

LA DIMENSIÓN FINANCIERA DE LA VIDA FAMILIAR

Santiago CARBÓ VALVERDE
Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

I. INTRODUCCIÓN

ENTRE las decisiones económicas fundamentales de las economías domésticas, se encuentran aquellas relacionadas con los destinos financieros de su ahorro y con su endeudamiento. Merced a las menores necesidades de financiación de las administraciones públicas en los últimos años, las decisiones financieras de las familias —y las de las empresas—, se han convertido en un eje fundamental del sistema financiero y de la transmisión de la política monetaria en las economías occidentales. Ya durante los años ochenta, y como consecuencia de los procesos de liberalización y desregulación financiera, bancos y cajas de ahorros, como intermediarios centrales de la actividad financiera, desplazaron gran parte de su negocio hacia el sector de las economías domésticas. Este interés por las familias es una respuesta de las entidades financieras al incremento de la competencia interna y externa que se experimenta desde entonces, y que se tradujo en un mayor atractivo estratégico del sector familiar frente a las empresas no financieras. Éstas últimas suponen mayores riesgos para sus operaciones de activo, y no son un segmento de mercado tan estable como el sector de economías domésticas.

Por otro lado, las unidades familiares están aumentando su importancia como transmisoras de la política monetaria en la medida en que las variaciones de determinadas variables económico-financieras se trasladan cada vez

más rápidamente a sus decisiones de inversión y endeudamiento (véase Peñalosa, 1997). Esta tendencia se acentúa conforme los factores coyunturales, como el riesgo de insolvencia, pierden importancia y las economías domésticas ganan capacidad de negociación e intentan renovar y actualizar sus operaciones, incluso las de largo vencimiento (créditos hipotecarios). Estos hechos se apoyan, además, en un incremento considerable de la cultura y sofisticación financiera de las familias españolas.

Una vía útil para analizar la situación financiera de un sector como el familiar es el estudio de su posición financiera neta. En este sentido, conviene analizar separadamente sus inversiones financieras y su nivel de endeudamiento, puesto que su evolución y características, pese a estar condicionadas por elementos comunes, son muy distintas. Para el análisis de estas dos vertientes financieras del ahorro familiar —inversión y endeudamiento—, se debe tener en cuenta, igualmente, la tradicional separación entre modelos teóricos y evidencia empírica. Muchas de las variables consideradas relevantes en los modelos teóricos explicativos de las decisiones de colocación del ahorro o de endeudamiento de las familias, no tienen relevancia en determinados períodos, en los que otros factores explicativos actuaron con mayor fuerza sobre las decisiones financieras de las economías domésticas.

Conviene realizar otra distinción más, de carácter temporal.

Si se analiza el ahorro financiero de las familias en épocas recientes, se deben considerar dos períodos muy distintos. El primero transcurre desde principios de los años ochenta hasta la crisis financiera al inicio del decenio de los noventa. Estos años están caracterizados por un importante aumento del endeudamiento que se traduce en un debilitamiento de la posición financiera neta de las familias españolas, en línea con lo acontecido en otros países occidentales. El segundo de los períodos se desarrolla durante la década de los noventa, hasta hoy, y representa un proceso de recuperación generalizada del ahorro financiero, a la par que se produce una progresiva y generalizada mejoría de la coyuntura económica.

En el estudio del ahorro financiero, las posiciones activas y pasivas de las familias son, pues, un elemento que requiere un análisis exhaustivo. El tratamiento de estas variables para España no es, sin embargo, una tarea fácil. La escasez de datos microeconómicos a escala familiar y la periodicidad anual de gran parte de la información ofrecida en algunas series dificulta enormemente el simple acopio de la información muestral necesaria.

Mediante el presente artículo se pretende alcanzar varios objetivos. El primero, analizar las variables que los modelos teóricos consideran fundamentales en la explicación de la posición financiera neta de las familias. Para ello, resulta conveniente tratar de forma separada la inversión y el endeudamiento financieros de las economías domésticas y observar, en cada caso, qué factores explicativos se han manifestado como relevantes en nuestro país en el período 1987-1997, para luego extraer conclusiones desde una perspectiva global, es decir, desde la óptica

del ahorro financiero neto. Posteriormente, el tercero de los apartados de este trabajo repasa brevemente la evolución del ahorro financiero de las principales economías occidentales en el período 1987-1996 (último período disponible en las *Financial Accounts* de la OCDE). A continuación, se compara la evolución de las inversiones financieras —y sus principales componentes—, y la de los pasivos financieros de las economías domésticas occidentales con la de las variables económicas y financieras que, desde el punto de vista teórico, son los principales factores explicativos de aquéllas. El quinto y último de los apartados plantea brevemente las perspectivas futuras de las decisiones financieras familiares en España. Son muchas las perspectivas que se abren con respecto al ahorro financiero en nuestro país, fundamentalmente derivadas de la próxima reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y del desarrollo de los mercados de activos financieros en el nuevo contexto europeo con el euro.

II. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS ECONOMÍAS DOMÉSTICAS: INVERSIÓN Y ENDEUDAMIENTO

Durante la década de los ochenta, los niveles de ahorro de las familias se fueron debilitando paulatinamente, ante todo, debido a un importante incremento de los niveles de endeudamiento. En los años noventa, sin embargo, se da una importante recuperación del ahorro financiero familiar, que se mantiene en niveles bastante elevados. Esta

evolución ha sido, en términos generales, bastante similar en buena parte de las principales economías occidentales. Sin embargo, como se observará más adelante, unos factores explicativos se revelan como especialmente significativos en algunos países frente a otros, y son la causa de ciertas diferencias cuantitativas y cualitativas entre países. En España, el ahorro financiero neto ha seguido la tendencia descrita anteriormente, como puede observarse en el gráfico 1.

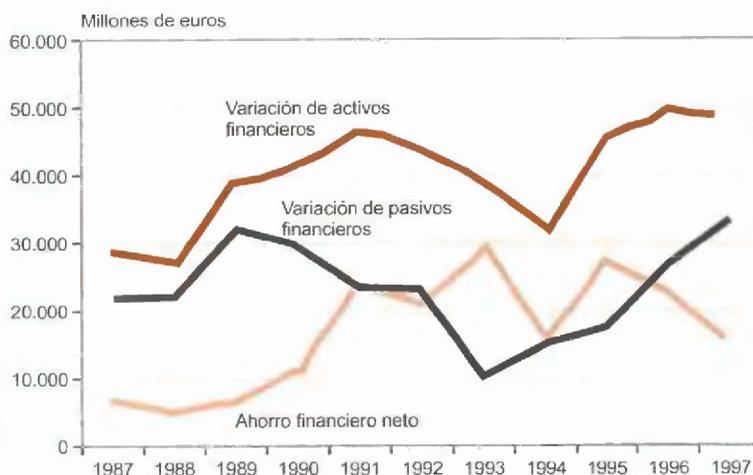
En primer lugar, hay que indicar que, a pesar de los altos niveles de endeudamiento durante la década de los ochenta, la variación neta de los activos financieros de las familias españolas supera siempre a la de sus pasivos. No obstante, la debilidad del ahorro financiero se hace patente en 1989, ya que se da la mayor variación neta de pasivos financieros. Este año marca un claro punto de inflexión, puesto que a partir de esta fecha se pro-

duce una recuperación paulatina de las tasas de ahorro financiero, ante todo, por el fuerte crecimiento de la variación neta de activos financieros en manos de las economías domésticas.

