

# Los españoles, la economía y la Bolsa

Desde hace ya varios lustros invertir en la Bolsa, comprar acciones o invertir en fondos de inversión, planes de pensiones, y otros productos similares, ha dejado de ser una actividad reservada a los ricos para convertirse en el modo habitual de ahorrar de las clases medias españolas. De acuerdo con diversas encuestas realizadas por ASEP en los últimos años, uno de cada cuatro españoles de 18 y más años tiene dinero invertido en alguno de los productos antes mencionados.



**Juan Díez Nicolás,**  
*Catedrático de la UCM y  
presidente de ASEP*

La participación de un creciente número de españoles en formas de ahorro ligadas a la renta variable se refleja en la aparición, en las últimas décadas, de varios diarios especializados en temas de economía, en el incremento de la información económica diaria y en la edición de suplementos de economía (páginas salmón) en los diarios de información general, en la aparición de emisoras y programas de radio especializados en temas de economía, así como en un incremento de la información económica en los programas de noticias de los canales de TV y, más recientemente, en la información sobre la Bolsa en los Teletextos y, por supuesto, en numerosas páginas de Internet. Todo esto no se habría producido, por supuesto, si los interesados por la economía se hubie-

sen mantenido en el reducido número de personas que, en las administraciones públicas y en las empresas privadas se ocupaban de esos temas, y en el aún más reducido grupo de personas que disponían de recursos personales suficientemente importantes como para invertir en los diferentes productos relacionados con la Bolsa.

## ■ DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA A LA FINANCIERA

Los españoles han invertido tradicionalmente en la compra de su vivienda, hasta el punto de que más del 70 por ciento de los hogares españoles son propietarios de su propia vivienda, una proporción totalmente inusual en otros países europeos, en los que el alquiler es más frecuente. Durante los años sesenta, cuando la sociedad española se benefició de un crecimiento económico sin precedentes, las nacientes y crecientes clases medias protagonizaron una masiva adquisición de segundas viviendas (en playas y montaña) en las que invirtieron sus ahorros. Posteriormente, en los años ochenta, muchos ahorradores prefirieron tener sus ahorros en bancos y ca-

jas, debido a los altos intereses que se podían obtener, sobre todo en las cuentas a plazo. Se produjo entonces una fuerte competencia entre las entidades financieras por ver cuál ofrecía mejores condiciones en sus cuentas a plazo. Más recientemente, en la década de los noventa, la continuada bajada de los tipos de interés en esas cuentas desmotivó a estos ahorradores en entidades financieras, que se vieron atraídos hacia otros tipos de inversión aparentemente mucho más rentables, como los planes de pensiones y los fondos de inversión, cuya rentabilidad ha sido muy alta durante los últimos cinco años, además de ofrecer beneficios fiscales importantes en un momento en que los ciudadanos se preocupan cada vez más por reducir en lo posible, legalmente, el pago de impuestos. A esta transferencia de ahorros desde las cuentas a plazo a los planes de pensiones han contribuido también las "informaciones" relativas a la necesidad de asegurarse una pensión de jubilación frente al riesgo de quiebra de la Seguridad Social por el envejecimiento de la población, (como si una posible quiebra de la Segu-

▷ ridad Social no implicase una quiebra del Estado, que necesariamente afectaría al sector privado del seguro). Este proceso se ha desarrollado especialmente durante la segunda mitad de los años 90 y ha tenido como consecuencia que una gran parte de los jubilados y de los pequeños ahorradores de clase media se decidieran a retirar sus ahorros de las cuentas en entidades financieras (por su baja o nula rentabilidad) para invertirlos en fondos de inversión o planes de pensiones, todos ellos dependientes directa o indirectamente de la evolución de la Bolsa. Después de unos años en los que la rentabilidad de la bolsa fue espectacular (39% en 1996, 42% en 1997, 37% en 1998 y 16% en 1999) se produjo una significativa caída en el 2000 (el índice

