



4. AHORRO FAMILIAR EN LA ZONA EURO

Didier Davydoff, Director del European Savings Institute

Las familias de la zona euro ahorran mucho, y ahorran más que en años anteriores: de media, destinan casi el 16% de sus ingresos al ahorro. En este artículo, el objetivo es identificar los factores que impulsan el ahorro y los principales componentes de los flujos de inversión. En la primera sección, mostraremos que el recurso al crédito es un factor clave para explicar las tendencias históricas de los ratios de ahorro y sus variaciones por países o áreas económicas. En la segunda, se analizará el modo en que el patrimonio financiero global de las familias se vio azotado por la crisis económica. En la tercera sección se expone cómo la hegemonía bancaria en la distribución de productos para el ahorro explica la composición específica del ahorro financiero en la zona euro. Por último, en un cuarto apartado se aborda el modo en que los ahorradores de la zona euro se

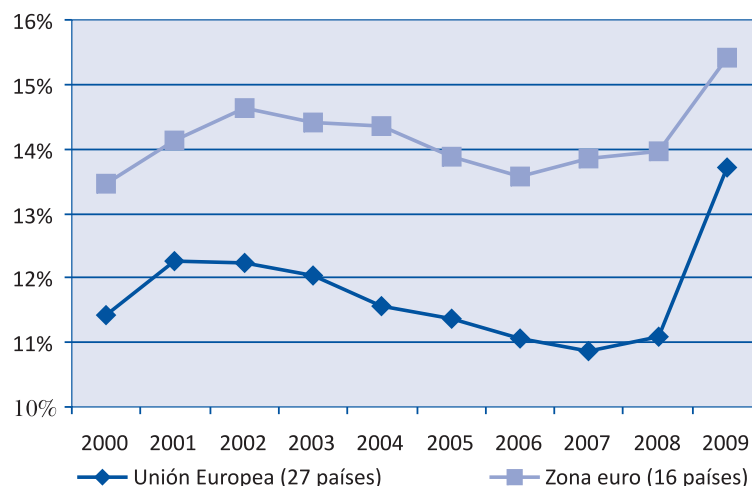
enfrentan a los problemas relacionados con una tendencia general a escala mundial: el aumento de la esperanza de vida.

LOS PRÉSTAMOS GENERAN AHORROS

El ratio del ahorro familiar respecto a la renta bruta disponible de los hogares en Europa muestra dos aspectos importantes (Gráfico 1):

- El ratio se mantiene persistentemente más alto en la zona euro que en el resto de Europa. En los últimos diez años, el diferencial medio fue del 2,4%. Registró su valor mínimo en 2009 (1,7%)
- El ratio marcó un máximo en 2009, al pasar del 14% de 2008 al 15,4%.

GRÁFICO 1. TASAS DE AHORRO FAMILIAR EN EUROPA



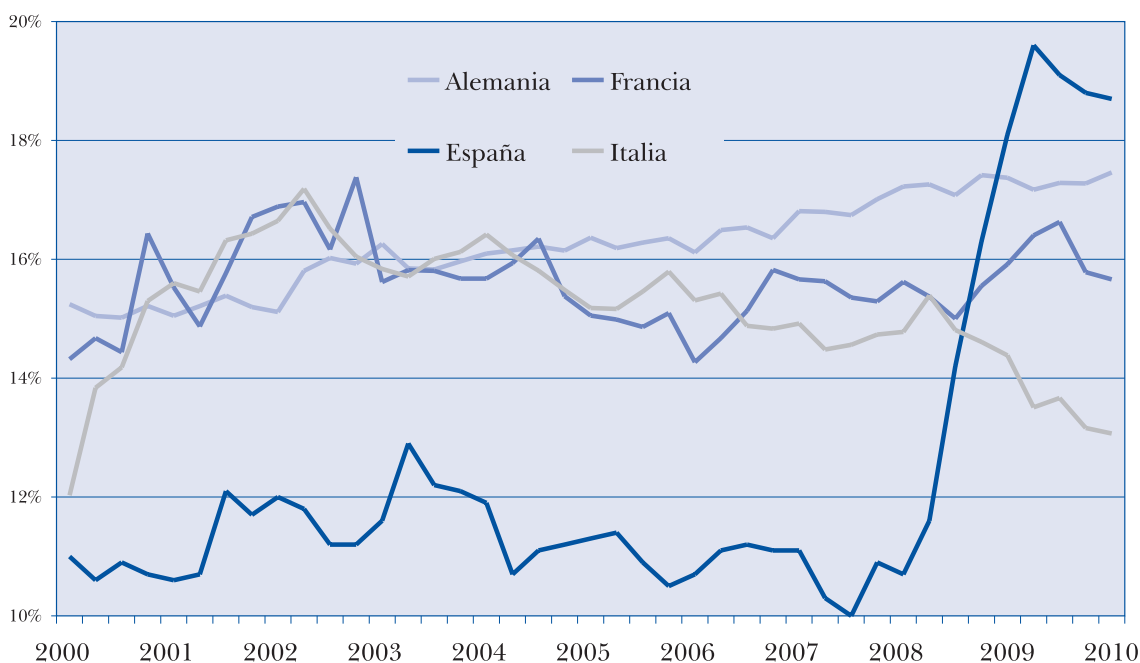
Fuente: Eurostat



Aunque en 2003 todos los países mostraban tasas de ahorro similares, a lo largo de la última década han seguido trayectorias diferentes. En Alemania, la tasa mantuvo una subida constante, mientras que en Italia y Francia presentó mayor volatilidad. España, por su parte, registra tenden-

cias particulares: hasta la crisis financiera, fue el país con la tasa de ahorro más baja de los países grandes de la zona euro. A partir de 2008, el ahorro español empezó a crecer y ahora es el mayor de toda la zona euro (con un volumen que equivale al 18,7% del PIB en el primer trimestre de 2010).

