



## 1. RESUMEN EJECUTIVO

**Domingo J. García Coto y Pedro Calvo Martínez**

### **1. El ahorro interno se perfila como un elemento clave para la economía española en los próximos años y su dinamización favorece la mejora de la competitividad. Las familias recuperarán su posición como principal suministrador de ahorro. El ahorro interno, motor de la regeneración económica**

El estallido de la crisis financiera en 2007 actuó como un despertador que recordó la importancia que desempeña el ahorro en la economía tras un periodo en el que había quedado en un segundo plano. Dicho punto de inflexión alcanza connotaciones aún más importantes en el caso español, donde la realidad venía deparando un intenso proceso de inversión a lo largo de dos décadas financiado con ingentes cantidades de ahorro exterior a la vez que el ahorro interno se mostraba claramente insuficiente. Ese proceso trajo aparejado un aumento generalizado del endeudamiento, que se ha revelado especialmente delicado en el caso del endeudamiento exterior de la economía española.

El ciclo económico actual lleva aparejado un nuevo entorno en el que el ahorro recupera su protagonismo y se perfila como uno de los elementos clave para la regeneración productiva y financiera de España en los próximos años. Si en los peores momentos de la crisis que comenzó en 2007 en España se acuñó la expresión «ahorro del miedo» para definir el fortísimo aumento del ahorro privado, la suavización de esa tendencia, visible en 2010 y acompañada de la reducción del desahorro del sector público apunta a un escena-

rio más estable. Un tiempo nuevo donde se promueva un aumento global del ahorro interno y un marco propicio para la eficiente asignación de ese ahorro hacia los proyectos de inversión que precisa la economía española. Elementos, en definitiva, cruciales para apoyar una recuperación sólida y sostenible de la economía española basada en el aumento de la productividad y competitividad de sus empresas.

En este ámbito del ahorro interno, las familias se articulan como el núcleo central de la acción y se constituyen como los proveedores principales de financiación de la economía. Sus ahorros sirven para que el tejido productivo del país pueda crecer, obtener fondos y acometer sus proyectos de inversión. La experiencia en los mercados de valores de los últimos años, demuestra que el ahorro de los hogares es un bien fundamental para lograr un desarrollo económico potente y sostenido, y como tal debería ser objeto de una atención especial.

Las familias españolas han sido las primeras en adaptarse al nuevo escenario dominante con una rapidez que ha sorprendido por su intensidad. Como detalla Didier Davidoff, director ejecutivo del European Savings Institute (ESI), «hasta la crisis financiera, España fue el país con la tasa de ahorro familiar más baja de los países grandes de la zona euro». En concreto, ese nivel llegó a reducirse hasta el 10,7% de la renta bruta disponible en 2007, entre cuatro y seis puntos porcentuales por debajo de los datos observados en países como Alemania, Francia o Italia. Esta situación dio un vuelco notable cuando, en 2008, la propagación de los problemas financieros a la



economía real se hizo más evidente. El cambio de percepción, y sobre todo de expectativas, de los hogares provocó una ruptura drástica de las tendencias vigentes. La tasa de ahorro retornó ese año hasta una zona próxima al 15% y continuó repuntando hasta el 18,1% en 2009, con lo que pasó a convertirse en la más alta entre los principales países de la zona euro, para moderarse hasta cotas próximas al 15% en 2010. Se confirma así el comportamiento cíclico que también acompaña a los hábitos de las familias. «Es normal que la tasa de ahorro familiar caiga durante las fases cíclicas de expansión y se recupere en las recesiones», certifica Ángel Laborda, director de coyuntura económica de Funcas.

Este viraje no ha sido casual. Viene determinado, precisamente, por la confluencia de dos factores: el propio impacto de la crisis y el deseo de los hogares de aligerar su carga financiera. Tal como sostienen los autores del capítulo destinado a la renta variable en la presente colección de estudios, «la recuperación del ahorro se está dando especialmente en países que, como España, se han visto golpeados simultáneamente por la crisis financiera y la inmobiliaria. Este proceso se está produciendo por una doble vía: la reducción del endeudamiento de los hogares y el aumento de la propensión al ahorro». En efecto, las familias, con los restantes agentes públicos y privados de la economía, buscan reducir las deudas contraídas durante el ciclo expansivo, un objetivo que fomenta el ahorro con el fin de que sea el antídoto para amortizar esos compromisos financieros.

Ahora bien, la *operación retorno* del ahorro no sólo hay que enfocarla como una respuesta de precaución o prudencia por parte de los hogares. Es decir, como una consecuencia de la crisis. En sí misma, también posee el potencial de contribuir a la reconstrucción de la economía. «Ahorro a largo plazo es igual a inversión», recuerda María Dolores Pescador, directora de gestión de riesgo asegurador de Banco Santander. Más aún en las condiciones actuales que presenta España en las que el ahorro interno puede ser la vía para reducir la elevada deuda exterior, adicional a su papel como suministra-

dor de financiación con la que alimentar la recuperación y mejorar la competitividad. En este sentido, y ante la previsible prolongación del descenso en la inversión en vivienda, la capacidad financiadora de los hogares permanecerá elevada en los próximos años aunque las tasas de ahorro se establezcan o moderen desde los niveles vistos en 2008 y 2009.

Dicho de otro modo, uno de los retos que afronta la economía española reside en convertir en estructural el actual ahorro familiar coyuntural. Las familias estarían menos expuestas así al posible impacto de futuras crisis y el conjunto del sector productivo contaría con un financiador en *casa* y reduciría su dependencia del exterior. Ese paso, sin embargo, requiere un esfuerzo conjunto de todos, familias, autoridades económicas e industria financiera para fomentar y cuidar el ahorro. En definitiva, y como reclama el macroeconomista Edward Hugh, «lo que se necesita es un cambio de mentalidad, desde un país de endeudados a un país de ahorradores».

Un objetivo nada menor que abarca aspectos tan variados como la promoción de la educación financiera de los ciudadanos, la adopción de reformas estructurales, la protección de los ahorradores a través de una mejor regulación, el cambio de estrategia de las entidades financieras y muchos otros más que se tratan a lo largo de esta publicación.

A un plazo más largo, promover un marco nuevo para el ahorro familiar significa posicionarse a la vanguardia tanto de las tendencias demográficas previstas que nos van a conducir previsiblemente a convertirnos en una nación de ahorradores, en una economía con superávit de balanza corriente, como de las tendencias mundiales del ahorro y la inversión que, tal como apunta el reciente informe del McKinsey Global Institute titulado «Farewell to cheap capital», nos sitúan en un escenario de aumento global de la inversión, escasez de ahorro y capital y consiguiente aumento de su precio. Las familias de los países desarrollados, por el contrario, mantendrán un nivel relativo de ahorro superior al de los últimos años tanto por motivo precaución



como para reemplazar la pérdida de riqueza inmobiliaria.

## **2. El ahorro familiar afronta un proceso de profunda transformación que reconfigurará su fisonomía. El ahorro familiar en España encara una transición muy compleja y se presenta una oportunidad única para construir un marco nuevo**

Dentro del análisis del ahorro familiar y sus repercusiones sobre el crecimiento y la financiación de la economía caben dos enfoques principales, obviamente interrelacionados. Uno es su función global como factor determinante en el proceso de generación de riqueza de un país y, otro, los efectos derivados de la materialización del mismo en diferentes tipos de activos, es decir la composición de las carteras de inversión de los hogares, en este caso los españoles. Dentro del primero, subrayar la importancia que tiene la generación de un volumen de ahorro familiar sostenido y equilibrado para conseguir un crecimiento económico saludable, mientras el segundo tiene especial importancia porque, a través de la materialización en activos concretos, las familias participan con sus ahorros, directa o indirectamente, en el desarrollo de la actividad de las unidades responsables de los principales procesos de inversión de la economía, las empresas o el sector público.

El ahorro familiar en España afronta una transición y una transformación muy complejas. A las dificultades habituales que encuentran los hogares en la toma de decisiones de ahorro e inversión, se suman hoy las consecuencias derivadas de la crisis que van desde la incertidumbre económica, la evolución del mercado inmobiliario y las reformas ejecutadas o pendientes. Entre estas últimas algunas relativas a temas tan sensibles como las pensiones, el sistema financiero o la fiscalidad. A este escenario hay que añadir el aumento de la desconfianza de los hogares hacia los intermediarios financieros y los reguladores. Sin embargo, más que suponer un problema, esta realidad ofrece una ocasión única para construir

un marco nuevo que guíe una profunda e ineludible transformación que modificará los hábitos y directrices que han guiado el comportamiento de las familias en esta materia.

El objetivo debe ser configurar un entorno atractivo para el ahorro familiar con una responsabilidad compartida en tres agentes económicos distintos: las propias familias, los reguladores y los intermediarios financieros. En última instancia, esta meta contiene otra, consistente en tratar de aportar claridad al complicado mundo del ahorro y los productos financieros. Sin duda, uno de los obstáculos principales que se encuentran los hogares en sus decisiones de ahorro consiste en la complejidad que envuelve al mundo financiero, que se convierte en una especie de “sudoku” alimentado por las distintas razones que pueden empujar a una familia a guardar parte de su renta, el amplio abanico de productos existente y la distinta fiscalidad o incentivos que poseen. A todo ello se suma que el conocimiento del ámbito financiero dista de ser perfecto o absoluto pese al desarrollo de las investigaciones o la sofisticación e innovación que le ha acompañado en las últimas décadas. «El conocimiento que podamos tener sobre el mundo financiero es incompleto y los modelos que manejamos, limitados. La incertidumbre siempre estará presente y, por tanto, el apetito por el riesgo del inversor desempeñará un papel fundamental», reconocen Manel Antelo, de la Universidade de Santiago de Compostela, y David Peón, de la Universidade da Coruña y el Grupo BBVA.

