Estadísticos descriptivos - 2005

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI50	7784408	,00	12586,67	7497,3209	3042,9502 6
EDITOP50	7784305	12599,87	5458000,00	25316,8039	23081,442 18
EC50	7784408	360,00	72000,00	6025,9209	4579,9843 1
ECTOP50	7784305	1040,00	192724,52	10216,7561	7952,4790 2
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF

Tabla 12. Medias del 50% superior e inferior (2008)

Estadísticos descriptivos -2008

	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
EDI50	8495928	,00	14398,13	9096,5610	3241,06565
EDITOP50	8453535	14408,00	5706800,00	28341,7488	30741,0515 2
EC50	8495928	600,00	72000,00	6397,0852	3666,51959
ECTOP50	8453535	1200,00	371680,00	10763,9450	7148,48174
N válido (según lista)	0				

Fuente: elab. prop. a partir de EFF