GRÁFICO 2. RATIO DE AHORRO EN LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO



Fuente: Contabilidad Nacional, cálculos ESI

Existen dos métodos para calcular los ahorros: tomando datos «reales» de la Contabilidad Nacional, el ahorro es lo que queda de la renta bruta disponible de las familias tras deducir todos sus gastos de consumo. Tomando datos financieros de la Contabilidad Nacional, el ahorro equivale a la inversión financiera y no financiera menos el aumento de deuda (el ahorro es una variable «flujo» no «stock»). Ambos cálculos deberían ofrecer resultados idénticos, aunque, en la práctica, la utilización de diferentes fuentes (consumo, en el primer caso, y flujos de fondos en el segundo) provoca divergencias estadísticas en los datos.

El segundo método puede representarse en términos de flujos:

Tasa de ahorro = tasa de inversión financiera + tasa de inversión no financiera – tasa de recurso al crédito

Donde:

- La tasa de inversión financiera es el cociente entre la inversión financiera neta (compras menos ventas) y la renta bruta disponible.
- La tasa de inversión no financiera es el cociente entre la inversión no financiera y la renta bruta disponible. El principal componente de la inversión no financiera son los bienes inmuebles. Asimismo, incluye las inversiones profesionales de los empresarios individuales que no ejer-



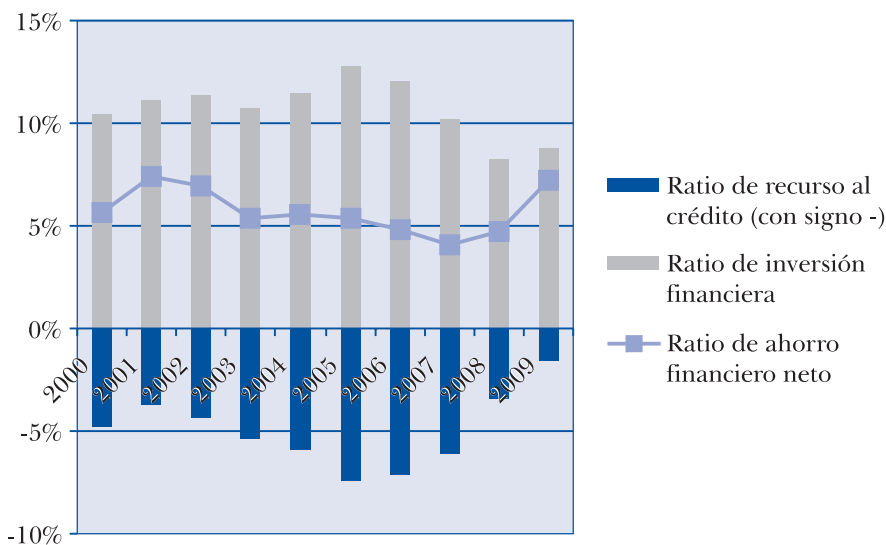
cen su actividad profesional bajo una personalidad jurídica separada.

- La tasa de recurso al crédito es el cociente entre los créditos nuevos menos reembolsos (el aumento de la deuda pendiente) y la renta bruta disponible. Incluye todo tipo de deudas. El principal com-

ponente es el crédito para compra de vivienda. Algunos componentes más pequeños son el crédito al consumo y el crédito a profesionales.

El examen de estos tres ratios ayuda a comprender las tendencias de las tasas de ahorros (Gráfico 3).

GRÁFICO 3. AHORRO FINANCIERO EN LA ZONA EURO*



Fuente: ESI

* Porcentajes sobre renta bruta disponible.

La correlación inversa entre los ratios de inversión financiera y de recurso al crédito es espectacular: tanto el recurso al crédito como la inversión financiera aumentaron desde 2003 a 2005, para luego descender hasta 2008. «Los préstamos generan ahorros». Más concretamente, la dinámica del comportamiento del ahorro familiar hasta la crisis financiera puede describirse del siguiente modo: los precios de los inmuebles se dispararon y esta tendencia tuvo dos consecuencias. Los vendedores netos de activos inmobiliarios se beneficiaron de considerables plusvalías, que fueron reinvertidas en activos financieros. Al mismo tiempo, los compradores netos de activos inmobiliarios tuvieron que tomar más dinero de sus activos financieros para equilibrar el efecto de las subidas de los precios. Sin embargo, el recurso al crédito también contribu-

yó a contrarrestar las subidas de los precios de los inmuebles, de modo que las entradas de activos financieros por los compradores de inmuebles fueron superiores a las salidas de activos financieros mantenidos por los compradores netos. Dicho contexto permitió que los hogares en su conjunto fueran compradores netos de productos financieros.