Asumiendo este ingrediente implícito al universo financiero, las empresas de servicios de inversión, los reguladores y las familias encaran notables retos para potenciar un marco de ahorro e inversión más equilibrado. Juan Carlos Ureta y Jesús Sánchez-Quñones, presidente y director general de Renta 4, respectivamente, reclaman de la industria financiera un cambio de perspectiva. «Los operadores tienen una función esencial de educar al inversor. Es una pedagogía complicada, pero necesaria para conseguir el éxito de la innovación financiera. No vale sólo con estructurar y empaquetar productos, hay que formar al inversor. Nadie pretende ya que los



operadores financieros sean adivinos del futuro, pero sí es obligado que expliquen bien a sus clientes los productos en los que van a invertir, sobre todo en productos comercializados de forma masiva, en los que bajo la envoltura de productos aparentemente sencillos se esconden riesgos», demandan.

El desafío para los reguladores consiste en mejorar la protección de los inversores, una obligación en la que también insiste la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). Nieves García Santos, directora de inversiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), argumenta que «los fallos de mercado justifican que exista regulación cuyo objetivo sea asegurar la calidad de los productos financieros y el comportamiento honrado de los proveedores de servicios financieros. Esta regulación no sólo contribuiría a mejorar la situación de los consumidores, sino que también redundaría en una mayor eficiencia del sistema financiero».

Está claro. La industria financiera y los reguladores tienen la responsabilidad de perfeccionar y desarrollar su trabajo, algo que se ha constatado fehacientemente durante la crisis. Ahora bien, la mejora que se persigue quedaría incompleta sin poner también algunos «deberes» a las familias. Nunca mejor dicho, porque las familias deben hacer un esfuerzo por incrementar su educación financiera, un complemento imprescindible para apuntalar la eficacia de la nueva regulación y un escudo contra su vulnerabilidad frente a potenciales comportamientos poco profesionales de los distribuidores de productos de ahorro. Como establece la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), el actual es un «momento de aprendizaje». De ahí que Cristina Carrillo, de la CNMV, y José María Lamamié de Clairac, del Banco de España, insten a aprovechar este entorno para reforzar la «cultura financiera», apartado en el que la CNMV y el Banco de España han dado ya pasos fundamentales, como el lanzamiento de un Plan de Educación Financiera en mayo de 2008. Este programa cuenta con dos pilares. El primero, un Portal de Educación Financiera ([www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es)); y el segundo, la inclusión de la edu-

cación financiera en el sistema docente. Este esfuerzo pedagógico puede fomentar una mayor y mejor concienciación de las familias hacia el ahorro, con el fin de subrayar su importancia como fuerza financiadora para la actividad productiva y como elemento de estabilidad económica para los hogares.

### **3. El fenómeno demográfico del envejecimiento es probablemente el principal reto al que se enfrentan las sociedades desarrolladas y las familias durante las próximas décadas. Tiene profundas implicaciones para el ahorro y para los sistemas financieros**

El fenómeno del envejecimiento de la población no sólo supone probablemente el principal reto al que se enfrentarán las sociedades en las próximas décadas desde un punto de vista demográfico, sino también financiero. Las implicaciones en este apartado poseen una envergadura sobresaliente y la respuesta debe ser acorde. Primero, para que todos los agentes económicos, con las familias en un lugar destacado, se conciencien de la dimensión del reto y asuman la necesidad de adoptar medidas. Y segundo, para que las reformas pertinentes no se demoren. No es un problema del futuro. Es del presente. Y el coste de retrasarlo en el tiempo sería demasiado alto para la población. Para entonces ya será vieja.

Este imparable proceso cuenta, además, con otro condicionante que eleva su capacidad de impacto e influencia en el futuro del mundo. «Nuestra época, seguramente, entrará en la historia por su característica más destacada: el rápido envejecimiento de la población. Lo que es realmente nuevo de esta situación no es el envejecimiento en sí mismo, sino la velocidad a la que se está produciendo y su extensión mundial», subraya el macroeconomista Edward Hugh. De este proceso emanarán consecuencias económicas y financieras de primer orden que impactarán en las tasas de crecimiento económico, en el destino de los flujos de capital mundiales, en el valor de los activos inmobiliarios y financieros y en la deuda soberana. La competitividad de los



tejidos productivos, la distribución del ahorro entre los distintos activos disponibles, los sistemas públicos de pensiones o el propio Estado del Bienestar vigente en muchos países serán puestos a prueba por esta irreversible tendencia. Pese a ello, esta gravedad no siempre es entendida por la sociedad ni las autoridades económicas o financieras, de ahí la imperiosa necesidad de concienciarse de su dimensión. «Curiosamente, frente a la atención prestada al tema del cambio climático, el interés mostrado por el envejecimiento ha sido bastante escaso. Y eso a pesar de que, sin lugar a dudas, nuestros sistemas sociales y políticos cuentan con más y mejores herramientas para hacerle frente», reclama Hugh.

Dada la magnitud del desafío, su resolución, compleja, requiere altura de miras y colaboración entre las distintas partes implicadas. «Los responsables de política económica, los reguladores y los intermediarios financieros se enfrentan a complicados retos para atender las necesidades resultantes de los cambios sociodemográficos. Un enfoque compartido a la hora de encarar estos retos sería una herramienta decisiva para seguir adelante con el proceso de integración europea», recomienda Didier Davidoff, director ejecutivo del OEE.

Las proyecciones estadísticas ayudan a comprender mejor las repercusiones de este problema en el caso de España. Tal como expone Valentín Fernández, director de Fonditel, «asumiendo ciertas hipótesis sobre crecimiento económico, productividad y creación de empleo que, según todas las previsiones será inferior en media en las próximas décadas a la experimentada en las más recientes, y teniendo en cuenta su implicación en términos de población inmigrante y natalidad (al margen de otros fenómenos sociológicos no desdenables como las parejas sin hijos), se puede llegar a la estimación de que la tasa de dependencia (número de activos cotizantes por cada pensionista ya jubilado) pasará de 4 personas en edad activa por pensionista en 2009 a 1,75 personas en 2050». Y añade: «Si a la cifra estimada de pensionistas le sumamos los inactivos por ser menores de 16 años, las previsiones apuntan a que dentro de 40 años por cada 10 personas en

edad de trabajar residentes en España habría también casi 9 potencialmente inactivas (menor de 16 años o mayor de 64)».

Junto a Japón, Alemania y otros países europeos, España está en el grupo de países que se han mostrado más complacientes con las escasísimas tasas de fertilidad, en los cuales los efectos del proceso de envejecimiento serán más pronunciados.

Estas expectativas obligan a la adopción de medidas, porque de lo contrario la viabilidad del sistema de pensiones estaría en peligro y con él, el pilar sobre el que descansa la mayor fuente de ingresos para las familias españolas cuando concluye su vida laboral. Por tanto, los hogares son sumamente sensibles al impacto que el envejecimiento de la población ejercerá en las pensiones. Como, además, el modelo actual es de reparto entre generaciones, en el que los que trabajan hoy cubren los pagos presentes de los que contribuyeron en el pasado pero ya no lo hacen ahora, la reducción de la tasa entre población activa y los pensiones supondrá una amenaza para el sistema tal como está configurado ahora.

Consecuentemente, la reforma del modelo público resulta urgente no sólo para garantizar su sostenibilidad financiera, sino también porque los ciudadanos reclaman un marco estable, claro y previsible para poder tomar sus decisiones de ahorro. En este sentido, y de un marco donde la esperanza de vida prevista para 2050 será de 87,5 años frente a los 83 de 2009, no hay alternativa al alargamiento de la vida laboral porque a largo plazo el reto de la dependencia es enorme. Otra posibilidad consiste en ampliar el número de años de cotización para el cálculo de la base reguladora.

Y si es indudable que los desafíos económicos de contar con un estrato social medio de mayor edad deben ser respondidos con productos de ahorro adecuados, entre los cuales pensiones y seguros son sin duda las estrellas, no lo es menos que los hogares, reguladores y el sector financiero están obligados a hacer una reflexión sobre la inclusión de más productos financieros en la conformación de las carteras de ahorro familiares orientadas a cubrir necesidades económicas más



allá de la jubilación. Un marco de ahorro enfocado a la jubilación puede y debe estar también enfocado a la diversificación en productos transparentes y líquidos. Esto exige, una vez más, esfuerzo y responsabilidad compartida para avanzar en la construcción de carteras de ahorro familiares mucho mejor equilibradas en cuanto al número y los importes asignados a cada producto en función del ciclo vital y las circunstancias personales de cada ahorrador.

Pero el impacto de los cambios demográficos va mucho más allá de su influjo en los sistemas de pensiones. Cada vez son más los estudios que apuntan a que también tienen una enorme influencia en la variación de las tasas de ahorro y en las tendencias a largo plazo de los flujos de capitales a escala mundial y, por tanto, en la balanza por cuenta corriente global. Para Edward Hugh, en España la confluencia de esos fenómenos con la profunda crisis económica y financiera abocará a la estructura económica del país a sufrir una enorme transformación.