1. La inversión financiera de las familias

La renta disponible es uno de los numerosos factores que condicionan las decisiones que toman las economías domésticas en la canalización de su ahorro hacia la inversión en activos financieros. Una evolución positiva de la renta suele estar acompañada de incrementos en la inversión. La evolución de la inversión real de las familias en España sigue una senda muy similar a la de su renta disponible. Sin embargo, los componentes de la inversión son muy variados (desde vivienda hasta activos financieros), y no todos ellos se financian mediante ahorro, sino que, en muchas ocasiones, se acude al endeudamiento finan-

GRÁFICO 1
AHORRO FINANCIERO NETO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS
1987-1997



ciero. La renta y las expectativas de renta inciden, pues, tanto en la inversión en activos financieros como en el pasivo de las economías domésticas. En España, gran parte del aumento del endeudamiento del decenio de los ochenta viene explicado por la renta disponible de las familias y sus expectativas de renta. De igual forma, las altas tasas de inversión financiera que se observan en los últimos años de la década de los noventa están acompañadas de un crecimiento positivo y moderado de la renta (1).

Los tipos de interés son otro factor explicativo relevante (y no menos paradójico) para el ahorro y la inversión financiera familiar. El comportamiento de los tipos de interés respecto al ahorro es bastante peculiar en España. Generalmente, se entiende que un incremento de los tipos de interés estimula el ahorro por cuanto la remuneración futura de las colocaciones puede aumentar igualmente. En España, como en otros países, como se comprobará más adelante, parece no existir una relación claramente definida entre los tipos de interés y las variables financieras familiares consideradas. Durante la década de los ochenta, los niveles de inversión en activos financieros eran muy altos, cuando los tipos de interés eran, igualmente, elevados, y sin embargo, el incremento de los pasivos financieros mermó las tasas de crecimiento del ahorro financiero. Conforme se avanza en la década de los noventa, se experimenta una reducción lenta pero continuada de los tipos de interés, que viene acompañada de altas tasas de inversión en activos financieros. Parte de este comportamiento se explica por la mayor importancia de otros factores en determinados períodos y porque los tipos de interés no inciden tan sólo de modo cuantitativo, si-

no también cualitativamente. En efecto, los tipos de interés han alterado la composición relativa de los activos financieros familiares, puesto que, junto con el tratamiento fiscal no neutral de los distintos instrumentos financieros, han reducido significativamente la importancia de los depósitos bancarios y han aumentado enormemente el patrimonio de los fondos de inversión y la cartera de activos mobiliarios. Estos instrumentos financieros se han visto favorecidos por un buen comportamiento de los índices bursátiles hasta fechas recientes (2), que se han visto, a su vez, alentados por el descenso paulatino y continuado de los tipos de interés. Por tanto, el incremento del ahorro y la inversión financiera al bajar los tipos de interés se explica, en parte, porque los nuevos activos hacia los cuales las familias dirigen sus inversiones financieras están vinculados a rendimientos distintos de los tipos de interés, pero influenciados positivamente por un comportamiento moderado de éstos.

La repercusión de la presión fiscal puede ser también notable. Puede incidir negativamente de dos modos. El más directo, incrementando las cargas fiscales sobre el ahorro. La vía indirecta, aumentando los impuestos sobre la renta disponible. Las repercusiones de la presión fiscal sobre la inversión en activos financieros en España se pueden afrontar desde varios puntos de vista. Las principales consecuencias se derivan del carácter progresivo del IRPF (ya que, conforme se asciende en el nivel de renta, se suele ahorrar más) y del tratamiento fiscal discriminatorio sobre el ahorro financiero, que ha contribuido a la alteración de la composición relativa de la cartera de activos financieros en poder de las familias españolas.

Se debe también tener en cuenta otro aspecto interesante de la acción del sector público a través de la fiscalidad. De acuerdo con el modelo del ciclo vital, el incremento del segmento de habitantes en edad de trabajar impulsa el ahorro, mientras que un envejecimiento de la población lo debilita. En España se puede hablar de ciclo vital siempre que se considere el papel de los impuestos y el consumo de gasto público. La consideración de estos elementos corrige el aparente menor ahorro de los estratos de menor edad frente a los de mayor edad (puesto que estos cuentan con un saldo muy positivo en la diferencia consumo de «gasto público-impuestos») y hace posible la existencia de un modelo de ciclo vital que recuerde la importancia de la demografía en el ahorro. Por otro lado, en nuestro contexto —esto es, en términos de elección entre los distintos activos financieros—, el envejecimiento progresivo de la población supone un sesgo hacia las fórmulas de ahorro a largo plazo y los productos de previsión.

2. El endeudamiento financiero de las familias

Endeudamiento e inversión tienen en común numerosos factores explicativos, aunque los efectos de tales variables sobre ambos son, evidentemente, diferentes. Si bien la inversión en instrumentos de naturaleza financiera ha presentado un comportamiento más lineal desde los ochenta, el endeudamiento muestra una evolución mucho más irregular en España.

Las primeras variables de especial relevancia para el endeudamiento son la renta familiar disponible y las expectativas futuras de renta. La buena marcha

de ambos indicadores, sobre todo las expectativas, puede motivar un mayor endeudamiento. En España, la reactivación de la economía durante la segunda mitad de los años ochenta repercutió favorablemente en la renta y las expectativas de las familias, al tiempo que se produjo una revalorización de su riqueza financiera, hecho que les reportó mayor seguridad y animó el endeudamiento.

Otro factor crucial para el fomento del endeudamiento familiar, al menos desde una perspectiva teórica, es un comportamiento moderado de los tipos de interés de referencia, ya que esto supone un menor pago de cargas financieras futuras derivadas del endeudamiento. Por último, el empleo y las expectativas respecto a éste son otros determinantes importantes en las decisiones de endeudamiento, puesto que fomentan la confianza de las economías domésticas ante los compromisos de amortización futura y de pago de intereses.