Este mecanismo se ve afectado por las tendencias sociodemográficas a largo plazo en Europa influenciadas por el aumento de la esperanza de vida. Cada vez son más los herederos, a menudo en torno a los cincuenta años, que reciben la casa familiar en herencia tras haber adquirido ellos su propia vivienda. Son conscientes de la fragilidad de los sistemas de pensiones basados en las aportaciones de los trabajadores y saben que una vida más larga suele ir



acompañada del riesgo de dependencia, un riesgo que sus hijos quizá no sean capaces de asumir. De ahí que inviertan las plusvalías obtenidas de la venta de la vivienda en productos de ahorro a medio o largo plazo, como seguros de vida o planes de pensiones individuales.

La tasa de ahorro excepcionalmente alta de 2009 puede explicarse por el drástico descenso del recurso al crédito acompañada del incremento del ahorro por motivo precaución se incrementó debido al aumento del desempleo y a las subidas de impuestos, reales o previstas.

2. LA CRISIS FINANCIERA. LAS INVERSIONES DE LAS FAMILIAS CONTRARRESTAN LA DEVALUACIÓN DE SUS ACTIVOS

Los ahorradores europeos se enfrentan actualmente a un entorno económico contradictorio:

- La crisis financiera, al aumentar el desempleo y las presiones bajistas sobre sus ingresos, los incita a incrementar su ahorro por motivo precaución. Los ratios de ahorro han alcanzado máximos históricos en la mayoría de los países.
- Entretanto, la rentabilidad de casi todos los activos financieros ha descendido o es incierta: no solo los tipos de interés a corto plazo han alcanzado mínimos históricos, sino que también lo han hecho los títulos de deuda pública de países que no presentan problemas de solvencia. Las bolsas no muestran una tendencia clara y tampoco se aprecia una tendencia clara u homogénea en los precios de los inmuebles, que siguen altos en la mayoría de los países.

A finales de marzo de 2010, todos los activos financieros en manos de las familias de la zona euro representaban 17.448.000 millones de euros, lo que equivale a un promedio de 53.000 EUR per cápita (Tabla 1). Las carteras de los hogares siguieron creciendo ligeramente a lo largo de la crisis financiera, con un aumento del

patrimonio total del 4,6% a finales de marzo de 2010 respecto a la cifra de finales de 2006. Pero ese aumento es consecuencia de dos tendencias opuestas: la devaluación de los activos disminuyó el valor de las carteras en un 15,9%, mientras que los flujos de inversiones aumentaron en un 20,4% los activos iniciales. En términos reales, el esfuerzo de inversión de las familias compensó la devaluación de su capital. Sin embargo, debe resaltarse que dichas devaluaciones son solo pérdidas teóricas en la medida en que los activos no se han vendido. En concreto, el mayor componente de las devaluaciones provenía de acciones que no cotizan en bolsa, cuya valoración responde a efectos estadísticos responde a una convención asociada en parte a la valoración de las acciones cotizadas. Los contratos de seguros de vida ligados a fondos de inversión (unit-linked) y los fondos de pensiones de aportación definida también generaron pérdidas latentes (que ascendían al 13% del saldo total de los fondos de seguros de vida y pensiones a finales de 2006), pero las constantes suscripciones en esta categoría de productos compensaron con creces las pérdidas teóricas.

Dos categorías de productos de similar importancia dominan la composición de la cartera conjunta de las familias de la euro zona: efectivo y depósitos corto plazo, junto con los fondos de seguros de vida y pensiones, suponen en total el 62%.

Las acciones y otros títulos de renta variable son la siguiente clase de activos en importancia. Desgraciadamente, no está disponible en todos los países el desglose de esta clase de activos en acciones cotizadas y no cotizadas u otros títulos de renta variable. Pero la naturaleza económica de una acción cotizada transmisible en el contexto de una cartera es muy diferente de la participación personal en un negocio que mantienen los empresarios individuales. Además, a falta de un precio observable, la valoración de la renta variable no cotizada refleja, por naturaleza, una convención, y los tratamientos estadísticos que aplican quienes elaboran la Contabilidad Nacional seguramente difieren de unos países a otros. Sin embargo, no cabe duda, a partir de los datos de los países en los que las acciones cotizadas se



contabilizan por separado en las carteras, de que esta clase de activo representa sólo una parte menor de la cartera conjunta de las familias. Aunque las privatizaciones extendieron la titularidad de las acciones cotizadas a gran cantidad de personas, las cantidades mantenidas por la mayoría de los inversores minoristas sigue siendo relativamente baja.

Por último, hay tres categorías de activos que representan, cada una, menos del 5% de los activos financieros en manos de las familias de la zona euro: depósitos a largo plazo, títulos de deuda y acciones y participaciones en fondos de inversión. En algunos países estas clases de activos son más importantes. Por ejemplo, los depósitos a largo plazo son relativamente altos en Francia, y están integrados principalmente por los planes de ahorro-vivienda («Plans d'Épargne Logement»), que disfrutaban de incentivos fiscales y subvenciones públicas. En Italia, las familias,

tradicionalmente, poseen más bonos que en otros países, debido a que el Tesoro Público durante mucho tiempo ha colocado activamente su deuda entre los inversores minoristas nacionales. Pero, en ambos casos, estas tenencias tienden a disminuir en términos relativos y a acercarse a los estándares que se registran en el resto de la zona euro.

Las acciones y participaciones en fondos de inversión representan una pequeña proporción de las carteras financieras de las familias, si bien, en muchos países, los particulares también mantienen acciones de fondos a través de «wrappers», como los contratos de seguros de vida. No hay datos a nivel europeo de este tipo de tenencias indirectas de fondos de inversión, pero son lo bastante importantes como para motivar un reglamento de la Comisión Europea encaminado a armonizar las normas aplicables a su venta con las de productos subyacentes similares¹.