El envejecimiento de la población está en marcha. Y cambiará el mundo. Negarlo no aportará soluciones. Aceptarlo será el primer y necesario paso para acometer las iniciativas con las que, desde un enfoque compartido, se busquen las soluciones oportunas.

#### **4. Hacia un ahorro más diversificado, un dimensionamiento adecuado del peso de la vivienda y un mercado de inmueble más transparente**

Las familias no están al margen del proceso de desendeudamiento en el que está sumida la economía española como medio con el que purgar los excesos crediticios previos a la crisis. Ahora bien, la fotografía financiera de los hogares españoles muestra una imagen saneada en líneas generales y aunque el deseo de reducir las cargas financieras resulta legítimo y comprensible en un entorno marcado por la incertidumbre, las urgencias no son tan acusadas como en otros agentes económicos.

Los datos convalidan esa impresión. A mediados del año 2010, y según datos del Banco de España, el valor estimado del patrimonio total de las familias españolas alcanzaba los 7,3 billones de euros, cuando el endeudamiento en esa misma fecha se encontraba en los 965.000 millones de euros, equivalentes al 13,2% de la riqueza total.

Ahora bien, esa panorámica no oculta la presencia de desequilibrios que conviene corregir en el futuro. El más apreciable de todos, el elevado peso de los activos inmobiliarios en el balance de las familias. La última Encuesta Financiera de las Familias (EFF) realizada por el Banco de España, con datos del primer trimestre de 2009, ratifica que las inversiones inmobiliarias acaparan cerca del 80% de la cartera total de los hogares. Otro dato ilustra esta realidad: a mediados de 2010, por cada euro que los hogares poseían en activos financieros, tenían 3,3 en activos no financieros.

Estas cifras arrojan dos ideas fundamentales. La primera, el notable riesgo –que la crisis se ha encargado de manifestar– adherido a una concentración tan alta de recursos en un único activo. Y la segunda, el error colectivo cometido antes del estallido definitivo de los problemas financieros mundiales en 2007. Es creciente el número de voces que advierte de la existencia de un claro denominador común en los desmanes que han conducido a la gran recesión de los años 2008 y 2009. Consistió en la creencia irracional de que los precios de las casas no bajarían. Esta premisa convirtió a la vivienda no sólo en el principal foco de inversión de las familias, particularmente en países como España, EEUU o Irlanda, sino también en el gran subyacente financiero mundial. En torno a la vivienda y los créditos concedidos para su adquisición se edificaron productos financieros de todo tipo, complejidad y procedencia que contribuyeron a mantener perfectamente engrasada la maquinaria crediticia –es decir, el endeudamiento–. Hasta que el edificio comenzó a desmoronarse. Y también el mito, porque el precio de las casas le acompañó en su descenso.



El ajuste a la baja del precio de la vivienda, aunque necesario, repercute de forma directa en el patrimonio de las familias. El impacto más evidente pasa por la pérdida del valor de los activos, derivada de la caída de los precios. Pero hay más, como la iliquidez instalada en el mercado de la vivienda o el elevado número de casas pendientes de ser vendidas.

Este escenario impone una revisión integral. Para empezar, conllevará un cambio de mentalidad. La vivienda volverá a ser considerada más como un bien de uso, con lo que se reducirá su empleo intensivo como producto de inversión. En paralelo, la distribución del ahorro de los hogares deberá reequilibrarse. Un objetivo compartido debería ser «conseguir un balance más equilibrado entre activos reales y financieros en las carteras de ahorro de las familias españolas que ayudara a suavizar los impactos sobre el crecimiento de la economía en los cambios de ciclo», proponen Javier Garrido y Beatriz Alonso, de BME.

Otros retos aluden en primera persona al mercado inmobiliario, que debe hallar la salida para un parque de viviendas que podría superar incluso los 2 millones. En este sentido, José Manuel Naredo, profesor de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de Madrid, y Óscar Carpintero, profesor de la Universidad de Valladolid, invitan a diversificar el modelo actual, caracterizado por el «monocultivo» de la vivienda en propiedad, y aconsejan varias soluciones para desatascar la situación inmobiliaria. La primera, «el deber de facilitar información fidedigna sobre el mercado, en vez ocultarla o deformarla». Reclaman, por tanto, transparencia e información homogénea, «pues son las caídas de los precios las que contribuyen a darle salida y, si se tratan de maquillar o desactivar, se demorará el ajuste del mercado». Y la segunda pasa por favorecer la presencia de entidades mayoristas especializadas que operen en el mercado de alquiler generando productos financieros vinculados al mismo que ofrezcan seguridad a largo plazo, en línea con otros países europeos. Proponen, en suma, abrir camino hacia «modelos más diversificados del parque de viviendas y de los productos de inversión que puedan

favorecer el acceso a la vivienda primando el uso y disfrute en régimen de alquiler tanto libre como social» que reconducirían parte del *stock* existente. Ambos aspectos, combinados con un mayor equilibrio entre la inversión financiera y no financiera de las familias, contribuirían a aportar liquidez a los activos inmobiliarios y a corregir las ineficiencias pasadas.

Por tanto, aunque la crisis ha puesto de relieve los riesgos inherentes a una situación en la que el ahorro de los hogares estaba muy volcado en el sector inmobiliario, también puede servir como catalizador hacia un nuevo paradigma en el que haya un mayor equilibrio y una menor exposición a un segmento concreto. El saneado aspecto del balance general de las familias propicia la realización de esa necesaria transformación.

##### **5. Las alternativas clásicas de inversión financiera (depósitos, acciones, bonos y fondos) seguirán jugando un papel relevante y debe establecerse un terreno de juego equilibrado para ellas**

La prevalencia de los activos inmobiliarios en el patrimonio total de los hogares españoles no oculta que la cartera de activos financieros de las familias ha crecido a una tasa superior a la del Producto Interior Bruto (PIB) en los últimos 25 años. Esta tendencia, acorde con una economía que, como la española, ha protagonizado un apreciable desarrollo y una notable modernización en ese periodo, se ha apoyado en tres pilares: el continuado descenso de los tipos de interés y su consiguiente influencia en las decisiones de inversión, la ola de mayor innovación financiera en la historia y la estructura de la distribución de productos de ahorro financiero en España.

Lejos de ser un proceso cerrado, la creciente inclusión de los productos financieros en las decisiones de ahorro de las familias seguirá evolucionando y ampliándose en los próximos años. Más aún tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y la percepción de que, en efecto, el precio de las casas también puede bajar y fluc-



tuar. El espacio que dejará la vivienda como activo en el que invertir será aprovechado por los activos financieros, que encontrarán así un margen adicional para expandirse. Su hora, por tanto, ha llegado.

Este escenario concede un mayor protagonismo a una serie de productos que no necesitan presentación. Sus nombres forman parte del ideario ya conocido por los ahorradores. Los depósitos bancarios, la renta variable (o bolsa), la renta fija (o deuda) y los fondos de inversión son unos *viejos amigos* para las familias españolas. En especial los primeros, que suponían 1 de cada 2 euros de los activos financieros que los hogares poseían en 2009, según la última EFF del Banco de España.

Ante el esperado desarrollo de los activos financieros en las carteras de ahorro, todos ellos seguirán acaparando un elevado peso en las decisiones de inversión, una tendencia que no sólo ayudará a diversificar la composición de esas carteras, sino que también resultará clave para canalizar el ahorro privado hacia la economía productiva. No obstante, y como se analizará en los puntos siguientes, para que esas expectativas se materialicen resulta necesario que cuenten con un marco de competencia equilibrado y estable, ajeno a las presiones y necesidades concretas de los diferentes grupos de interés que participan en los mercados, desde intermediarios financieros de diferente tipología hasta formaciones políticas y reguladores. Al mismo tiempo, cada uno de los denominados activos clásicos debe superar los importantes retos a los que también se enfrenta.

## DEPÓSITOS

En el caso de los depósitos, no hay duda de que continuarán siendo uno de los pilares sobre el que las familias seguirán articulando sus ahorros. La crisis, de hecho, ha reforzado su atractivo. «Los depósitos, que tradicionalmente han sido la piedra angular del ahorro de los hogares españoles, seguirán jugando un papel muy importante en las finanzas familiares. La crisis financiera

internacional está variando las decisiones de los hogares, y también afecta a su preferencia por los depósitos. (...) Son, en definitiva, un producto financiero clásico de la banca minorista, los depósitos, que ha recuperado el peso que tenía hace unos años, y esta situación parece que se prolongará en el tiempo. En momentos de crisis, la certidumbre y la garantía del capital son valores que los hogares aprecian especialmente», sostienen Ana Rubio y Macarena Cuesta, economistas de BBVA.

El atractivo conferido por la crisis a los depósitos no sólo refuerza su condición de alternativa de inversión, sino que otorga a estos productos un segundo papel de vital importancia. «Así, este resurgimiento de los depósitos está siendo muy positivo para mantener los niveles de liquidez de las entidades financieras españolas, que al dedicarse en gran medida a la banca universal cuentan con una base de financiación diversificada. Los depósitos cubren alrededor del 90% de los créditos al sector privado, en niveles muy cercanos al 93% de la zona euro y creciendo desde hace cinco años. Esto supondrá una ventaja importante para las entidades españolas, en un mundo post-crisis en que la liquidez será cada vez más escasa y valorada», expresan Rubio y Cuesta.