Como se ha advertido con anterioridad, el comportamiento del endeudamiento en España es, cuando menos, singular (3). Du-

rante la década de los ochenta, los tipos se mantuvieron bastante elevados, y las familias no parecían conceder suficiente importancia a los altos pagos futuros por intereses a que se comprometían. Otros factores, como el nivel de renta disponible, las expectativas de renta o la situación de la riqueza financiera, fueron antepuestos por las familias como criterios de decisión. Lamentablemente, las expectativas, en contraste con los tipos de interés, no son un hecho constatable en el presente. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que el crédito para fines de consumo fue la modalidad con mayor crecimiento en su demanda en aquellos años (véase cuadro n.º 1) y las cuotas de amortización que se solían pactar eran, generalmente, de carácter progresivo y a un plazo medio-largo (de tres a cinco años), lo que acumuló los pagos al término del período. Finalmente, las expectativas sobre la renta y el empleo no se realizaban, a medida que transcurría la década, según lo esperado. Estos hechos provocaron que muchas familias no pudieran hacer frente a sus compromisos de pago y que su insolvencia aumentara fuertemente la *ratio* de mo-

rosidad en las operaciones de activo de las entidades de depósito.

Desde 1993 comienza un proceso de recuperación de la posición financiera de las familias, y una considerable mejoría de los resultados y la gestión de la insolvencia de las entidades de depósito. En este sentido, bancos y cajas han apostado fuertemente por el crédito hipotecario como modalidad de crédito familiar; entre otros motivos, porque este tipo de operaciones de activo posee un riesgo menor que el crédito con fines de consumo o a empresas no financieras. En esta década, los tipos de interés recuperan su papel de estímulo al crédito progresivamente, situándose en niveles muy inferiores a los registrados en años precedentes y recuperando así gran parte de su poder explicativo del comportamiento financiero de las familias ante el endeudamiento (véase Fuentes, 1995).

El crédito de las entidades de depósito es, pues, el elemento básico en la composición del endeudamiento de las economías domésticas. La estimación de las variables que influyen en el mayor o menor volumen de crédito

CUADRO N.º 1

CRÉDITO POR FINALIDADES DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO A PERSONAS FÍSICAS
(Miles de millones de pesetas)

	Vivienda	Consumo	Otras	Total
1989.....	3.178	1.282	2.540	7.000
1990.....	3.983	1.431	2.451	7.865
1991.....	4.948	1.510	2.473	8.931
1992.....	7.036	1.424	2.988	11.448
1993.....	8.568	1.396	3.105	13.069
1994.....	10.282	1.472	2.945	14.699
1995.....	11.593	1.561	3.237	16.391
1996.....	13.203	1.654	3.324	18.181
1997.....	16.133	1.956	3.479	21.568

Fuente: Banco de España.

puede ser una buena aproximación a la demanda de endeudamiento en España. En este sentido, es conveniente analizar la composición del mismo. La financiación a vivienda es, hoy en día, el componente fundamental y, junto con el crédito al consumo, agrupa la inmensa mayoría del crédito y el endeudamiento familiares (véase cuadro n.º 1). Variables tales como el precio de la vivienda, la proporción de renta destinada a vivienda o la evolución de los tipos de interés de créditos hipotecarios y de consumo, pueden incidir considerablemente, aun haciéndolo de modo indirecto, en las decisiones de endeudamiento familiar (véase Canner, Luckett y Durkin, 1994).

Si lo que se pretende es averiguar la influencia de las variables anteriormente comentadas en la evolución de la inversión en activos financieros de las familias y del crédito a las economías domésticas, debe afrontarse el problema de la escasez de datos disponibles para su tratamiento estadístico. Bajo esta limitación, trataremos de realizar un ejercicio empírico en el que se observe la posible evolución temporal de las variables consideradas en relación con la inversión en activos financieros y el endeudamiento de las familias. Antes de acometer este ejercicio, conviene realizar un breve repaso de la posición financiera neta de las principales economías internacionales y observar la influencia de las distintas variables analizadas en la explicación de los niveles de ahorro financiero neto.

III. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL AHORRO FINANCIERO FAMILIAR EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS OCCIDENTALES

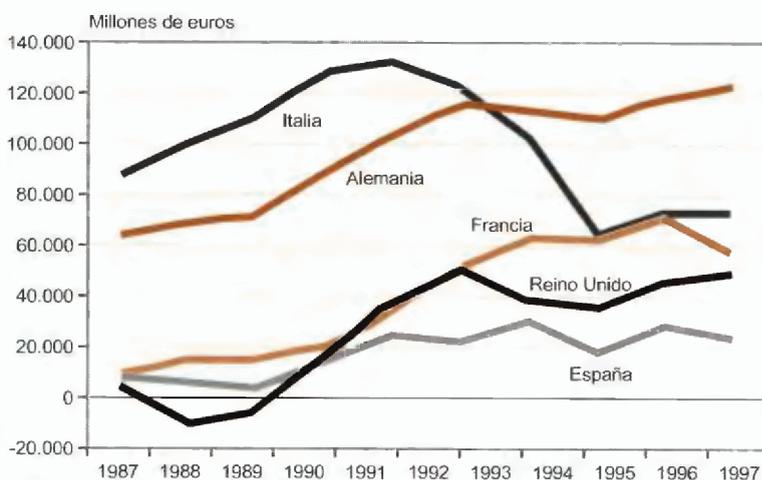
Las tendencias en la evolución de la posición financiera neta de los principales países de la Unión Europea y la de las economías más grandes a escala internacional, en general, han sido relativamente similares, si bien existen diferencias cuantitativas y cualitativas que conviene analizar. La observación general es una recuperación paulatina de los niveles de ahorro financiero neto de las familias durante la década de los noventa. Este fenómeno está precedido por un período de crisis de insolvencia, que fue un fenómeno común en la mayoría de las economías occidentales en los años precedentes, como consecuencia de los altos niveles de endeudamiento registrados (véase Castro, 1996 y 1997b).

Como se observa en el gráfico 2, las economías domésticas

de los principales países de la Unión Europea, excepto las italianas, han elevado de forma paulatina su ahorro financiero neto durante la última década. En términos absolutos, destaca Alemania, que se sitúa en cotas muy superiores al resto de los países considerados. Las familias italianas, tras un período de ahorro financiero extraordinario, han tendido a converger a la baja con el resto en una senda de crecimiento más moderada. Sin duda, las unidades familiares españolas presentan la tendencia más marcada al alza en términos de ahorro financiero neto desde 1991.

En otros países occidentales no considerados en el gráfico anterior, como EE.UU., la recuperación de las tasas de ahorro y los niveles alcanzados siguen la misma senda, haciendo crecer mucho más rápidamente su variación neta de activos que la de pasivos durante los noventa, multiplicándose por cuatro su ahorro financiero neto familiar en la última década (véanse las

GRÁFICO 2
AHORRO FINANCIERO NETO. 1987-1996



Financial Accounts de Estados Unidos, publicadas por la OCDE).