TABLA 1. DESGLOSE DE ACTIVOS FINANCIEROS MANTENIDOS POR LAS FAMILIAS EN LA ZONA EURO (finales de marzo de 2010)

	In K€ per capita	% of total financial assets	2010 Q1 /2006 Q4
Depósitos de divisas y a corto plazo	16,6	31,2%	+22,1%
Depósitos a largo plazo	3,0	5,7%	-2,8%
Títulos de deuda	4,3	8,0%	+4,6%
Acciones y otros títulos de renta variable (salvo acciones de fondos de inversión)	8,9	16,7%	-18,7%
Acciones de fondos de inversión	4,4	8,2%	-15,0%
Reservas de fondos de seguros de vida y pensiones	16,1	30,2%	+ 14,4%
Total	53,4	100,0%	+4,6%

Fuente: BCE

¹ Comunicación del 30 de abril de 2009 sobre Productos preempaquetados de inversión minorista, Comisión Europea [COM(2009) 204 final].



3. RELACIÓN ENTRE LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA Y LA DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTOS PARA EL AHORRO

Como es normal, el peso de los bancos en la distribución de productos de ahorro influye en la asignación de activos por parte de las familias. De hecho, los bancos influyen en la elección que realizan sus clientes mediante campañas de marketing, mediante fijación de incentivos y objetivos entre los asesores financieros y a través de la estructura de su oferta; por ejemplo, animando a los clientes a mantener determinadas categorías de productos en paquetes que también comprenden servicios de pago básicos (tarjetas de crédito, cuenta de efectivo, descubiertos, etc.).

Una de las características más llamativas del mercado minorista de la zona euro es el enorme peso de los bancos en la distribución de los productos de ahorro. En el pasado, los productos bancarios de la zona euro los distribuían los bancos, mientras que los productos de seguros los comercializaban las compañías aseguradoras o los corredores de seguros. Las acciones desempeñaban un papel menor en los ahorros del segmento de inversores privados («mass affluent»), y su distribución por los intermediarios bursátiles se circunscribía principalmente al sector de las grandes fortunas (High Net Worth Individuals).

Las cosas han cambiado. En primer lugar, los bancos se han ido involucrando progresivamente en la producción de productos de seguros, en especial en contratos de seguros de vida. Se han convertido en conglomerados financieros que cuentan con divisiones de seguros que elaboran productos de seguros de vida, distribuidos posteriormente a través de su red minorista. Por ejemplo, los productos de seguros de vida pasaron a ser el componente más grande de la cartera financiera de las familias en Francia, y los grupos de «bancaseguros» concentran más del 70% de este segmento del mercado. El 30% restante lo siguen produciendo compañías aseguradoras puras y es distribuido o bien por los empleados de dichas empresas, o bien por agentes de seguros vinculados o corredores de seguros que venden productos de varias entidades de seguros competidoras.

Una segunda tendencia es la importancia que están cobrando las actividades de banca privada dentro de los bancos. La mayor parte de los bancos minoristas tienden a crear departamentos especializados o filiales especializadas participadas al 100%, para dar servicio a los clientes más ricos. De ahí que los bancos desempeñen un papel tan importante en la distribución de acciones y fondos de inversión. Pero, al mismo tiempo, la arquitectura abierta ha ganado terreno: en varios países los fondos de inversión son distribuidos, en gran medida, por asesores financieros independientes o por departamentos de banca privada de bancos que no tienen necesariamente por qué ser los que gestionan esos fondos. Esta tendencia tiene especial relevancia en lo que respecta a los fondos extranjeros.

En consecuencia, los bancos dirigen la distribución de los productos de ahorro. En Italia y en España, representan casi el 90% de la distribución de los productos de ahorro entre los inversores particulares². En el caso de los bancos italianos, ello se debe a la elevada cuota de mercado que poseen en productos financieros (valores, fondos, seguros de vida), mientras que los bancos españoles dominan el mercado gracias al peso de los depósitos bancarios en la estructura de activos financieros de las familias. Los bancos mantienen en torno a tres cuartas partes del mercado en Francia. Frente a lo que cabría esperar, los bancos en Alemania, a pesar de desempeñar una función de primer orden en la financiación de la economía, tienen una presencia en el mercado del ahorro menos dominante que en otros países, y ello es debido a que la actividad de bancaseguros aún resulta poco habitual. Con todo, la cuota de mercado de los bancos en la distribución de productos de ahorro sigue estando cerca del 70%.

Hasta la crisis financiera, los bancos tendían a centrarse en productos financieros fuera de balance, porque la venta de valores, fondos o productos de seguros de vida generaba ingresos

² «Canales de distribución de productos para el ahorro en Europa», OEE's Letter, n.º 16, octubre, 2008.



mayores y más estables que los depósitos bancarios. Esto era especialmente así en el caso de los productos de ahorro a largo plazo, que proporcionaban a los bancos unos ingresos basados en activos en circulación, más estables por naturaleza que los flujos de inversión a corto plazo.