Ahora bien, el incremento de la canalización del ahorro hacia los depósitos se está produciendo, una vez más, en un entorno condicionado por la estructura de comercialización de los productos de las entidades. Sus necesidades de financiación están provocando que ofrezcan unos depósitos *extratipados* –a un interés históricamente superior al oficial establecido por el Banco Central Europeo–, una política que, por otro lado, está dejando en un segundo plano a otros productos, como los fondos de inversión, que han pasado a la *reserva*. Aunque el protagonismo futuro de los depósitos está fuera de toda duda, su actual desarrollo se apoya, además en una actitud prudente por parte de las familias, en una estrategia artificial –volcar los esfuerzos de promoción y comercialización hacia ellos– que no puede prolongarse en el tiempo por la merma que provoca en los márgenes de intermediación





de las entidades. La futura adecuación de los rendimientos de los depósitos al precio oficial del dinero supondrá una reválida para el sector y para la preferencia de los hogares hacia estos productos.

Además de incentivar la querencia de las familias hacia los depósitos, la crisis también ha servido para reforzar la red de seguridad sobre la que se asientan estos productos. Las autoridades, primero nacionales y luego europeas, han reforzado las cantidades que son cubiertas por los respectivos Fondos de Garantías de Depósitos (SGD, en sus siglas en inglés). En octubre de 2008, la crisis en plena efervescencia y la desconfianza disparada tras la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers el mes anterior, el Consejo de la Unión Europea (UE) incrementó la cobertura mínima por titular y cuenta hasta los 50.000 euros, cantidad que se elevó hasta los 100.000 euros en 2009. Esta cantidad, vigente también en España, supone la protección de aproximadamente el 90% de los depósitos existentes en la UE.

Pero no es suficiente. Una mayor cohesión resulta imprescindible en Europa en un terreno tan sensible como éste, que comenzó a ser tratado en el seno de la UE en 1994. «Dieciséis años después, los problemas y los desafíos siguen siendo básicamente los mismos. Durante la crisis, la existencia de múltiples SGD ha resultado no ser fiable y han surgido graves tensiones transfronterizas a la hora de gestionar los reembolsos. Los temas clave que deben solucionarse son los siguientes: el alcance que debería tener la armonización de los SGD de la UE y el papel que deberían desempeñar los sistemas europeos», demandan Karel Lannoo y Maria Gerhardt, del Center for European Policy Studies (CEPS). Y aconsejan: «La única solución eficaz, fiable y sostenible es la plena armonización, lo que implica la creación de un sistema único de seguro de depósitos europeo. Con la plena armonización, desaparecerían al instante muchos de los problemas que plantea la actual diversidad de sistemas nacionales de seguro de depósito. Una respuesta integral a los retos actuales solo puede venir a través de la plena armonización».

## ACCIONES

Del mismo modo que los depósitos desempeñan un papel clave en la financiación de las entidades bancarias, las acciones o renta variable también representa un canal de asignación de recursos de fundamental importancia para el sector empresarial. En la bolsa, los ahorradores encuentran una fuente de diversificación para sus ahorros y las compañías, financiación para desarrollar su actividad. Tal como apuntan Javier Garrido y Beatriz Alonso, de BME, «la inversión en acciones de las unidades familiares constituye una palanca decisiva en el crecimiento y la generación de valor en la base del tejido productivo español. Son flujos de ahorro que dinamizan de muy distintas maneras la inversión y el gasto de los diferentes agentes económicos y engrasan el funcionamiento correcto de los mercados financieros y los mecanismos de financiación».

En este sentido, el papel de las bolsas ha sido y es muy relevante. Las mejoras introducidas en el funcionamiento de los mercados regulados han contribuido decisivamente a esta mecánica de interacción positiva entre las familias y el tejido productivo. Estas mejoras se han apoyado en la tecnología y el modelo de negociación para ampliar los accesos al mercado con seguridad, reducir los costes operativos y aumentar la liquidez.

Según la última Encuesta Financiera de las Familias, la renta variable representa el 9,3% del patrimonio en activos financieros de los hogares españoles. En cuanto a su influencia en el mercado bursátil, las familias poseen el 21,1% del valor de la capitalización de las empresas cotizadas españolas. Garrido y Alonso destacan que este porcentaje es sistemáticamente superior entre cinco y diez puntos a la media europea, según los informes que cada dos años realiza la Federación Europea de Bolsas (FEB) pero también es cierto que, a partir del pinchazo de la burbuja bursátil de las empresas de Internet en el año 2000, las familias, tanto en España como en Europa, han reducido su posición directa en renta variable de manera significativa. La volatilidad del mercado a corto y medio plazo complica extraordinaria-



mente la gestión de carteras reducidas de acciones y además, como apunta Daniel Villalba, catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid, los sesgos psicológicos en el comportamiento de los inversores dificultan la toma de decisiones racionales en el mercado de renta variable.

En la medida en que las familias sigan canalizando parte de sus ahorros hacia las acciones, su papel en la regeneración de la crisis resultará más influyente. En particular, pueden suplir la restricción del crédito que están sufriendo las compañías, en especial las de menor tamaño, y contribuir a recapitalizar el sector financiero. Así, las empresas y el sector bancario pueden encontrar en la bolsa un aliado apreciable para obtener financiación. Para que los hogares participen de este proceso, resulta determinante que los esfuerzos de formación, transparencia, seguridad, liquidez y protección se mantengan o sean reforzados con la participación de todos los implicados: familias, mercados, intermediarios y reguladores.

## RENTA FIJA

La renta fija puede ser igualmente un cauce de financiación adicional. Sobre todo, como sustitutivo del crédito bancario. En su caso, sin embargo, los ahorradores particulares no desempeñan una función tan relevante como en la bolsa. De la inversión financiera de las familias, sólo se lleva el 1,8%. Su desafío, por tanto, pasa por abrirse un mayor hueco en las carteras de los hogares.

En su contra juega que la información que ofrece y su funcionamiento son más complejos y menos homogéneos que los de la bolsa, en parte porque hasta la fecha ha sido un mercado volcado fundamentalmente hacia los inversores institucionales. «El mercado de renta fija funciona de forma muy diferente al mercado de acciones. Para conocer el precio de una acción, por ejemplo Telefónica, la respuesta es sencilla y única. Basta con observar la última cotización del valor. En el caso de los bonos, la mayoría de las transacciones se producen fuera de merca-

dos oficiales organizados, siendo acuerdos entre dos entidades (*over the counter*) sin que el precio de la transacción sea revelado públicamente. Así, no hay una respuesta única para conocer el precio *real* de un bono al no existir un mercado unificado y público donde poder acudir a conocer dicho dato», exponen Ureta y Sánchez-Quñones. Desarrollar la transparencia en este segmento resulta, por consiguiente, clave para su *democratización*.

En opinión de Julio Alcántara, director general de AIAF Mercado de Renta Fija, hay varios obstáculos que deben ser salvados para «incrementar la presencia» de la renta fija en el abanico de inversiones de los hogares. El primero, deterrar la idea de que la deuda está exenta de riesgos; el segundo, la necesidad de fomentar una mayor cultura financiera que ayude a comprender mejor este segmento; y el tercero, promover el uso de más plataformas de negociación y productos a través de los cuales los ahorradores particulares puedan invertir en renta fija. Todo ello redundará en una mayor transparencia y en una mejor protección del inversor minorista, con lo que sentará las bases para potenciar el peso de estos activos en las carteras de los ahorradores. Reguladores, mercados, intermediarios y emisores están llamados a asumir tareas y responsabilidades en este ámbito.

## FONDOS DE INVERSIÓN

Tampoco lo tienen fácil los fondos de inversión, que concentran el 7,1% de los activos financieros de los hogares. Aunque fue el producto financiero con mayor crecimiento a lo largo de los años 90, se enfrenta a un presente y futuro complejo. Una vez más, esa dificultad viene definida por las políticas de comercialización de las entidades, que en ocasiones sitúan a estos productos en la retaguardia de sus ofertas en beneficio de otros, como los depósitos. Como constata, Mariano Rabadán, presidente de Inverco, «los fondos de inversión seguirán teniendo como competidor fundamental a las fórmulas de ahorro más conservadoras, principalmente los depósitos, coinci-



diendo con unas necesidades de financiación todavía muy intensas por parte de las entidades de crédito».

Esta competencia obligará a las gestoras a redoblar sus esfuerzos para afrontarla. «Las entidades promotoras y gestoras deberán desarrollar esfuerzos adicionales de reestructuración de sus actividades, mediante procesos de integración, incrementando la formación de las redes de distribución y de los propios ahorradores e inversores y ampliando las funciones de asesoramiento, que deberían sustituir progresivamente a las de mera venta de productos financieros», añade Rabadán.