Como se mostró en un trabajo anterior (Carbó y Rodríguez, 1998), la composición relativa del patrimonio y el ahorro financiero ha sufrido importantes transformaciones durante la década de los noventa. Empleando datos de las *Financial Accounts* (OCDE), en los países en los que las entidades de depósito tienen un importante peso específico, como Alemania y España, los depósitos bancarios siguen estando entre los preferidos. Su crecimiento, sin embargo, es mucho más lento, en contraste con otros instrumentos financieros —como los fondos de inversión en España o los fondos de pensiones en Alemania—, cuya participación en la variación de activos ha sido muy superior. En Francia, la inversión en acciones representaba en 1996 un 34 por 100 del patrimonio financiero de las familias. Los valores mobiliarios aumentan también su importancia en las economías domésticas españolas, que se aleja progresivamente de sus preferencias tradicionales. La importancia tradicional de la renta fija (fundamentalmente estatal y a largo plazo) en Italia deja paso, lentamente, a la renta variable. A pesar de la representatividad de la renta fija y variable en países como Francia y el Reino Unido, se observa una progresiva e inusitada tendencia en estos países hacia el efectivo y los depósitos. El destino fundamental del ahorro financiero de las familias americanas son los productos de previsión (planes y fondos de pensiones), y se da una alternancia significativa en los últimos años entre la renta fija y la variable, lo que indica un comportamiento muy elástico de estas unidades familiares ante cambios en las condiciones de mercado (4).

El endeudamiento es la explicación fundamental de la merma en las tasas de ahorro en estos países durante los ochenta, que responde en gran medida al incremento del porcentaje de deuda/PIB (véase Santillán, 1997). Los países que partieron de tasas superiores, como EE.UU. y Canadá, convergieron a la baja progresivamente con otros como Reino Unido, Alemania o Japón. Otros, como Francia o España, mantuvieron este índice en niveles algo inferiores, pero no menos considerables. La estructura de la deuda familiar en las economías occidentales se volcó progresivamente en el crédito hipotecario (excepto en Japón, donde el crédito al consumo mantuvo una gran importancia relativa). La elevación de las tasas de morosidad fue un hecho generalizado, y sufrido especialmente en determinados países (entre ellos Canadá, EE.UU. y el Reino Unido), siendo menor en algunos como Alemania, y decreciente en otros, como Japón (véase Castro, 1996).

IV. EL AHORRO Y EL ENDEUDAMIENTO FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS: RELACIONES ENTRE LAS PRINCIPALES VARIABLES

La evidencia empírica de este apartado está condicionada por numerosos factores. La dificultad y escasez de datos es uno de ellos. Además, debe considerarse la naturaleza financiera de la mayor parte de las variables utilizadas, lo que condiciona de modo importante la interpretación de las estimaciones realizadas sobre las mismas.

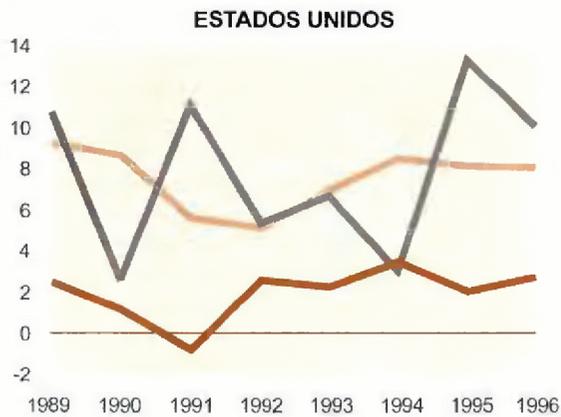
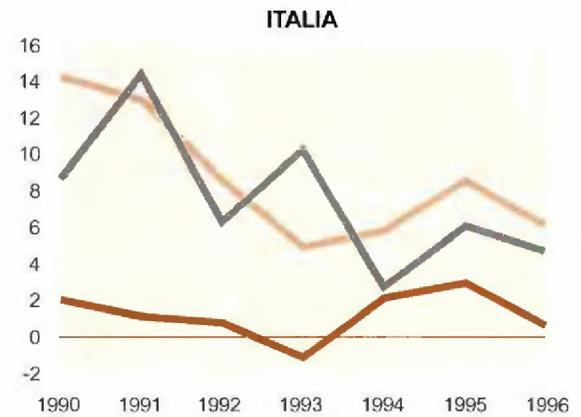
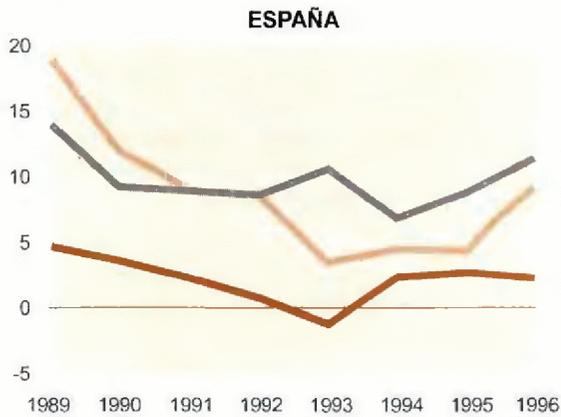
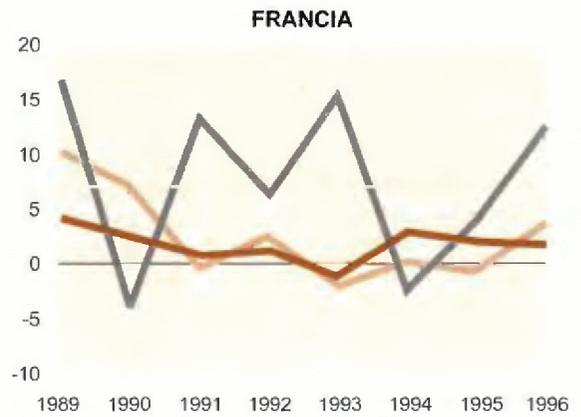
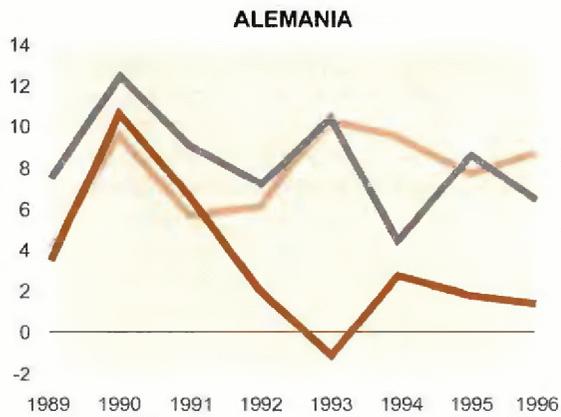
El objetivo empírico es la realización de un análisis gráfico de

las posibles relaciones entre activos (y pasivos) financieros, y un conjunto de variables explicativas como la renta real, los tipos de interés a corto plazo (interbancario) y los índices bursátiles. Para los activos financieros, se realiza una división entre dos conjuntos. El primero agrupa los depósitos y la renta fija, instrumento con rendimientos vinculados directamente con los tipos de interés. El segundo se refiere a la suma de acciones y participaciones en fondos de inversión cuyos rendimientos están asociados fundamentalmente a los índices bursátiles (5).