La crisis financiera ha modificado los términos de la ecuación para los bancos. La profunda crisis del mercado interbancario del último trimestre de 2008 puso de relieve que las entidades financieras que manejaban una base amplia y estable de depósitos han tenido un efecto positivo en la estabilidad sistémica. Ahora se reconoce de forma generalizada que la intensidad de la interconexiones entre las entidades financieras es un factor de riesgo sistémico. Los bancos con depósitos amplios y estables de clientes dependen menos de otras entidades financieras para garantizar su liquidez.

La falta de recursos estables en el balance de los bancos fue uno de los determinantes del desarrollo del modelo «originar para distribuir», mediante el cual los bancos se han provisto de liquidez a través de un uso extensivo de la titulación. Los supervisores y los reguladores responsables del riesgo sistémico ya cuestionaban este modelo y el Grupo de Alto Nivel presidido por Jacques de Larosière ha puesto de relieve lo insuficiente de la normativa prudencial en este ámbito³:

«Los problemas de liquidez son importantes tanto en el contexto de las entidades financieras como en el del sistema de regulación. El Grupo es de la opinión de que ambos requieren una atención mayor de la que se les ha prestado hasta la fecha. Los supervisores deben prestar una mayor atención a los desajustes específicos en términos de plazos de vencimiento en las empresas que supervisan, y las responsables del establecimiento de las regulaciones de capital han de incorporar en mayor medida el impacto que tienen sobre el capital las presiones ejercidas sobre los bancos en términos de liquidez».

³ Larosière, J. (2009). El grupo de alto nivel sobre supervisión financiera de la UE: El informe Larosière, Bruselas.

En 2009, el trasvase desde fondos de inversión a depósitos bancarios pueden explicarse en gran medida por la política comercial de los bancos. El incremento de la aversión al riesgo de los ahorradores no explica enteramente este movimiento. De hecho, los ahorradores no se desprendieron sólo de productos de renta variable, también retiraron ingentes cantidades de los fondos de renta fija, aunque estos últimos no sufrieron tanto como los primeros la volatilidad y las pérdidas de capital.

En 2009, el Banco Central Europeo rebajó los tipos de interés a corto plazo, pero los ahorradores todavía podían disfrutar de una buena remuneración por sus depósitos a largo plazo. La tarea de los bancos interesados en aumentar la cuota de los depósitos bancarios se ha vuelto más ardua en 2010, momento en el que los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos no solo a corto sino también a largo plazo.

En conjunto, los depósitos no transferibles en manos de las familias en la zona euro se incrementaron considerablemente en la crisis financiera (véase la Tabla 2). La tendencia se invirtió en 2010, pero los niveles existentes se mantienen notablemente más altos que antes de la crisis en varios países.

Francia sigue siendo el país con el nivel más alto de depósitos per cápita, lo cual puede explicarse atendiendo a la importancia de los depósitos «regulados» que disfrutaban de exenciones fiscales (especialmente el «Livret A» y el plan de ahorro vivienda «Plan d'Épargne Logement»).

La remuneración de los depósitos que mantienen los ahorradores alemanes es en general baja, y el volumen existente de depósitos a finales del primer trimestre de 2010 era inferior no sólo al del año anterior (como consecuencia de la bajada de las curvas de tipos de interés en su conjunto), sino incluso al de antes de la crisis financiera. Ello puede achacarse a que la remuneración de muchos productos que se ofrecen a los ahorradores alemanes aumenta con su vencimiento ex post, más que con su vencimiento ex ante: depende del periodo de tenencia pasado más que del vencimiento en el momento de su

suscripción. Un descenso de los tipos de interés a corto plazo tiene un efecto negativo inmediato, incluso en la remuneración de nuevos flujos de inversión que los ahorradores piensan mantener invertidos durante un largo periodo.

En Italia y en España, el volumen de los depósitos no transmisibles tras la crisis supera en más de un 10% el registrado antes de la crisis, a pesar

de que la tendencia se ha invertido en España en 2010, debido a la disminución de las rentas de las familias y de su capacidad de ahorro. Es de resaltar que, en Italia, los ahorradores también suscriben emisiones de bonos de bancos o de la Caja Postal. Estas inversiones son sustitutos perfectos de los depósitos, y disfrutan de una fiscalidad inferior a estos. Su saldo actual equivale al de los depósitos.

TABLA 2. DEPÓSITOS NO TRANSFERIBLES EN MANOS DE LAS FAMILIAS A FINALES DE MARZO DE 2010

	Importes actuales (miles EUR per cápita)	Variación/ Finales de marzo 2008	Variación/ Finales de marzo 2009
Zona euro	10,5	+3,5%	-3,1%
Francia	12,3	+4,3%	-0,8%
Alemania	11,4	-4,2%	-6,2%
Italia	7,3	+10,3%	+3,9%
España	9,4	+10,9%	-2,8%

Fuente: cálculos ESI

4. EL AHORRO ANTE EL CAMBIO DE LAS TENDENCIAS SOCIODEMOGRÁFICAS

Las familias cada vez necesitan más ayuda para orientar su esfuerzo ahorrador y decidir su asignación de activos. El apartado (4) del artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) establece que: *«al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la compañía que presta servicios de inversión obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de poder recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.»*

Hasta ahora, la mayoría de los intermediarios han respondido a este requisito mediante el envío de cuestionarios a sus clientes como medio de protegerse frente a posibles reclamaciones de estos acerca de la idoneidad de las recomendaciones de inversión formuladas.