En paralelo, las gestoras españolas encaran no sólo una competencia de productos, sino que están inmersas también en un proceso competitivo con otras firmas internacionales. «La industria española del fondo debe luchar por adaptarse a estos nuevos tiempos de menor cantidad, pero mayor calidad requerida para ser competitivo. De poco valen las lamentaciones del sector ni echar la culpa de todo al empedrado. La industria española del fondo (especialmente la de los bancos y cajas), debe elegir entre aprovechar la crisis para reinventarse o simplemente dejar paso a algunas internacionales que sí se están adaptando», aconseja Salvador Mas. Abundando en esta idea, recomienda igualmente modificar las estrategias seguidas hasta ahora: «En cuanto a la distribución, aún hay muchas entidades comercializadoras en España (de hecho la mayoría de las redes bancarias), que siguen resistiéndose a la arquitectura abierta, a ofrecer a sus clientes un universo relevante de fondos de terceros contractables en España. Suele ser un acceso vedado a clientes de segmentos altos; y en el caso de algunas entidades, ni aún así. Es una muestra más de lo poco que están entendiendo algunas entidades tradicionales los retos de su nuevo cliente medio español, empujándole a menudo a abrir una cuenta en una entidad competidora que sí los ofrece».

Sin embargo, también dentro del ámbito de los productos financieros con formato de fondo se han producido innovaciones importantes

que están teniendo en los últimos años enorme aceptación por parte de las familias en muchos mercados internacionales y comienzan a tenerla entre la comunidad inversora española. Se trata de los ETFs (Exchange Trade Funds) o Fondos Cotizados. En la Bolsa española ya hay cerca de 50 referencias listadas. Su reto es hacerse entender mejor y llegar más al inversor particular que, sin un apoyo decidido de los intermediarios tiene dificultades para incorporar a su cartera innovaciones ligeramente complejas. El empuje de estos nuevos productos es un factor más que debe contribuir a dinamizar y repensar el funcionamiento de los Fondos de inversión tradicionales.

Así es el presente y el futuro que espera a los depósitos, la renta variable, la renta fija y los fondos de inversión en España. Las familias necesitan que todos ellos estén en plena forma para que, de este modo, tengan mejores posibilidades a la hora de configurar su ahorro. Para ello, los reguladores y la industria financiera debe propiciar y permitir que compitan en unas condiciones equilibradas para que sean los hogares los que puedan guiar sus decisiones en función de sus propias necesidades.

## 6. Las familias precisan un marco de ahorro enfocado a la jubilación: el camino hacia la mayoría de edad de las pensiones y los seguros

El reto del envejecimiento de la población no sólo requiere una reforma del sistema público de pensiones. También debe ser respondido desde la industria financiera a través de la oferta de productos que complementen la asistencia pública. En este sentido, las bases están puestas, porque ya existe un abanico de planes de pensiones y seguros orientados a cumplir esa función, pero hace falta un empujón adicional que asiente y desarrolle definitivamente este mercado. De hecho, los planes de pensiones y los seguros acaparan 18,2 de cada 100 euros que tienen las familias españolas en activos financieros. Pero no es suficiente. Ante el desafío que plantea el enve-



jecimiento, ambos segmentos deben alcanzar la mayoría de edad.

En el caso de los fondos de pensiones, tienen pendiente en España su refuerzo como instrumentos complementarios a la pensión pública. En parte, han permanecido en un segundo plano precisamente por la propia inercia de las pensiones públicas. «En nuestro país, el sistema público de pensiones ha acaparado con mucha diferencia el principal sustento desde mediados del siglo pasado para las personas una vez que concluye su vida laboral. Se trata de un sistema de reparto intergeneracional basado en la premisa de que se contribuye hoy para cubrir los pagos presentes de los ya retirados en la expectativa de que los futuros cotizantes activos serán los que paguen con sus aportaciones las pensiones llegado el momento. En España, este primer pilar del sistema representa alrededor del 90% del total del gasto en pensiones», explica Valentín Fernández, de Fonditel. ¿A qué se debe un dominio tan abrumador? «Una de las razones de por qué es tan elevada esa proporción del pilar público, sensiblemente superior a la media europea, es porque el importe medio de la pensión pública en nuestro país roza el 82% del último salario percibido, por lo que, tradicionalmente, el incentivo para que el ahorro privado complementa a la pensión pública ha sido tradicionalmente escaso, especialmente entre los segmentos de población de capacidad económica media y baja. De ahí que a menudo se tilde al sistema privado de pensiones de un instrumento casi exclusivamente de ricos, auspiciado por el incentivo de la deducción fiscal», concluye en su capítulo el mismo experto.

En un contexto en el que todo indica que las pensiones públicas futuras serán menos generosas que las presentes, la industria de los fondos de pensiones tiene la obligación de consolidarse y hacerse un mayor hueco no sólo en las familias, sino también en el tejido industrial. Porque el desafío es válido tanto para los planes individuales como para los planes de empleo, que todavía son un campo residual en nuestro país hasta el punto de que sólo un 10% de la población empleada gozaba de algún programa de estas

características en su empresa en 2009. Entre ambos segmentos, el patrimonio total de los productos individualizados y de empleo se situaba en 85.511 millones de euros en 2009, una cifra equivalente al 8,1% del PIB español, proporción muy inferior al 25,2% de Japón, al 67,8% de EEUU o al 73% de Reino Unido.

Para mejorar estas cifras, la industria debe hacer examen de conciencia y dar un paso adelante definitivo para adaptar su servicio a las necesidades presentes y, sobre todo, futuras. «Cabe esperar que en un futuro próximo la industria de planes de pensiones tenga que adaptarse a mayores exigencias de transparencia y calidad de gestión, en un entorno en el que previsiblemente habrá más movilidad en el traspaso de los derechos de los partícipes facilitada por las nuevas tecnologías y donde la búsqueda de retornos que ofrezcan una adecuada rentabilidad a largo plazo se entenderá desde una óptica más flexible y global», demanda Fernández.

Junto a las pensiones privadas, las aseguradoras también disponen de productos adaptados al ahorro familiar con los que afrontar adecuadamente el envejecimiento y la dependencia. En el capítulo dedicado a los seguros, María Dolores Pescador, directora de Gestión Riesgo Asegurador del Banco Santander, presenta el amplio abanico de productos desarrollado por la industria, como los planes de previsión asegurados (PPAS), los planes individuales de ahorro sistemático (PIAS), los seguros de hipoteca inversa o los seguros de dependencia, entre otros. Además de mostrar sus características, enfatiza la escasa aceptación que están teniendo algunos de ellos, por muy sensible que sea el riesgo que intentan cubrir. Llama la atención, por ejemplo, que sólo 17.000 personas hayan contratado un seguro de dependencia, cifra que conduce a unos fondos de 4 millones de euros. «Resulta innegable la necesidad de profundizar en el análisis de las razones por las que no se ha desarrollado hasta la fecha el denominado *cuarto pilar* del Estado del Bienestar [los otros tres son la sanidad, la educación y las pensiones, a los que se suma el sistema dependencia] cuando ya han transcurrido tres años desde la promulgación de la Ley que establecía



los cauces adecuados para ello», solicita Pescador. «El gradual envejecimiento de la población hace que el riesgo de dependencia aumente. Está previsto que se acelere a partir de 2025 o 2030, lo que debería dar tiempo suficiente para que los contratos de seguros que cubren este riesgo maduren», refuerza Didier Davidoff.

La situación, en definitiva, exige una reflexión adicional y medidas complementarias para el verdadero desarrollo de otro pilar que será clave para que las familias dispongan de más posibilidades con las que completar su abanico de ahorro para la jubilación. «Las últimas iniciativas del Parlamento español en materia de planes de previsión asegurados, planes individuales de ahorro sistemático, dependencia e hipoteca inversa no han tenido el desarrollo que se esperaba, por lo que será preciso complementarlas con estímulos fiscales que alivien la presión sobre los Presupuestos, tanto Generales del Estado como de la Seguridad Social, y que satisfagan las creciente necesidades y demandas de la sociedad», aconseja María Dolores Pescador.

Y en un ámbito de tanta sensibilidad como este, sería deseable que las propuestas e iniciativas necesarias para propiciar el verdadero desarrollo de los planes de pensiones y los seguros como complementos al sistema público de pensiones partan de un enfoque compartido entre las partes implicadas –agentes políticos, económicos y sociales, entidades y reguladores– pero siempre teniendo sin perder de vista el conjunto del ahorro familiar, la pluralidad de productos que lo conforman y su estructura. Sólo así se generaría el consenso y la claridad precisos para un tema cuya trascendencia será vital en los próximos años. Igualmente saludable sería una mayor cohesión a escala europea en este sentido.

Todo ello debe redundar, de una vez por todas, en la consolidación de los refuerzos privados al sistema público de pensiones. Representa un requisito ineludible para que las familias definan un plan de ahorro más realista y ajustado a sus necesidades futuras y para atacar con más y mejores garantías el desafío del envejecimiento de la población.

## **7. Debe revisarse el modelo de distribución de los productos de ahorro por parte de la industria financiera, que mejorará la percepción de los mismos por parte del inversor y fomentará la integración de la innovación en las carteras de ahorro de las familias**

La crisis ha servido para apuntalar el valor de uno de los preceptos de inversión básicos cuando se quieren mitigar riesgos: la diversificación. La debacle inmobiliaria ha hecho notar a muchas familias españolas los perversos efectos que sobre su situación patrimonial tiene la excesiva concentración de riesgos en un producto de ahorro concreto. A lo largo de este informe se apunta como una tendencia clara la mayor presencia futura de activos financieros en las carteras de ahorro familiares. Sin embargo, para que esto realmente ocurra no basta con la simple decisión de la demanda, son necesarios algunos cambios de actitud importantes del lado de la oferta. El principal es la independencia o, dicho de otra manera, los distribuidores deben poner el foco en los intereses y necesidades de cada uno de los clientes-inversores, por delante de la colocación de sus propios productos que, en ocasiones, no son los más apropiados.