**UNO DE CADA CUATRO ESPAÑOLES** actualmente necesita estar bien informado sobre lo que ocurre en la economía, y de manera más concreta en la Bolsa, porque le va en ello la rentabilidad de sus ahorros. En sólo unos pocos años, la mayor rentabilidad de los ahorros ha pasado de las cuentas a plazo a los valores en Bolsa

de Madrid cayó un 12%) que afectó especialmente a valores en los que los inversores habían invertido masivamente al calor del "boom" de la nueva economía, y que todavía continúa al escribir este comentario. Así, durante el último año y medio los inversores han perdido, en algunos casos, parte de las ganancias acumuladas durante los cuatro o cinco años precedentes, e incluso, en el caso de los planes de pensiones y fondos de inversión contratados recientemente, pueden estar por debajo del valor de las

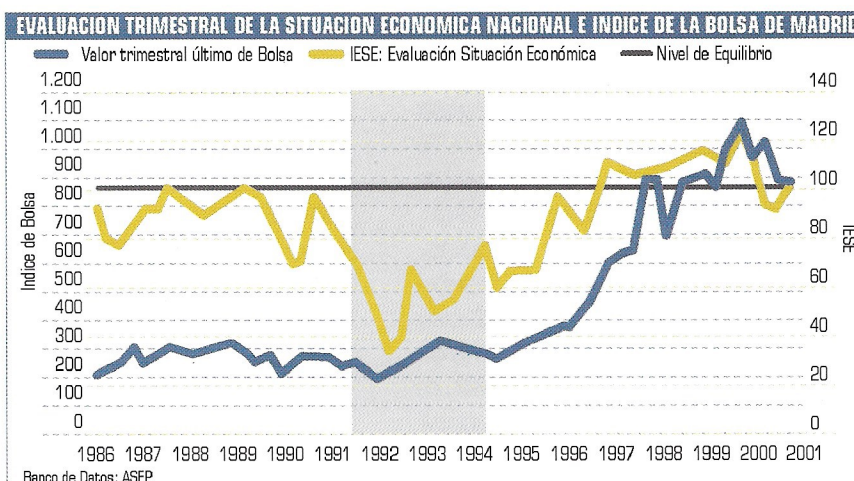
aportaciones iniciales a los mismos. Paralelamente, en los últimos dos años se ha producido un "boom" inmobiliario cuyas causas y consecuencias son difíciles de evaluar. Por una parte, ha aflorado un importante volumen de dinero negro, como consecuencia de la próxima entrada en vigor del euro, que parece haberse materializado principalmente en la construcción de viviendas. La espectacular subida de precios inmobiliarios en los dos últimos años ha supuesto una rentabilidad muy superior a la de los fondos de inversión y los planes de pensiones. La consecuencia ha sido que gran cantidad de inversores han retirado o



reducido sus aportaciones a planes de pensiones y fondos de inversión (a veces perdiendo claramente por comparación con sus aportaciones) para "colocarlos" en inversiones inmobiliarias, es decir, en compra de viviendas no necesariamente para el disfrute personal, sino como inversión para aprovechar la gran rentabilidad de este sector. Sin embargo, el reciente anuncio de que el valor catastral de las viviendas podría aumentar en un 50% implicaría que los impuestos se llevarán una parte importante de esa rentabilidad futura.

### ■ BOLSA Y SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

En resumen, uno de cada cuatro españoles actualmente necesita estar bien informado sobre lo que ocurre en la economía, y de manera más concreta en la Bolsa, porque le va en ello la rentabilidad de sus ahorros. En sólo unos pocos años, como se ha indicado, la mayor rentabilidad de los ahorros ha pasado de las cuentas a plazo a los valores en Bolsa, y de éstos a la inversión inmobiliaria. En esos trasvases, los más lentos en tomar la decisión de cambiar son los que suelen perder más, razón por la cual la información sobre los cambios de rentabilidad es realmente importante. En un artículo publicado en 1993 en el Boletín de la Bolsa de Madrid bajo el título de "Validez y Fiabilidad de los Indicadores Actitudinales", pude poner de manifiesto la gran relación que se observaba entre el Índice General de la Bolsa de Madrid y algunos de los indicadores actitudinales sobre economía y consumo de la población española. Concretamente, y tomando una serie temporal de más de treinta meses, agrupados en diez trimestres, se comparó el índice de la Bolsa de Madrid con el índice de Evaluación de la Situación Económica (uno de los dos componentes del Sentimiento del Consumidor). El análisis de esos datos demostró una muy alta