El análisis se realiza para cinco países (Alemania, España, Francia, Italia y Estados Unidos) (6). Los datos se obtuvieron de diferentes publicaciones de la OCDE: la fuente de los datos de la renta (PIB) real fueron las *National Accounts*; la de los activos y pasivos fueron las *Financial Accounts*; la de los tipos de interés e índices bursátiles fue *Financial Statistics*.

La primera variable considerada es la renta real, y en el gráfico 3 se representan sus tasas de variación, y la de activos y pasivos financieros en el período 1989-1996. Recordemos que la teoría sugiere que variaciones de renta están acompañadas, generalmente, por variaciones en el mismo sentido de la inversión y el endeudamiento financieros, aunque no necesariamente con la misma intensidad para ambos. Los dos países donde se observa una mayor relación en la evolución entre renta real y activos y pasivos financieros son Alemania y España. Las economías domésticas alemanas mantienen una evolución paralela para las tres variables hasta 1993 —año con una tasa de variación negativa en la renta—, aunque después de ese año parece difuminarse algo la relación, espe-

GRÁFICO 3
TASAS DE VARIACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS, PASIVOS FINANCIEROS Y RENTA REAL
(En porcentaje)



— Variación renta real
 — Variación activos financieros
 — Variación pasivos financieros

cialmente en el caso de la renta real y los activos financieros. En el caso de Alemania, no se pueden ignorar los efectos de la reunificación en 1990, que dan lugar, por ejemplo, a un elevado crecimiento de la renta real en ese año.

En España, parece apreciarse una evolución, en líneas generales, paralela de renta y activos financieros, y renta y pasivos financieros, para todo el período considerado. Únicamente en 1993, con una caída real de la renta, se aprecia en las economías domésticas españolas un comportamiento peculiar, debido a que se produce un elevado crecimiento de los activos financieros, en vez de un crecimiento reducido.

En el resto de los países considerados, solamente se observan unas tendencias en la misma dirección en el caso de la renta y los pasivos financieros. En cambio, no se observa relación clara alguna entre renta y activos financieros: estos últimos tienen un comportamiento de dientes de sierra, poco relacionado con la renta, en Francia y Estados Unidos a lo largo del período y en Italia hasta 1994.

En definitiva, la evidencia empírica del gráfico 3 muestra que la relación entre variaciones de renta y pasivos financieros parece ser positiva para los cinco países considerados, mientras que en el caso de los activos financieros, únicamente en España y en Alemania (en este último caso hasta 1993) se observa una evolución en la misma dirección que la renta.

El segundo de los factores considerados son los tipos de interés a corto plazo. Si bien los tipos son considerados habitualmente como una de las variables explicativas fundamentales de la

inversión financiera, en nuestro caso las variaciones de los agregados de activos y pasivos financieros no parece guardar relación alguna con las variaciones en los tipos de interés (véase gráfico 4). Ello puede deberse, entre otros factores, a las fuertes oscilaciones que en la última década han presentado los tipos de interés, especialmente desde 1993. Sin embargo, como se percibe en el gráfico 5, sí que parece observarse algún vínculo interesante entre la variación de los tipos y la de los dos principales componentes de los activos financieros (depósitos y renta fija, por un lado, y acciones y participaciones en fondos de inversión, por otro).

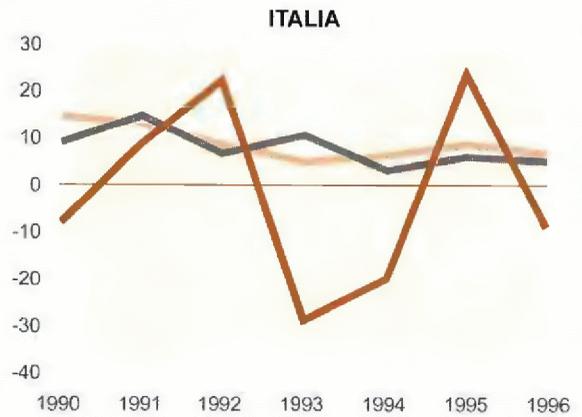
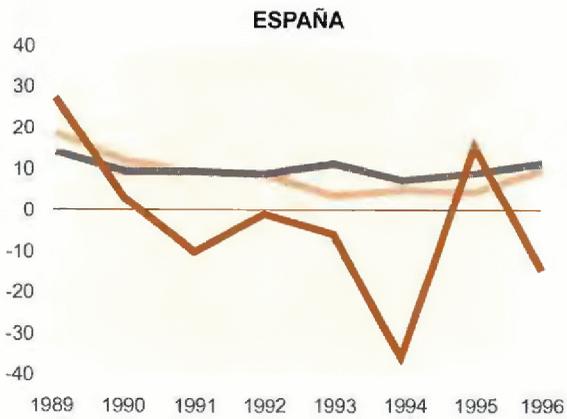
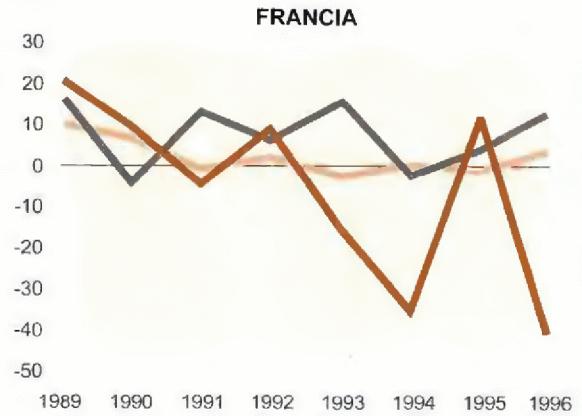
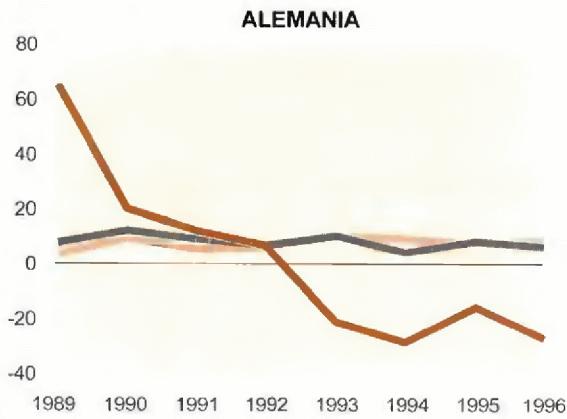
Si se analizan, por ejemplo, las variaciones en depósitos y renta fija, se observa cómo éstas han presentado menores tasas de crecimiento que las acciones y los fondos en Alemania, Francia, España y Estados Unidos durante el período analizado, en el que los tipos han tendido a disminuir, excepto en los repuntes de 1994-1995 para Estados Unidos y de 1995 para España y Francia. Asimismo, como cabía esperar, es precisamente en esos años de aumento de los tipos en Estados Unidos, Francia, España y Alemania —para este último país, más que repuntes, son unas menores caídas de los tipos— cuando tienden a crecer más los instrumentos de renta fija en las carteras de las familias. Por su parte, los mayores incrementos en la renta variable de estos cuatro países se producen en los años de mayores reducciones de los tipos de interés.