En efecto, los agentes intermediarios deben asumir que su política de distribución y comercialización de productos debe cambiar. Sobre todo, en el caso de las entidades tradicionales, que gestionan casi en exclusiva el ahorro de las familias, algo que hace del caso español una anomalía dentro del mercado europeo. «El peso de la banca tradicional en la distribución de productos y servicios de ahorro en España está cerca de un 95% frente al del asesoramiento independiente y las aseguradoras. Es un peso altísimo si se compara con casi cualquier país de su entorno. Especialmente si se compara con países como Estados Unidos, Suiza o Reino Unido, donde el peso del asesoramiento independiente en la distribución está entre 50 y un 75% (frente al 3 o 4% que puede serlo en España); pero también frente a países con patrones de distribución bancaria más similares al español, como el francés, el ale-



mán o el sueco, en los que la banca supone entre un 60 y un 70% del total de la distribución de productos financieros», analiza Salvador Mas, presidente de Open Finance.

Esta realidad lo ha condicionado todo. Para lo bueno... y para lo malo. Por un lado, ha propiciado la configuración de un sector financiero muy competitivo. «Lo es, y mucho, tanto en precios como en productos y servicios», confirma Mas. Por otro, la bancarización del ahorro ha sometido a éste a los designios del intermediario, no del usuario: «Pero [el sector financiero] es [competitivo] bajo un prisma de enfoque *de producto y no de cliente*», puntualiza Mas. Y remata: «Arrancar el proceso de distribución financiera desde el producto y no hacerlo desde el cliente es el mayor vicio para el ahorro familiar en España (y en otros países, claro), muy superior al hecho de que los productos hayan sido mejores o peores durante la crisis, que es un problema secundario». Una revisión de esta realidad se antoja, por tanto, ineludible. La industria financiera tiene que entender que la comercialización de los productos no debe depender de modas o campañas que en el fondo responden a las necesidades puntuales de las entidades –hoy promociono y vendo depósitos; mañana, fondos garantizados; al otro, pensiones...–. Esta necesaria evolución adquiere aún mayor significado en un contexto que anticipa ya los cambios que las nuevas tecnologías también introducirán en este terreno. «Mientras las marcas tradicionales van aprendiendo, como siempre en estas innovaciones, ya hay nuevas marcas y empresas, que marcan nuevas pautas en la distribución del ahorro y que serán influyentes para la industria en el futuro más próximo», pronostica Mas.

Un cambio en la estrategia distribuidora contribuiría igualmente a restañar otra de las heridas abiertas durante la crisis financiera: la confianza de los clientes. Diferentes episodios, como la quiebra del banco Lehman Brothers o el descubrimiento del fraude piramidal de Bernard Madoff, han puesto de relieve la fragilidad del sistema actual y han extendido un clima de sospecha y desconfianza en torno al sector de la inversión, una consecuencia que resulta impera-

tivo corregir. «Un funcionamiento correcto de los mercados financieros requiere que exista confianza de los consumidores. Esto implica que tanto cada entidad financiera como la industria en su conjunto tienen incentivos para mantener la credibilidad de los consumidores en sus productos y servicios», expone en su trabajo Nieves García Santos, de la CNMV.

Sobre este particular, y dada la complejidad y la variedad de los productos financieros existentes y la ingente cantidad de información que los rodea, García Santos asume que la recuperación de la confianza de los clientes pasa por su protección y ésta, a su vez, exige un adecuado amparo legal. «Un consumidor de productos financieros racional sabría que es imposible tener toda la información en el momento en que ésta se produce y ser capaz de valorarla al mismo tiempo. Por lo tanto, el consumidor racional sólo participaría en los mercados y sistemas financieros donde existiera un sistema de regulación, supervisión y sanción que dificultaran el fraude, de forma que se ganase su confianza. El corolario es que el mejor sistema de protección de los intereses de los consumidores minoristas radica en el sistema legal y en el régimen sancionador», sostiene. En este sentido, la entrada en vigor de la MiFID, con su explícito objetivo de reforzar la protección de los inversores particulares, despeja el camino para que las entidades sitúen igualmente esta meta en el centro de sus políticas de distribución de los productos y tratamiento de los clientes.

Adicionalmente, la combinación de mejor distribución, más protección y mayor confianza ayudaría a mostrar las ventajas que la innovación financiera esconde para los ahorradores. «La innovación financiera ha sido más un movimiento de oferta que de demanda. Ha sido el sector bancario y financiero el que ha buscado la innovación, para mejorar la retribución del ahorro y para buscar nuevas fuentes de ingresos y mayores márgenes. Pero sin duda esa búsqueda de nuevas líneas de negocio ha beneficiado al cliente, al ahorrador y al inversor, al poner a su disposición alternativas y fórmulas de inversión más variadas», describen Juan Carlos Ureta y Jesús Sán-



chez-Quiñones, presidente y director general de Renta 4. Para que los hogares vean con más nitidez los beneficios asociados a la innovación, ambos expertos destacan los dos desafíos que deben afrontar los intermediarios en este apartado: «El primero es el reto que tenemos las entidades financieras para diseñar productos que se puedan explicar y comercializar bien. El segundo es el reto regulatorio de proteger debidamente al inversor en un mercado que es ya de hecho masivo (*mass market*) y que requiere una labor pedagógica de difusión y una labor supervisora de la actuación de los operadores».

Y sin duda, como apunta Davidoff director de OEE, los métodos utilizados para prestar un asesoramiento adecuado a los clientes deberán mejorar. De acuerdo con Daniel Villalba, de la Universidad Autónoma de Madrid, la teoría financiera vigente, si bien es limitada, insatisfactoria y difícil para su aplicación directa a la inversión familiar, ofrece en muchos casos «recetas sencillas» para invertir en los mercados de valores con porcentajes de renta fija y renta variable adaptados a la aversión al riesgo del inversor. La práctica habitual de los asesores e intermediarios financieros difiere de lo que predica la teoría clásica y pretende tener un papel más activo en cuanto a la selección de valores a escoger y las proporciones de acciones y renta fija.

Aportaciones académicas también útiles sostienen que las inversiones a realizar dependen del ciclo de vida del inversor. Modelos recientes permiten abordar los objetivos, las restricciones y la aversión al riesgo de los inversores. El fin último es incorporar a los modelos los diferentes objetivos de un inversor durante su ciclo vital que pueden variar en función de su edad. Por ejemplo, no se debería invertir de la misma forma cuando se es joven que cuando se es mayor y a punto de jubilarse. También resulta muy relevante, como puntualizan Antelo y Peón de la Universidad de Santiago y A Coruña, tener en cuenta, a la hora de invertir y determinar el perfil de riesgo, la riqueza total del inversor y no solamente su riqueza financiera o parte de ella.

El mundo financiero está cambiando. Y las entidades intermediarias deben cambiar con él. Sólo así propiciarán el verdadero –y esperado– desarrollo de los activos financieros dentro de las decisiones de ahorro de las familias, un camino que resulta necesario para equilibrar mejor sus carteras y su situación patrimonial.

#### **8. El mercado del ahorro debe dejar de estar orientado al producto para centrarse en el cliente y erradicar los conflictos de interés. El asesoramiento y las nuevas tecnologías serán determinantes. La mejor defensa para un ahorrador es su formación financiera**

No hay alternativa. El ahorro familiar posterior a la crisis debe ser diferente al anterior. Esta profunda y necesaria transformación tiene que asumir un nuevo eje de actuación para la industria financiera. El producto debe ceder el centro al cliente. Resulta preciso que sus demandas y necesidades concretas en función de su ciclo vital y circunstancias personales se conviertan en la piedra angular en torno a la que se edifique la relación entre los intermediarios y las familias. Este proceso ya está en marcha. Como confirma Salvador Mas, de Open finance, «la industria va adaptándose a un contexto cada vez más cliente-céntrico y entiende la invalidez del concepto cuota de mercado (*market share*) a favor del de cuota de cliente (*customer share*)».

Esta adaptación responde igualmente al espíritu recogido ya en la MiFID. Dentro de su afán de proteger mejor a los clientes, la Directiva eleva al asesoramiento financiero a la categoría de servicio de inversión principal, cuando antes quedaba relegado a un servicio auxiliar. Pretende, de este modo, desligar la comercialización de los productos financieros de los intereses particulares de las entidades en beneficio de los clientes. Impone para ello la realización de pruebas de idoneidad y conveniencia a los usuarios, mediante las que la empresa de servicios de inversión conoce el perfil de su cliente y si un producto concreto de adapta a sus necesidades particulares o no. Todo ello con dos propósitos: el primero,



desligar la comercialización de los intereses particulares de las entidades en beneficio del usuario; y el segundo, buscar lo mejor para el cliente.