En el futuro, uno de los retos para los intermediarios –que será más acuciante para aquellos que se dediquen a la banca privada, pero también afectará a quienes cubran el segmento de clientes «mass affluent»– será ayudar a los clientes a establecer técnicas de gestión de balance (activo/pasivo), que ya son moneda corriente entre los inversores institucionales, en concreto los fondos de pensiones.

Los métodos utilizados para prestar un asesoramiento adecuado a los clientes deberán mejorar. Por ejemplo, Noël Amenc *et al.*⁴ construyeron un modelo de optimización de cartera, que incluía dichas técnicas de gestión de balance. Este modelo permite abordar los objetivos, las restricciones y la aversión al riesgo de los clientes privados. El fin último es incorporar al modelo los diferentes objetivos de un inversor durante todo su ciclo vital. Los objetivos o necesidades de los

⁴ Noël Amenc, Lionel Martellini, Vincent Milhau y Volket Ziemann, «Asset-Liability Management in Private Wealth Management», EDHEC Risk, septiembre de 2009.



inversores pueden variar en función de su edad. Por ejemplo, un cliente puede estar pensando en comprar su primera casa, mientras que a otro quizá le interese más preparar su jubilación. Existen otros muchos factores que hay que tomar en consideración, como el régimen fiscal y el deseo de dejar un legado a los herederos.

Los intermediarios que deseen prestar un servicio coherente a sus clientes, y no limitarse a venderles productos, han de tener en cuenta los cambios sociodemográficos. Su tarea debería orientarse a dar respuesta a tres retos: la adquisición de vivienda, la preservación de los ingresos tras la jubilación y la cobertura del riesgo de dependencia.

ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

La inversión no financiera («formación bruta de capital fijo», o FBCF, tal como se conoce en la contabilidad nacional) representa entre el 8% y el 10% de la renta bruta disponible de las familias de la zona euro. La adquisición de vivienda supone la parte más importante de dicha inversión y la FBCF infravalora el esfuerzo de quienes están en proceso de adquirir su vivienda. Así, cuando tiene lugar la transmisión de una vivienda de segunda mano entre particulares (el caso más frecuente), la operación se registra en la Contabilidad Nacional con un saldo neto cero. De hecho, la FBCF de las familias refleja más bien la inversión que estas realizan en viviendas de nueva construcción.

Más de dos de cada tres habitantes de la zona euro poseen su vivienda en propiedad, y una tercera parte de dichos propietarios de vivienda está pagando una hipoteca.

Dentro de la zona euro existe una gran diversidad entre los países que la integran (Gráfico 4): p. ej., Alemania, Austria y Francia se sitúan por debajo de la media de la zona. Los Países Bajos son el país de la zona euro que presenta el mayor porcentaje de población con una hipoteca (59%). Por el contrario, la proporción de habitantes que poseen vivienda en propiedad en Eslovaquia, Eslovenia, Grecia e Italia es superior a la media, si bien la probabilidad de estar pagando una

hipoteca es menor que en otros países. Por último, el porcentaje de propietarios de vivienda es alto en España, Irlanda y, en menor medida, en Portugal, como consecuencia de dos factores: la tradicional preferencia por la vivienda en propiedad, frecuentemente gracias a herencias, y el rápido crecimiento registrado en el número de hipotecas en los últimos años.

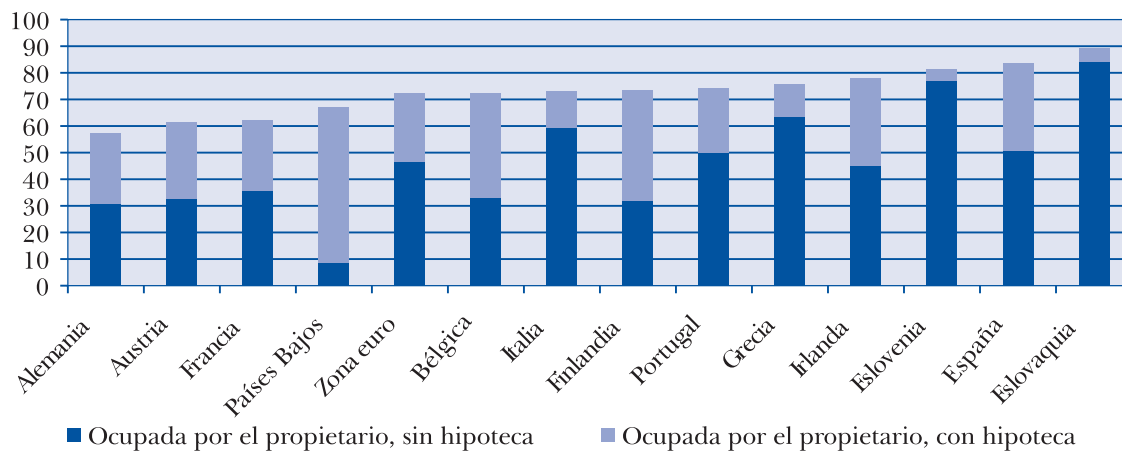
Las familias –sobre todo, las más jóvenes– están enfrentándose a dificultades nuevas a la hora de financiar la adquisición de su primera vivienda. Los precios se incrementaron vertiginosamente hasta la crisis financiera, y pese a la subsiguiente corrección, siguen estando altos en comparación con los alquileres. Con una perspectiva a largo plazo, el descenso de los precios de los inmuebles residenciales que viene operándose desde mediados de 2008 está muy lejos de haber eliminado la prima de la propiedad sobre el alquiler. El ratio del precio de la vivienda respecto al alquiler está por encima de su media a largo plazo en la mayoría de los países europeos (un 39% en el caso de Francia, un 53% en el de España y un 13% en el de Italia⁵). Un modelo del BCE prevé que el descenso de los precios reales de la vivienda de la zona euro se detendrá a finales de 2010⁶, y que la depreciación no superará el 8%, lo que contrasta claramente con el aumento del 45% registrado entre 1997 y el máximo de 2007.