correlación entre estos dos indicadores (una vez descontado incluso el efecto de "autocorrelación", que puede sobreestimar la relación entre dos variables en el análisis de series temporales), hasta el punto de que el índice de Evaluación de la Situación Económica explicaba más de un tercio de la varianza total en el índice de la Bolsa de Madrid, un nivel de explicación realmente alto en ciencias sociales. Se concluía en ese artículo, sin embargo, que la relación entre esas dos variables no debía interpretarse como que una (la evaluación de la situación económica) fuese causa de la otra (el índice de la Bolsa), pues más bien se trataba de que los inversores en Bolsa (que constituyen una cuarta parte de la población adulta española y cuyas opiniones se plasman en que la Bolsa suba o baje) y la población adulta española en su conjunto (cuyas opiniones sobre la situación económica de España se plasman en el sondeo mensual de ASEP) estaban igualmente expuestos a las informaciones sobre economía que aparecían en los medios de comunicación social, y por tanto ambas podían tomarse como efectos de esta otra variable, la exposición a las informaciones económicas aparecidas en los medios de comunicación, que influyen en las opiniones y comportamientos de la población española en general y de los inversores

en particular. Los datos obtenidos desde entonces no han hecho sino reforzar aún más esa interpretación, de manera que la correlación entre las dos variables es mucho más fuerte desde 1993 hasta el presente que entre 1986 y 1993, debido a que el segmento social de inversores (pequeños ahorradores que compran acciones, suscriben planes de pensiones o invierten en fondos de inversión) ha crecido tanto que, como se ha indicado repetidamente, ahora representan la cuarta parte de la población española de 18 y más años, razón por la cual se diferencian cada vez menos de la población en su conjunto (teniendo en cuenta, además, que alrededor de una cuarta parte de la población española adulta no suele opinar sobre la mayor parte de las cuestiones, y que alrededor de otra cuarta parte son jóvenes que todavía no están emancipados y por tanto no tienen capacidad inversora personal). Esta es una situación en que la "parte" (población inversora) y el "todo" (población mayor de 18 años) se solapan cada vez más, de manera que al estar igualmente expuestos a la información económica (que como se ha dicho cada vez es más abundante) provoca actitudes (evaluación de la economía) y comportamientos (inversiones o desinversiones reales) cada vez más similares y coherentes. ▽

## LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS SE DECANTAN POR LAS ACCIONES

El cambio en la estructura de la cartera de activos financieros de las familias españolas ha sido extraordinario durante los años 90 y especialmente durante la segunda mitad de la década. Si en 1994 el valor de los activos financieros en manos de las familias españolas alcanzaba los 565.866 millones de euros (94,1 billones de pesetas), seis años después, al cierre de 2000, el valor era de millones de euros (192 billones de pesetas). Es decir, en poco más de cinco años la riqueza financiera de las familias españolas se ha duplicado.

En una sencilla comparación con el Producto Interior Bruto (PIB) se observa que si en 1994 los activos financieros de las familias españolas representaban el 145% del PIB en 1994, en el año 2000 alcanzaban el 194%.

El fuerte aumento del patrimonio financiero ha venido acompañado de una profunda modificación en las preferencias financieras de las familias españolas a la hora de decidir entre los distintos instrumentos disponibles. Por una parte, se ha producido una pérdida de peso relativo de los depósitos de ahorro y plazo fijo. Como contrapartida, los instrumentos más beneficiados han sido los fondos de inversión, los fondos de pensiones y jubilación, los seguros de vida y la inversión directa en acciones.