Este segundo fin conduce a su vez a otro reto: la necesidad de erradicar los conflictos de interés que pueden perjudicar a los intereses de los usuarios. Como precisan los profesores Manel Antelo y David Peón, uno de los objetivos de la MiFID consiste en «prevenir conflictos de interés que puedan afectar adversamente a los clientes». Se trata, por ejemplo, de evitar que una entidad *coloque* a un cliente un producto que no se ajusta a su perfil, pero que conviene a ese intermediario por las comisiones o ingresos que le genera. Las autoridades, por tanto, deben permanecer al acecho para evitar estos conflictos de interés. También resultaría oportuno separar en el ámbito de los supervisores y reguladores tareas y objetivos que en algunas circunstancias pueden ser conflictivos, como la solvencia y la protección del consumidor financiero, con el objetivo último de impedir los potenciales conflictos de interés entre ambos, que podrían redundar en última instancia en perjuicio de los clientes.

Al mismo tiempo, la transición hacia un modelo orientado al cliente se hace aún más evidente en un mundo en el que las nuevas tecnologías están cambiando las relaciones entre los oferentes de productos y los clientes. Y la industria financiera no es ajena a esta realidad. En este sentido, los intermediarios deben asumir que los procedimientos anteriores, en los que los clientes acudían a su oficina para operar o lo hacían a través del teléfono, están adaptándose a los nuevos cauces de comunicación. «El entorno 2.0 está ya aportando elementos valiosísimos que el sector financiero no está acabando de saber incorporar a su día a día, y que serían valiosísimos para acelerar en la transformación que estamos viviendo en la distribución y gestión del ahorro familiar: introducción de planificación financiera personal para familias, mejoras en la transparencia y en la información de sus productos y carteras, mejores posibilidades de comunicación con un mayor alcance a nuevos clientes, mayor fidelización de éstos, etcétera, son herramientas a disposición de los distribuidores. Y generarán ventajas competi-

tivas a los que sepan usarlas», sentencia Mas. Pone como ejemplo el surgimiento en EEUU de distintas iniciativas para satisfacer las nuevas demandas de los clientes-usuarios, mediante las que éstos encuentran respuestas a sus preguntas y dudas en distintos sitios *web* en los que interactúan con otras personas que atienden esas peticiones. Auténticas comunidades virtuales que constituyen toda una muestra de desintermediación financiera en un contexto de desconfianza con respecto a las entidades tradicionales. En última instancia, se trata de una evolución hacia un modelo de Gestión Financiera Personal (Personal Financial Management) en el que unos usuarios ayudan a otros y en el que cada uno confecciona el traje a medida para sus inversiones. La propagación de esta realidad de estas iniciativas desde el mercado norteamericano al europeo sólo es cuestión de tiempo.

Ahora bien, esta tendencia convive con otra. Daniel Villalba, catedrático de la UAM, ratifica la paradoja que envuelve a la conexión entre Internet y los inversores. «La utilización de Internet ha incrementado notablemente la información que tienen los inversores del mercado y esto está suponiendo un aumento de la sobreconfianza de los mismos. De esta forma, creen tener un mejor conocimiento y control de cada situación que la que tenían antes de utilizar Internet. Incluso, en ocasiones, la utilización de Internet ha cambiado el criterio de decisión que el propio inversor tenía antes de usarlo. Una mayor información puede aumentar, al principio, la precisión de la previsión y una decisión más adecuada. Sin embargo, demasiada información puede empeorarla. Es claro que Internet puede producir una gran sobreabundancia de información lo que puede provocar, en algunos casos, un empeoramiento en la calidad de las decisiones tomadas», expone.

Esta dualidad amplía el perímetro de actuación de los reguladores, que deben prestar la correspondiente vigilancia. Que Internet propicie una mayor autonomía financiera a las familias no debe ser sinónimo de vacío legal u omisión de protección; todo lo contrario, exige una supervisión más próxima con el fin de evitar que la des-





intermediación se traduzca en *anarquía* o ausencia de control.

Pero, por fundamental que resulte contar con un paraguas protector adecuado, los hogares no deben omitir su responsabilidad. Deben ser partícipes de sus decisiones de inversión y ahorro, una necesidad que requiere, ineludiblemente, un incremento de su cultura financiera. Como constatan Cristina Carrillo, de la CNMV, y José María Lamamié de Clairac, del Banco de España, «la crisis ha acentuado la urgente necesidad de fortalecer la capacitación y la responsabilidad financiera de los ciudadanos», porque «si bien la insuficiente educación financiera no puede citarse como una de las causas originales de la crisis, sí suele aceptarse que ha contribuido a agravar sus efectos».

La *felicidad* imperante en los años previos al estallido de la crisis financiera deparó una sensación de autocomplacencia que, entre otras consecuencias, dejó en un segundo plano conceptos como el ahorro o la previsión. En adelante, y como prevención, será fundamental reforzar la formación financiera de las familias. Al mismo tiempo, los hogares deben implicarse en sus decisiones y hacerse responsables de ellas, para no quedar a merced de otros intereses. Porque es una evidencia, tal como agregan Carrillo y Lamamié de Clairac, que «un individuo escasamente formado en cuestiones financieras se encuentra abiertamente expuesto a los avatares de la vida económica y financiera, puesto que tendrá dificultades, no solamente en lo que se refiere a la selección de los productos o servicios financieros que más le convienen, sino –muy significativamente– en comprender las implicaciones y consecuencias que pueden comportar sus propias decisiones con trascendencia económica».

Estos ingredientes, convenientemente combinados, definirán un marco más adecuado a las necesidades de inversión y ahorro de las familias en el siglo XXI. Se trata de un proceso que debe ser integral, puesto que exige adaptaciones y esfuerzos a la industria financiera y a los reguladores, pero también a las familias, que deben asumir su responsabilidad en sus decisiones de

inversión y reforzar su cultura financiera para poder hacerlo en mejores condiciones que en el pasado.

### **9. El mercado europeo de productos de ahorro minorista permanece muy fragmentado y sería deseable una mayor integración**

La integración económica y monetaria de Europa aún tiene muchas aristas que limar antes de ser completa. Entre ellas figura la de auspiciar una mayor integración de los productos financieros, un apartado en el que los esfuerzos comunitarios vienen de lejos, pero sin obtener los frutos esperados. Una mayor integración no sólo sería deseable para la industria, sino también para el abanico de decisiones de ahorro de las familias.

En la actualidad, el mercado europeo de productos de ahorro minorista permanece muy fragmentado. Los productos son concebidos y distribuidos con caracteres, básicamente, domésticos. «En 1999, la Comisión Europea lanzó un ambicioso programa legislativo que tenía como principal objetivo incrementar el grado de integración financiera en Europa. Diez años después, hemos de reconocer que el mercado financiero minorista sigue estando fragmentado. A excepción de los fondos de inversión, el diseño de la mayoría de los productos de ahorro sigue dependiendo de cada país», denuncia Didier Davydoff. Ese programa, denominado Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), nació con la vocación de definir un marco general que conduzca a la creación de un mercado único de servicios financieros en la Unión Europea (UE).

Aunque el proceso evoluciona a un ritmo más lento del deseable, se van dando pasos hacia una mayor armonización de la industria financiera. Siguiendo su estela, en 2004 el Parlamento Europeo y el Consejo promulgaron la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que, junto a su voluntad de reforzar la protección del inversor, persigue homogeneizar las normativas y fomentar la competencia y la movilidad en



la prestación de los servicios financieros. Pretende, igualmente, acometer los cambios organizativos y tecnológicos precisos para unificar los mercados y los productos negociados en ellos y fomentar la transparencia, la liquidez y la claridad en la negociación y la formación de los precios de los activos. Busca, de forma literal, «alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las empresas de inversión presten servicios en toda la Comunidad, ya que se trata de un mercado único». «En última instancia se pretende crear un mercado único y un régimen regulador común para los servicios financieros en los Estados miembros de la UE y otros tres más (Islandia, Liechtenstein y Noruega) del Área Económica Europea», exponen los profesores Manel Antelo y David Peón. Abundando en esta idea subrayan los dos objetivos principales que persigue la Directiva: «En primer lugar, establecer las condiciones bajo las cuales las entidades financieras/de inversión pueden proporcionar servicios o establecer filiales en otros países miembros, armonizando tanto los requisitos como las reglas de actuación. En segundo lugar, regular dentro del marco jurídico de la UE la creciente gama de actividades orientadas a los inversores, máxime cuando en los últimos años un creciente número de inversores –profesionales y no profesionales– participan en los mercados financieros, donde encuentran un conjunto aún más complejo y extenso de servicios de inversión e instrumentos financieros. Es por ello que la mejora de la competencia y la eficiencia de los mercados pasa inexcusablemente por armonizar su funcionamiento y proteger al inversor de forma adecuada».

Al mismo tiempo, una mayor integración financiera evitaría problemas de competencia como los surgidos durante la crisis a propósito de la cobertura de los depósitos bancarios. Aunque, como se ha expuesto con antelación, se ha intentado reforzar y homogeneizar a escala europea esta red de protección, no es suficiente. Una mayor cohesión resulta imprescindible en un terreno tan sensible como éste, que comenzó a ser tratado en el seno de la UE en 1994. «Dieciséis años después, los pro-

blemas y los desafíos siguen siendo básicamente los mismos. Durante la crisis, la existencia de múltiples Sistemas de Garantías de Depósitos (SGD) ha resultado no ser fiable y han surgido graves tensiones transfronterizas a la hora de gestionar los reembolsos. Los temas clave que deben solucionarse son los siguientes: el alcance que debería tener la armonización de los SGD de la UE y el papel que deberían desempeñar los sistemas europeos», demandan Karel Lannoo y Maria Gerhardt, del Center for European Policy Studies (CEPS). Y aconsejan: «La única solución eficaz, fiable y sostenible es la plena armonización, lo que implica la creación de un sistema único de seguro de depósitos europeo. Con la plena armonización, desaparecerían al instante muchos de los problemas que plantea la actual diversidad de sistemas nacionales de seguro de depósito. Una respuesta integral a los retos actuales solo puede venir a través de la plena armonización».