Las perspectivas para el ahorro destinado a la adquisición de vivienda no pueden desligarse de otros retos, incluida la preparación para el periodo posterior a la jubilación. Botazzi *et al.* (2009)⁷ miden el impacto que ha tenido sobre el ahorro en Italia una década de intensas reformas de las pensiones, y concluyen que las familias italianas han respondido al recorte de las prestaciones por pensiones principalmente aumentando su patrimonio inmobiliario.

⁵ En cambio, comparados con su media a largo plazo, los precios de los inmuebles están infravalorados en un 14% en Alemania.

⁶ Luca Gattini y Paul Hiebert, «Forecasting and assessing euro area house prices through the lens of key fundamentals», BCE, Documento de trabajo n° 1249, octubre de 2010.

⁷ Renata Bottazzi, Tullio Jappelli, Mario Padula, «The Portfolio Effect of Pension Reforms», Documento de trabajo del OEE, 2009.

GRÁFICO 4. PORCENTAJES DE POBLACIÓN SEGÚN TIPO DE TENDENCIA DE VIVIENDA. 2007

Fuente: UE-SILC 2007

En varios países, los incentivos públicos han empujado a las familias a convertirse en propietarios de los inmuebles donde residen. Por ejemplo, el ahorro financiero con fines de adquisición de vivienda está subvencionado en Austria, Alemania, Francia y España. Además, los intereses satisfechos por los titulares de una hipoteca disfrutaban asimismo de desgravaciones totales o parciales. No obstante, dichas ayudas fueron eliminadas hace varios años en los Países Bajos, y el Gobierno de Francia ha anunciado su intención de sustituirlas por incentivos más orientados a quienes accedan por primera vez a una vivienda. De forma más general, la crisis financiera ha hecho que las familias tengan más dificultades para acceder al crédito. Aquellos que deseen adquirir una vivienda tendrán que ahorrar más que antes para poder hacerlo, ya que los precios se mantendrán altos y la proporción de financiación externa tendrá un peso menos importante que en el pasado.

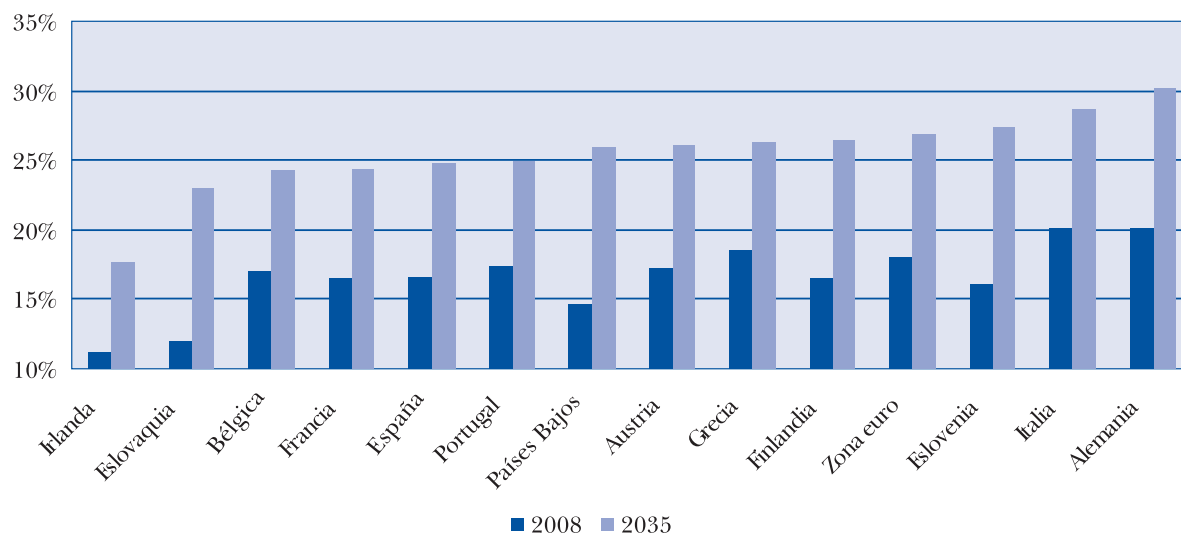
PENSIONES

La prolongación de la esperanza de vida cambiará los parámetros del ciclo vital, que sigue siendo un determinante fundamental del comportamiento del ahorro, aunque el modelo construido

por Modigliani⁸ debe complementarse con otros factores para reflejar la evidencia empírica. Cuanto más se alargue la esperanza de vida tras la jubilación, más dinero será preciso ahorrar antes de llegar a ella.