La inversión directa por parte de las familias en renta variable o acciones se ha revelado como el fenómeno financiero de mayor relevancia. Si el valor de las acciones en manos de las familias se situaba en 98.773 millones de euros al cierre de 1994 y representaba el 17,5% de los activos financieros totales de las familias españolas, seis años después, en 2000, casi se había cuadruplicado (387.370 millones de euros) y representaba ya el 33,5% del valor total de la cartera financiera de las familias españolas. Se ha convertido, en este período, en el activo financiero mayoritario en la cartera de activos financieros de las familias españolas desplazando a los activos financieros tradicionales. ■

Bolsa de Madrid

### ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS (1994-2000)

Cantidades en millones de Euros y porcentajes

	1994	%	2000	%
Billetes	41.814	7,39%	53.340	4,61%
Depósitos a la Vista	35.117	6,21%	58.778	5,08%
Depósitos Ahorro/Plazo	227.184	40,15%	306.338	26,48%
Valores a Corto Plazo	5.417	0,96%	3.792	0,33%
Obligaciones	11.086	1,96%	17.920	1,55%
Acciones	98.773	17,46%	387.370	33,49%
Fondos de Inversión	59.440	10,50%	143.328	12,39%
Reservas Fondos Pensiones y Seguros	54.096	9,56%	151.291	13,08%
Otros	32.939	5,82%	34.657	3,00%
<b>Total Activos Financieros</b>	<b>565.866</b>		<b>1.156.814</b>	
Producto Interior Bruto (precios corrientes)	389.525		606.257	
<b>Activos Financieros / PIB (%)</b>	<b>145,27%</b>		<b>190,81%</b>	

Fuente: Cuentas financieras de la economía española. Banco de España. 2001

### ◊ EVALUACIÓN CUIDADOSA DE LAS PROMESAS DE RENTABILIDAD

La reciente declaración de la OCDE en su último informe sobre la situación económica española vuelve a insistir sobre la recomendación de que los individuos deben suscribir planes privados de pensiones debido al riesgo de quiebra o, al menos, de posibles dificultades financieras futuras de la Seguridad Social. Esta recomendación podría interpretarse como un intento de compensar el efecto negativo que la menor rentabilidad de los planes de pensiones en la actualidad podría tener sobre las aportaciones a dichos planes y, en general, a los fondos de inversión. Un estudio realizado por ASEP mensualmente sobre la imagen de trece importantes

empresas españolas desde hace un año demuestra que la proporción de españoles mayores de 18 años que estarían dispuestos a invertir en cualquiera de esas trece corporaciones ha disminuido casi a la mitad durante los últimos doce meses. Este dato sugiere que el español medio comienza a ser más cuidadoso a la hora de evaluar las promesas de rentabilidad, como se demuestra en la caída del índice de Evaluación de la Situación Económica desde finales de 1999, paralela a la caída del índice de la Bolsa. En efecto, la bajada de los tipos de interés de hace unos años le llevó a abandonar el ahorro en cuentas a plazo por las mayores expectativas de rentabilidad en la Bolsa, que efectivamente se produjeron du-

rante unos años. Pero la reciente caída en la valoración de la Bolsa le indujo a desprenderse de esas inversiones (incluso con pérdidas) o a no hacer nuevas aportaciones (especialmente en los fondos de pensiones) hasta que no se aclarase la situación. Esto ha facilitado la "colocación" de la gran cantidad de viviendas construidas en estos últimos dos años, pues la baja rentabilidad de la Bolsa y la alta rentabilidad del mercado inmobiliario facilitaron el transvase de inversiones de un sector al otro. Ahora, la nueva advertencia sobre las posibles dificultades de los planes de pensiones de la Seguridad Social vuelve a sugerir al pequeño ahorrador que suscriba o aumente sus aportaciones a planes privados de pensiones, si bien algunos de

estos ahorradores se preguntan si más adelante no se les pedirá que renuncien a una de las dos pensiones (la pública o la privada) en aras de la solidaridad social. Parece evidente que el denominado "capitalismo popular" ha aumentado considerablemente en España en las últimas décadas, pero los vaivenes recientes en la rentabilidad de los ahorros, posiblemente como consecuencia de la globalización de la economía, están generando cierta desconfianza en los inversores, que llevan sus ahorros de un lado a otro, pero con la sensación de llegar siempre tarde, cuando la rentabilidad comienza a estar en otro lado, y con la sospecha adicional de que son siempre "otros", unos pocos, los que obtienen rentabilidad a costa de los muchos. No debe olvidarse que alrededor de un 35-40 por ciento de los españoles mayores de 18 años afirman un mes tras otro que pueden ahorrar algo, y que la proporción de los que ahorran es siempre mayor que la de los que se endeudan (pues alrededor de la mitad de los entrevistados afirman vivir al día, ya que gastan lo que ganan, sin ahorrar ni endeudarse).