Otro terreno sobre el que resultaría muy conveniente progresar es el de la fiscalidad. «Aunque la adopción de la Directiva sobre la Fiscalidad del Ahorro contribuyó a reducir la evasión fiscal en los productos con pagos en forma de intereses, la falta de armonización de los tipos impositivos es uno de los grandes obstáculos que impiden la integración del mercado minorista [en Europa]», sentencia Davydoff.

Al mismo tiempo, la creación de un mercado único europeo requiere un cambio de percepción por parte de los ahorradores, en los que todavía impera una mentalidad nacional a la hora de invertir. «Los consumidores de la UE no parecen estar todavía preparados para un mercado único de servicios financieros», sentencia un estudio sobre el ahorro en Europa realizado por BME para la Comisión Europea en 2007 a través de una encuesta realizada a 8.044 personas de ocho países distintos. Dicha conclusión se extrae al comprobar que el 45% de las personas encuestadas podría considerar la posibilidad de comprar un producto de ahorro de un Estado miembro de la UE, mientras que el 55% no lo haría.

Salvar estos obstáculos resulta ineludible para conseguir la anhelada integración de los servicios



financieros en Europa. Esta armonización no sólo reforzaría el proceso de construcción europea, sino que sentaría las bases para un mercado del ahorro menos fragmentado y más homogéneo que sirviera mejor a los intereses y las decisiones de inversión de las familias.

#### **10. La política fiscal debe ser un aliado, no un obstáculo, para el ahorro de las familias**

La rentabilidad esperada es, posiblemente, el punto cardinal en torno al que gravita la mayoría de las decisiones de inversión. La capacidad de atracción de los activos potencialmente más rentables resulta incontestable, aunque lleven aparejado ineludiblemente un riesgo mayor. El imán del rendimiento provoca que en muchas ocasiones se olvide que, por muy alto que sea el premio, siempre tendrá que pasar por el filtro de la fiscalidad, que supone la guinda del proceso de inversión. Como expresan Juan Carlos Ureta y Jesús Sánchez-Quinones, de Renta 4, «la fiscalidad de cada producto financiero condiciona la rentabilidad final después de impuestos que percibirá un inversor al invertir en dicho producto. La fiscalidad de los productos financieros no es homogénea, de tal forma que será necesario analizar la tributación a la que está sujeta cada uno de ellos».

Es más, la tributación no sólo resulta clave para las decisiones de inversión; también lo es para el conjunto de las decisiones de ahorro y consumo que adopte una familia, así como para la actividad de las empresas. La política fiscal abarca, en definitiva, a todos los agentes económicos y moldea de forma clave el comportamiento del ahorro e inversión de cada unidad económica. «La fiscalidad puede influir tanto en el nivel global de ahorro de una economía como en la composición de las carteras privadas, primando la inversión en ciertos activos frente a otros», subraya Luis Briones, socio de Baker&Mackenzie.

Esta relevancia adquiere un significado aún mayor en las condiciones actuales, en las que el ahorro debe desempeñar un motor clave como motor de financiación interna para la econo-

mía. Sin embargo, esta necesidad choca con la evolución de la política fiscal en las últimas décadas. «Aunque la presión fiscal española ha sido tradicionalmente inferior a la de los países de nuestro entorno, España es uno de los países en los que la presión fiscal más ha subido en un periodo relativamente corto de tiempo, que tiene tipos nominales mayores en la imposición directa y cuyo sistema descansa significativamente en la imposición sobre la renta, factores todos ellos que tienen un efecto potencialmente depresor sobre el ahorro», denuncia Briones. En su trabajo detalla que entre 1995 y 2007 el ratio de impuestos totales (incluyendo la Seguridad Social) sobre el PIB repuntó en la UE un 1,01%, mientras que en España creció un 13,46%.

Las necesidades actuales requieren un viraje de la estrategia fiscal, consistente en adoptar decisiones que no penalicen el ahorro. Hace falta, por tanto, una actitud decidida y valiente de las autoridades para acometer este cambio, cuyas consecuencias revertirían la tendencia de las últimas décadas y subsanarían la desventaja en la que ha estado el ahorro con respecto al consumo. Con el propósito de aplicar políticas más pro-ahorro, Briones propone reducir el tipo impositivo aplicado al Impuesto sobre Sociedades; valora negativamente el incremento de los tipos marginales en el impuesto sobre la renta, sobre todo en lo concerniente a las rentas de capital; y recomienda que las medidas adicionales que se ejecuten para tratar de aumentar la recaudación y reequilibrar las finanzas públicas se centren en la imposición sobre el consumo. Paralelamente, sería aconsejable revisar las figuras impositivas de los productos de ahorro para lograr un trato menos discriminatorio y más neutral. Otro asunto que se debería explorar en este terreno consistiría en ampliar hacia otros activos y segmentos del mercado financiero la ausencia de un peaje fiscal a la hora de realizar traspasos entre los productos, tal como ocurre con los fondos de inversión.

Para que la fiscalidad se convierta en un aliado del ahorro debe superar, al mismo tiempo, varias de las trabas que lo impiden. Principalmente, su



complejidad, que impide que los hogares terminen de entender las ventajas que pueden encontrar en ella, y la sensación de que los incentivos van dirigidos a las personas con alto poder adquisitivo, no a todos los ahorradores. Venciendo ambos obstáculos, las familias otorgarían mayor preeminencia a los aspectos fiscales cuando adopten sus decisiones de inversión y ahorro.

España, en definitiva, puede encontrar en el ahorro interno una fuente de financiación de indudable valor en momentos de incertidumbre económica, desconfianza internacional y tensiones en los mercados. Una adecuada política fiscal que fomente el ahorro de las familias ayudaría a lograr ese propósito.

### Referencias Bibliográficas

- ALCÁNTARA, J. (2011). «La inversión directa en valores de renta fija por parte de las familias españolas». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- ANTELO, M. y PEÓN, D. (2011). «Productos financieros y perfil del inversor: de la práctica a la teoría». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- BANCO DE ESPAÑA (2010). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005». En: *Boletín Económico, Diciembre 2010*. Madrid: Banco de España, 2010. Disponible en: [http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/boletines/Boletin\\_economico/anoactual/](http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_economico/anoactual/)
- BME Consulting (2007). *The EU market for consumer long-term retail savings vehicles: comparative analysis of products, market structure, costs, distribution systems and consumer saving patterns* [en línea]. [Bruselas]: Comisión Europea, Noviembre. [ref. de 13 de diciembre de 2010]. Disponible en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/cross-sector/study\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/study_en.pdf)
- BRIONES, L. (2011). «Fiscalidad y ahorro familiar». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- CARRILLO, C. y LAMAMIE DE CLAIRAC, J. M. (2011). «Educación financiera y ahorro familiar. Implicaciones de la crisis financiera global». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- DAVIDOFF, D. (2011). «Ahorro familiar en la zona euro». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- FERNÁNDEZ, V. (2011). «Los Fondos de Pensiones como activo financiero familiar. Comparativa europea y perspectivas en España». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- GARCÍA SANTOS, N. (2011). «La protección del ahorro familiar». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- GARRIDO, J. y ALONSO, B. (2011). «La inversión directa en acciones por parte de las familias españolas». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- HUGH, E. (2011). «¿España, un país de ahorradores? consecuencias de la próxima revolución demográfica para el sector financiero español». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- LABORDA, Á. (2011). «La función del ahorro en la economía española. Evolución y perspectivas del consumo y el ahorro familiar». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- LANNON, K. y GERHARDT, M. (2011). «Una nueva iniciativa para proteger a los titulares de depósitos bancarios en la UE». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.



- MAS, S. (2011). «La distribución de productos y servicios financieros en España y la relevancia del entorno web 2.0». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010). Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving [en línea]. Richard Dobbs [et al.]. McKinsey Global Institute, December 2010 [ref. de 23 de diciembre de 2010]. Disponible en: [http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell\\_cheap\\_capital/index.asp](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell_cheap_capital/index.asp)
- NAREDO, J.M. y CARPINTERO, Ó. (2011). «Patrimonio inmobiliario y financiero de los hogares. Tendencias y convergencia española con los estándares europeos». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- PESCADOR, M.D. (2011). «Productos de Seguro como destino del ahorro financiero familiar. Tipos de productos, estructura del mercado y distribución ». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- RABADÁN, M. (2011). «La inversión en Fondos como destino del ahorro de las familias españolas. Perspectivas». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- RUBIO, A. y RUESTA, M. (2011). «Los productos bancarios de depósito en el ahorro familiar. Perspectivas». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- URETA DOMINGO, J.C. y SÁNCHEZ-QUIÑONES, J. (2011). «Innovación financiera y ahorro familiar». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.
- VILLALBA, D. (2011). «Volatilidad en los mercados financieros y decisiones de ahorro e inversión familiar. El papel de los intermediarios». En: *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros n. 39*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011.