La evolución de depósitos y renta fija y renta variable en las familias italianas tiene ciertas peculiaridades. Las tasas de variación de los depósitos y renta fija, bastante lineal y, en la mayoría de los años, por encima de la

renta variable, no parece guardar vínculo alguno, salvo en algún año puntual, con las intensas variaciones de los tipos de interés. En esta situación influye, sin duda, la tradicional preferencia de las economías domésticas italianas por los depósitos y, muy especialmente, por la renta fija; en particular, por la deuda pública. Por ello, en Italia se observan los menores crecimientos de los instrumentos típicos de desintermediación financiera, como los fondos de inversión y las acciones.

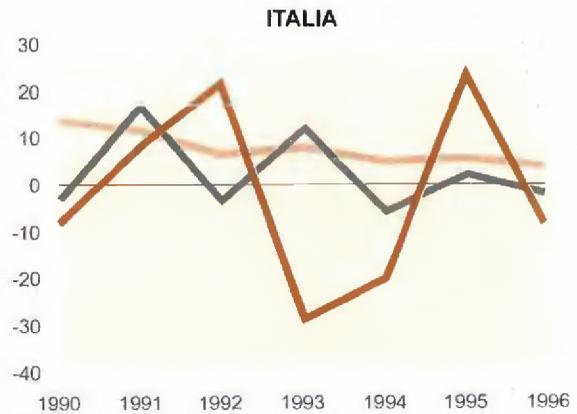
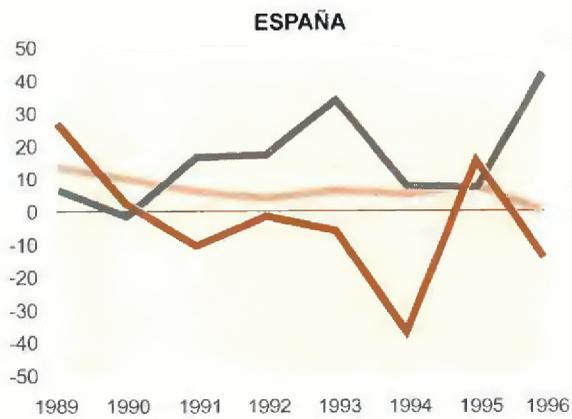
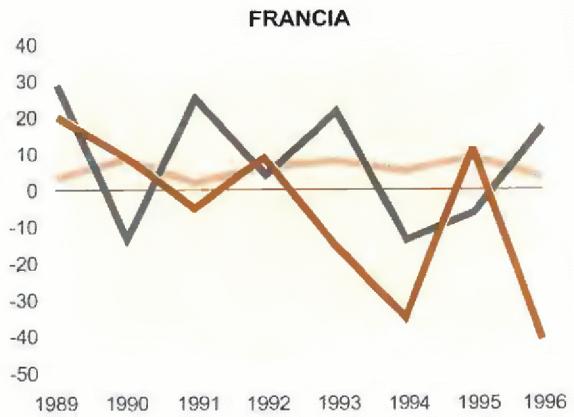
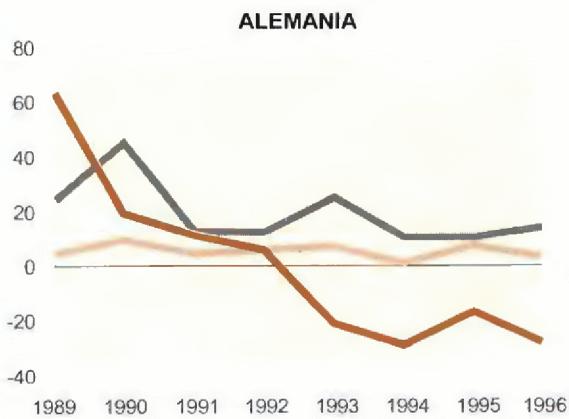
A pesar de las limitaciones expuestas, no se debe restar importancia a los tipos de interés como variable explicativa de las decisiones de inversión y endeudamiento financieros. Lo que sí parece evidente es que si los tipos siguen una senda moderada, confieren cierta estabilidad a los mercados y al sistema, y propician (junto con otras variables) un buen comportamiento de los índices bursátiles. En este sentido, los tipos de interés tienen un papel decisivo en las decisiones de endeudamiento e inversión (en cierto modo indirecto), desde que son considerados como determinantes fundamentales de otras variables, como los índices bursátiles y las expectativas. No obstante, en el caso español, por ejemplo, no se puede dejar de considerar ciertos elementos que pueden distorsionar la importancia de los tipos de interés. Uno de ellos, las alteraciones producidas por el diferente tratamiento fiscal a la materialización del ahorro en nuestro país, que pueden hacer que la rentabilidad después de impuestos sea un criterio de elección más válido. Otro factor de distorsión es el retraso con el que las variaciones (fundamentalmente decrementos) en tipos de interés se trasladan a los activos en los que las familias materializan sus inversiones (o deciden su endeudamiento).

GRÁFICO 4
TASAS DE VARIACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS, PASIVOS FINANCIEROS
Y TIPOS DE INTERÉS
(En porcentaje)



— Variación tipos interés
 — Variación activos financieros
 — Variación pasivos financieros

GRÁFICO 5
TASAS DE VARIACIÓN DE DEPÓSITOS Y RENTA FIJA, ACCIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN
Y TIPOS DE INTERÉS
 (En porcentaje)



- Variación tipos de interés
- Variación acciones y fondos de inversión
- Variación depósitos y renta fija

La última variable, sobre cuyas variaciones estudiamos el comportamiento de las familias, son los índices bursátiles. El caso más acorde con los modelos teóricos es el estadounidense, cuyas familias mantienen un porcentaje muy sustancial de sus activos en instrumentos de renta variable, consecuencia del elevado peso de los mercados de capitales en el sistema financiero de ese país. Como se observa en el gráfico 6, las variaciones en los índices bursátiles norteamericanos siguen un comportamiento muy similar a las de los activos financieros —cuyo agregado se ve afectado por la elevada importancia relativa de la renta variable—, y a las de acciones y fondos de inversión. Las familias españolas presentan un comportamiento igualmente coherente, aunque no tan exacto, a las variaciones en las cotizaciones. Tan sólo los años 1992 y 1995 evolucionan de forma distinta a la esperada, puesto que las economías domésticas españolas mantuvieron el ritmo creciente en su inversión, en acciones y fondos de inversión, aunque la cotización media descendiera en esos períodos. Las relaciones entre los índices y los activos (sobre todo, renta variable) parecen afianzarse conforme avanza la década merced al buen comportamiento de la Bolsa y de la negociación de fondos de inversión.