Hemos de reconocer que los sistemas públicos de pensiones, con aportaciones periódicas basadas en deducciones de la nómina de los trabajadores, mitigan el efecto que tienen en el ahorro individual necesario los cambios demográficos. La mayoría de los gobiernos han retrasado la edad de jubilación, lo que debería ayudar a garantizar las prestaciones que reciban los futuros jubilados, tanto en los sistemas de pensiones públicos como en los complementarios. No obstante, la proporción media de personas con 65 años o más en la zona euro aumentará aproximadamente un 50% de aquí (18%) a 2035 (27%). Irlanda es el único país de toda la zona en el que este porcentaje en 2035 será comparable a las cifras actuales. En Alemania, se prevé que los miembros de la tercera edad representen más del 30% de la población total.

⁸ Modigliani, F., Brunberg, R. (1954). «Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data», en *Post-Keynesian Economics*, K.K. Kuriharaed., Rutgers University Press.

GRÁFICO 5. PORCENTAJE DE PERSONAS MAYORES DE 65 AÑOS

Fuente: Eurostat, 2008

Es poco probable que el simple aplazamiento de la edad de jubilación consiga solucionar el problema demográfico. Una de los escollos es que el paro incide con más frecuencia entre los trabajadores mayores que entre el resto de la población, y ello por diversos motivos. Por tanto, los países europeos también tendrán que modificar los otros dos pilares en los que se sustenta el equilibrio del sistema de pensiones, a saber, las contribuciones y las prestaciones. La amenaza de un aumento de las contribuciones y un descenso de las prestaciones podría elevar el nivel objetivo de patrimonio financiero y no financiero que deban ponerse como meta las familias.

Varios gobiernos han introducido ayudas públicas o desgravaciones fiscales para favorecer a los productos de ahorro/previsión individuales (pilar 3), como los *Riester* en Alemania, los PERP (*Plan d'Épargne Retraite Populaire*) en Francia, las *Personal Retirement Savings Accounts* en Irlanda o los FIP (*Forme individuali Pensionistico*) en Italia. En Alemania, los productos *Riester* ya han sido suscritos por 13 millones de personas. La mayoría de estos productos tienen como finalidad

garantizar una renta futura. Nijman *et al.* (2009)⁹ concluyeron que el resultado óptimo se consigue si en el momento de la jubilación una persona traspasa casi la totalidad de su patrimonio a un plan que abona rentas, puesto que ello le permite capturar el crédito de las bajas por mortalidad («mortality credit»). Aun así, los productos de ahorro individual suelen toparse con las reticencias de los ahorradores a contratar productos financieros en forma de renta. Algunos productos no expresamente ideados como productos de pensiones, tales como los seguros de vida, seguirán siendo preferidos por gran parte de los individuos que preparan su jubilación.

DEPENDENCIA

El gradual envejecimiento de la población hace que el riesgo de dependencia aumente. Está

⁹ Kim Peijnenburg, Theo Nijman y Bas Werker, «Optimal Annuitization with Background Risk and Equity Exposure During Retirement», Documento de trabajo para el OEE, 2009.



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. Si bien faltan datos coherentes sobre el desarrollo de esta clase de contratos de seguros en Europa, hay alguna evidencia de que las compañías aseguradoras están proponiendo contratos o bien orientados específicamente a cubrir el riesgo de dependencia o bien como complemento de los seguros de vida. También están los planes colectivos profesionales o de empresa, que en algunos casos son obligatorios para los empleados y en otros casos son opcionales. Sus prestaciones pueden abonarse en forma de renta o de capital. Ahora bien, el desarrollo de estos contratos sigue siendo limitado debido a que los posibles interesados no tienen muy claras las condiciones para beneficiarse de las contraprestaciones. Hacen el esfuerzo para comprender el funcionamiento de los mismos cuando son conscientes del riesgo que cubren, frecuentemente una vez entrados en la cincuentena, pero la prima para quienes suscriben por primera vez un seguro de dependencia a esa edad es muy elevada. Además, hay un conflicto latente para las aseguradoras pues, en teoría, incita a las familias con el mayor nivel de exposición al riesgo a suscribir dichos contratos. Otra dificultad añadida tiene que ver con la incertidumbre sobre la futura prevalencia de determinados tipos de dependencia, y sobre la capacidad de la ciencia médica para encontrarles una cura, en particular en el caso de enfermedades como el Alzheimer.

En cualquier caso, el creciente riesgo de dependencia debería animar a realizar un mayor esfuerzo de ahorro individual, que complemente los sistemas de protección públicos y los contratos de seguros.

CONCLUSIÓN

La finalidad del presente artículo es identificar los principales determinantes del ahorro en el pasado reciente y el futuro inmediato. Existen características comunes en la mayoría de los países de la zona euro: elevadas tasas de ahorro, el importante peso de los bancos en la distribución de los productos de ahorro y una inversión financiera sostenida que compensa las pérdidas de capital provocadas por la crisis financiera. No obstante, el mercado del ahorro minorista de la zona euro también se caracteriza por las singularidades culturales, fiscales e institucionales propias de cada Estado miembro.

El ahorro en la zona euro no puede analizarse al margen de una perspectiva europea más amplia. 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 (Davydoff *et al.*, 2009)¹⁰. A excepción de los fondos de inversión, el diseño de la mayoría de los productos de ahorro sigue dependiendo de cada país, o incluso de intermediarios que desarrollan su actividad en varios países europeos. 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.

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.

¹⁰ Didier Davydoff, Christian Gollier, Grégoire Naacke y Nicolas Véron, «An assessment of 10 years Financial Services Action Plan (FSAP)», estudio para el Parlamento Europeo, Dirección General de Políticas Internas y Asuntos Económicos y Monetarios.