#### ■ TRANSPARENCIA INFORMATIVA

La popularización de la renta variable y sus productos asociados requiere de un ejercicio especial de responsabilidad de los mercados y entidades comercializadoras para con el cliente en términos de transparencia y claridad informativa. Aunque en los últimos años se ha avanzado bastante en el terreno de la transparencia informativa por parte de las entidades financieras y los mercados han hecho un esfuerzo especial de difusión, incluso en tiempo real, aún se hace necesaria una mayor y más clara información para el pequeño ahorrador. Un ahorrador que muchas veces no entiende que sus depósitos en entidades financieras no reciban ningún interés o reciban un interés inferior a la

## EL BOOM DE LA INVERSIÓN COLECTIVA

El despegue de la inversión colectiva en España se remonta a principios de la década de los noventa. A partir de ese momento y durante los diez años siguientes, el patrimonio de lo que se denomina Inversión Institucional (SIM y SIMCAV, Fondos de Inversión y Fondos de Pensiones) se ha multiplicado por ocho hasta alcanzar la cifra de 233.000 millones de euros (38,7 billones de pesetas). El creciente interés de los ahorradores por los fondos de inversión ha hecho que España se sitúe como quinto país de Europa en cuanto a volumen de activos gestionados y el séptimo del mundo. Además en los últimos años un cambio importante se ha producido en la industria española de fondos de inversión. Si hasta el año 1998 las carteras de estos productos se centraban, principalmente, en activos emitidos por emisores nacionales, durante los dos últimos años el proceso de internacionalización de los fondos se ha agudizado y nuestros fondos de inversión se han abierto de manera importante al exterior. También hay que destacar el crecimiento experimentado por las Sociedades de Inversión Mobiliaria de capital fijo y variable (SIM y SIMCAV). Las SIMCAV han incrementado su patrimonio de manera espectacular pasando de un volumen de activos de 148.378 euros (24 millones de pesetas) a 12.661.185 euros (2,1 billones de pesetas) en tan sólo una década. En cuanto a los fondos de pensiones la nota más destacada durante estos años ha sido la continua aprobación de medidas fiscales de estímulo al ahorro familiar que han dado como resultado un incremento del número de partícipes de más de un 500 por cien hasta alcanzar la cifra de cinco millones de ahorradores. Actualmente, los activos gestionados por el conjunto de los planes de pensiones ascienden a 38.840 millones de euros (6,4 billones de pesetas) mientras que a comienzo de la década de los noventa apenas totalizaban los cinco millones de euros (813 millones de pesetas). ■

Bolsa de Madrid

#### LA INVERSIÓN COLECTIVA

Año	*Patrimonio de los Fondos de Inversión	*Patrimonio de los Fondos de Pensiones	*Patrimonio de SIM	SIMCAV
1991	23.192.595	4.890.820	2.101.805	148.378
1992	37.670.390	6.604.263	1.872.435	212.680
1993	61.453.587	8.608.958	2.136.784	356.304
1994	67.371.262	10.407.510	1.934.610	450.302
1995	73.304.003	12.822.281	1.935.457	573.618
1996	112.390.013	17.441.311	2.257.534	944.370
1997	162.376.695	21.910.173	2.694.554	2.122.402
1998	203.700.419	27.161.041	3.151.197	4.977.618
1999	206.231.442	31.599.830	3.326.852	9.832.465
2000	182.761.229	37.859.781	2.777.924	12.661.185
Mayo-2001	178.851.263	38.840.877	N.D.	N.D.

\* Patrimonio en miles de euros

inflación, que sus planes de pensiones y sus fondos de inversión tengan ahora un valor semejante y a veces inferior al de sus aportaciones o que sus acciones de entidades financieras y de grandes empresas tengan un valor inferior al de compra. Es pues especialmente importante que el inversor disponga de información precisa y tenga los conceptos

más claros posibles para que todas estas incertidumbres no se conviertan en sentimiento de estafa que nada tiene que ver con la realidad y el libre juego del mercado, pero que es normal que surja cuando las cifras macroeconómicas muestran unos beneficios sin precedentes para las entidades financieras y las grandes empresas. ●