En Alemania ocurre algo parecido: los inversores parecen seguir más las tendencias generales que pequeñas caídas, e incrementan sus activos en acciones y participaciones en fondos de inversión a pesar de que, en determinados períodos, se produzcan ciertas correcciones en los índices bursátiles que no alteran una tendencia general al alza. En otros países, como Italia o Francia, no se puede encontrar

una relación tan definida. En el caso de las familias italianas, el punto de partida son altos niveles de ahorro expresados en renta fija, y la renta variable, a pesar de incrementar su participación, aún no es suficientemente representativa. Por su parte, los índices bursátiles en Francia han presentado continuos vaivenes durante la década. Asimismo, las economías domésticas galas empiezan a mostrar su preocupación por la inversión en otro tipo de instrumentos de ahorro, como los productos de previsión. La renta variable, pues, pierde gran parte de su participación en la variación total de activos, en favor de los productos de aseguración (véase Carbó y Rodríguez, 1998).

En suma, la evidencia empírica mostrada en este apartado refleja que sólo en parte se evidencian algunos de los vínculos entre los agregados de activos y pasivos financieros de las familias y sus factores explicativos. La evidencia no es homogénea para todos los momentos del tiempo ni para los diferentes países. En cualquier caso, el comportamiento financiero de las economías domésticas españolas se encuentra entre los más sofisticados de los países analizados, y entre los que más se acercan a las relaciones teóricas esperadas.

Por último, antes de analizar las perspectivas futuras del ahorro financiero familiar en España a partir de los resultados obtenidos, se debe indicar que en la evidencia empírica no se han considerado las reservas técnicas de seguro —productos de previsión, seguros y fondos de pensiones—, debido a que los principales factores explicativos del comportamiento de estos instrumentos no se encuentran en la evolución de variables financieras como los tipos de interés

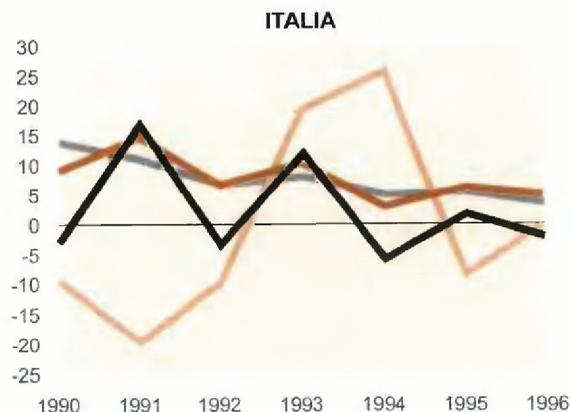
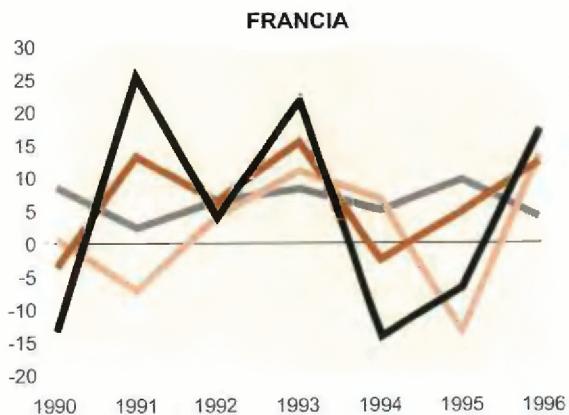
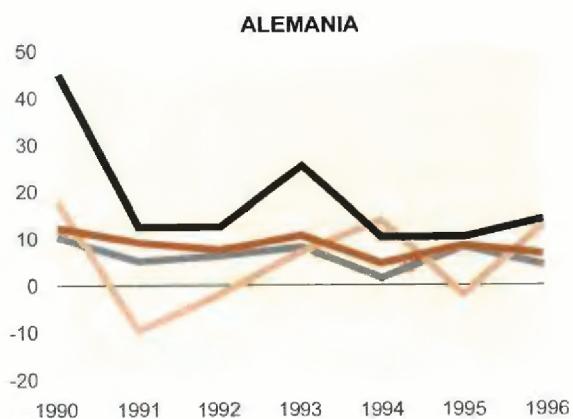
o los índices bursátiles —que, sin duda, pueden tener alguna influencia, aunque sea limitada—, sino en aspectos demográficos (envejecimiento de la población) o de tipo social (incertidumbre en el empleo) o cultural (preferencia de la población de algunos países, como Estados Unidos, Reino Unido y Francia, por estos instrumentos de ahorro a largo plazo).

V. PERSPECTIVAS PARA EL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS EN ESPAÑA

Los resultados anteriores parecen evidenciar una creciente sofisticación de las familias españolas a la hora de tomar sus decisiones financieras de inversión y endeudamiento. La coherencia y racionalidad de este comportamiento de las economías domésticas de nuestro país, junto al grado de desarrollo y madurez del sistema financiero español, alcanzado en los últimos años, deja sin justificación la existencia de distorsiones normativas que concedan ventajas/desventajas fiscales a unos instrumentos financieros frente a otros.

Es en este contexto donde conviene analizar las perspectivas futuras para la inversión y el endeudamiento financieros de las familias españolas. Han sido numerosos los factores que han incidido en la evolución cuantitativa y en la composición relativa de la cartera de activos y pasivos financieros de las economías domésticas españolas. Muchos de ellos se derivan de la extensión de los procesos de desregulación y desintermediación, de la legislación (tratamiento fiscal al ahorro, regulación de mercados e instrumentos financieros) y de la propia coyuntura

GRÁFICO 6
TASAS DE VARIACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS, DEPÓSITOS Y RENTA FIJA,
ACCIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN E ÍNDICES BURSÁTILES
(En porcentaje)



- Variación acciones y fondos de inversión
- Variación depósitos y renta fija
- Variación activos financieros
- Variación índices bursátiles

económica (creación de la moneda única, convergencia y comportamiento moderado de la inflación y los tipos de interés).

En los próximos años, son muchos los factores que pueden revelarse como especialmente importantes en la composición y evolución del ahorro financiero familiar. Entre ellos, destaca la próxima reforma de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y la inminente consecución de la moneda única europea.

Aunque es difícil establecer qué efecto cuantitativo pueda tener la reforma del impuesto sobre la renta, sí que parece claro que se puede producir un cambio cualitativo significativo en las tendencias en el ahorro financiero de las familias. Desde hace varios años, se viene comentando el desigual tratamiento fiscal dado al ahorro, favoreciendo a los productos de inversión colectiva frente a otros como los depósitos. La reforma del IRPF, si bien no elimina completamente este tratamiento desigual, parece que puede corregir algo esa falta de neutralidad. Así, por ejemplo, la citada reforma puede favorecer, para familias con determinados niveles de ingresos —por ejemplo, de renta media—, una cierta preferencia por los depósitos a largo plazo (más de dos años) frente a los fondos de inversión, o al menos favorecer esta tendencia. Los estratos más altos de renta pueden encontrar en los productos de previsión su mejor elección financiero-fiscal, lo que puede favorecer el incremento de la tendencia (ya iniciada) hacia la adquisición de productos de previsión. En cualquier caso, estas predicciones se fundamentan en la consideración del inversor español como poco arriesgado, lo cual puede no ser tan evidente en los últimos años, en

los que se ha incrementado enormemente la cultura y sofisticación financieras.

Finalmente, la futura unión económica y monetaria, con el euro como única divisa, en el ya logrado marco de liberalización de los movimientos de capitales, conducirá a una mayor integración y competencia financiera en Europa. Todo ello va a ampliar de forma sustancial las alternativas de inversión financiera en otros países, con lo que a las familias españolas se les amplía el abanico de los destinos financieros de su ahorro. Esto último, leído en clave de los intermediarios y mercados financieros españoles, supone un reto de futuro muy importante, ya que los activos financieros españoles estarán en clara competencia con los del resto de países pertenecientes a la unión monetaria. Es conveniente, en suma, que desaparezca —o, como mal menor, se atenúe—, la falta de neutralidad normativa y fiscal en el tratamiento de los instrumentos de ahorro para que los activos financieros españoles no se encuentren en desventaja, o en una situación de mayor incertidumbre, en un contexto de fuerte competencia financiera.

NOTAS

(1) Para una mejor comprensión de las relaciones entre las principales variables reales y el ahorro en España, véase OLIVER, RAYMOND y PUJOLAR (1997) y RAYMOND (1998).

(2) Está todavía por ver la incidencia de las fuertes caídas en las cotizaciones bursátiles de los últimos meses sobre la distribución del ahorro entre los diferentes activos financieros.

(3) Para un análisis detallado de la evolución del endeudamiento y de los problemas de insolvencia de las familias españolas durante la segunda mitad de los años ochenta y primeros noventa, véanse los trabajos de CASTRO (1997a y 1997b).

(4) Véase CARBÓ y RODRIGUEZ (1998) para un análisis comparativo de las estructuras del patrimonio y el ahorro financiero de las familias de los principales países occidentales.

(5) Aunque no exclusivamente, ya que la rentabilidad de ciertos fondos de inversión (como los fondos de inversión en activos del mercado monetario o FIAMM y los fondos de inversión mobiliaria, con un elevado peso de la renta fija) está muy vinculada a los rendimientos de los tipos de interés y, en escasa medida, a los índices bursátiles.

(6) No se incluye el Reino Unido por la ausencia de datos *stock* (patrimonio financiero).

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (1998), *Cuentas financieras de la economía española (1988-1997)*, Madrid.

CANNER, G. B.; LUCKETT, C. A., y DURKIN, T. A. (1994), «Home equity lending: Evidence from recent surveys», *Federal Reserve Bulletin*, julio, págs. 571-583.

CARBÓ, S., y RODRIGUEZ, F. (1998), «Destinos financieros del ahorro de las familias: una comparación internacional», *Cuadernos de Información Económica*, número 131, febrero, págs. 57-66.

CASTRO, A. E. (1996), «La deuda de las familias en la economía internacional», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 749, enero, págs. 142-158.

— (1997a), «El endeudamiento de las familias españolas con fines de consumo», *Cuadernos de Información Económica*, número 120-121, págs. 208-217.

— (1997b), «Problemas de insolvencia de las economías domésticas en España», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, núm. 764, julio-agosto, páginas 77-93.

FUENTES, I. (1995), «Evolución reciente del crédito bancario: efectos sobre la financiación de las familias y de las empresas», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre, págs. 37-49.

OCDE, *Financial Accounts*, varios países, varios años.

OLIVER, J.; RAYMOND, J. L., y PUJOLAR, D. (1997), «El ahorro de las familias en España: una perspectiva de ciclo vital», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 70, páginas 55-83.

PENALOSA, J. M. (1997), «La posición financiera de los agentes y la política monetaria», en Servicio de Estudios del Banco de España, *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza Editorial, capítulo 18, págs. 733-781.

RAYMOND, J. L. (1998), «Motivaciones actuales del ahorro: el papel del ahorro-previsión», *Nuevas perspectivas del ahorro*, CECA, LXXVII Asamblea General.

SANTILLAN, J. (1997), «El ahorro en el mundo: evolución histórica y perspectivas», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre, págs. 43-51.

Resumen

El presente artículo analiza las dos principales decisiones financieras de las familias: inversión y endeudamiento. Tras repasar los factores explicativos, tanto de carácter teórico como empírico, de las inversiones financieras y el endeudamiento, se lleva a cabo un análisis comparativo sobre la materialización financiera del ahorro y el endeudamiento de las economías domésticas de los principales países occidentales, con especial énfasis en el caso español. Los resultados empíricos reflejan que sólo parcialmente se cumplen algunos de los vínculos entre los agregados de activos y pasivos financieros de las familias y sus factores explicativos teóricos. En cualquier caso, la creciente sofisticación financiera de las familias españolas parece dejar sin justificación las distorsiones normativas y fiscales que existen en la actualidad en materia de activos financieros.

Palabras clave: familias, ahorro, inversión financiera, endeudamiento, renta real, tipos de interés, índices bursátiles.

Abstract

This article analyses the two main financial decisions of households which are investment and debt. After a survey of the main explanatory variables for both financial savings and debt, an international comparative study is undertaken to detect the differences in terms of these financial decisions of families. The empirical results show that the theoretical links between financial investment (and debt) and their explanatory factors are only partly evidenced. The increasing financial culture of Spanish households do not support the existence of normative and tax distortions for the different financial assets.

Key words: households, savings, financial investments, debt, real income, interest rates, share prices.

JEL classification: D10, G21, E44.