

OBSERVATORIO DEL AHORRO FAMILIAR



La resiliencia / vulnerabilidad de los hogares españoles frente al covid-19. Disparidades en la distribución y composición del ahorro en el entorno europeo.



fundación
MUTUALIDAD
ABOGACÍA

observatorio
del ahorro familiar

ie
FOUNDATION

Laura Núñez-Letamendia, PhD
Directora del Observatorio del Ahorro Familiar
Profesora de IE Business School,
IE University

Athena Tsouderou
Investigadora del Observatorio del Ahorro Familiar
Profesora de IE University



fundación
MUTUALIDAD
ABOGACÍA

observatorio
del ahorro familiar

ie
FOUNDATION

OBSERVATORIO DEL AHORRO FAMILIAR



El Observatorio del Ahorro Familiar, promovido por la Fundación Mutuality de la Abogacía y la Fundación IE, nace con el objetivo de llevar a cabo investigaciones pioneras con impacto social en las áreas relacionadas con el **ahorro y la planificación financiera de los hogares** (motivaciones y barreras que incentivan o frenan el ahorro, sesgos de comportamiento, educación financiera, instrumentos de ahorro elegidos, mejores prácticas en distintos países, consecuencias micro y macroeconómicas de la distribución del ahorro, consumo vs. ahorro de los hogares, inversión financiera vs. inversión inmobiliaria, finanzas de las familias, etc.).

Su intención es proporcionar una base sólida de conocimientos y de indicadores o índices desagregados sobre el ahorro de las familias, que permita enriquecer el debate sobre las mejores políticas económicas, fiscales, monetarias, etc., para promover el ahorro, y las formas de sensibilizar a la sociedad sobre su importancia.



fundación
MUTUALIDAD
ABOGACÍA

observatorio
del ahorro familiar

FUNDACIÓN MUTUALIDAD ABOGACÍA

La Fundación Mutuality Abogacía nace en 2003 como un instrumento de solidaridad entre los profesionales del derecho para mejorar las prestaciones que la Mutuality de la Abogacía ofrece a mutualistas, sus familiares y otros colectivos vulnerables. Como eje fundamental de la obra social de la Mutuality de la Abogacía, su Fundación pretende ahondar en el concepto del mutualismo y convertirse en un agente de cambio que, a través de los valores de innovación, colaboración, transparencia y cercanía, ayude a desarrollar las competencias necesarias para tomar decisiones financieras informadas que permitan a los profesionales del derecho, y la sociedad en general, a alcanzar una mejor calidad de vida. Los programas de la Fundación ayudan a mutualistas y otros beneficiarios a mejorar su capacidad de ahorro, desarrollarse como abogados y emprendedores, a tener una mayor sensibilidad hacia los retos sociales y medioambientales y, por último, a estar mejor preparados para afrontar la transición hacia la jubilación en las mejores condiciones de salud y dignidad.



FUNDACIÓN IE

La Fundación IE es una organización sin ánimo de lucro que trabaja desde una perspectiva global para mejorar el impacto social de IE University gracias al apoyo de sus donantes y la colaboración con socios estratégicos. Tiene como finalidad contribuir a la mejora de la sociedad, fomentando los valores de Diversidad e Inclusión, Emprendimiento, Humanidades, Sostenibilidad e Innovación, mediante la promoción y participación en iniciativas destinadas a la mejora de la calidad de la educación y el desarrollo del talento, así como a la investigación aplicada y la divulgación del estado del arte del conocimiento.

La Fundación IE pone a disposición de la comunidad de forma abierta y online, sus fondos bibliográficos, la investigación de sus centros y cátedras, así como del resto de publicaciones, de inspiración eminentemente práctica.



Carta de **JOSÉ MARÍA PALOMARES**,
Director de la Fundación Mutuality de la Abogacía,
y de **GONZALO GARLAND**,
Vicepresidente Ejecutivo de la Fundación IE.

Estimados lectores,

Para Fundación Mutuality de la Abogacía y Fundación IE presentar el primer informe del *Observatorio del Ahorro Familiar* representa un orgullo y todo un hito dentro de la misión en la que nos hemos embarcado en el último año: fomentar e impulsar la cultura del ahorro entre las familias españolas. Con la publicación de este ambicioso informe -elaborado por un grupo de investigadoras cualificadas de IE Business School, IE University y que ve la luz tras largas jornadas de investigación- aspiramos a consolidarnos como un actor esencial para la divulgación de este conocimiento en España.

El informe *"la resiliencia/vulnerabilidad de los hogares españoles frente al COVID-19. Disparidades en la distribución y composición del ahorro en el entorno europeo"* es único hasta la fecha por su alcance, nivel de detalle y singularidad: incluye un análisis pormenorizado de la Encuesta Financiera y de Consumo de las familias de seis países de la 'zona euro' -Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal- con conclusiones muy reveladoras. A través de esta investigación, pretendemos sensibilizar a la sociedad española sobre la importancia del ahorro familiar y la planificación financiera -aún más importante, si cabe, en tiempos de pandemia-; así como generar debate en la opinión pública en torno a la gestión de la economía en nuestros hogares. Y, en paralelo, elevar la problemática a las instituciones públicas para promover cambios regulatorios con los que incentivar el ahorro y la planificación financiera de las familias en España. El objetivo no es otro que derribar las barreras actuales, que han generado un escenario de desigualdad.

Les invitamos a leer con interés las siguientes páginas y bucear en los diferentes apartados del informe para conocer la opinión de las expertas académicas en una cuestión que nos ocupa y nos preocupa a todos: el comportamiento de las familias respecto al ahorro. Solo juntos, caminando de la mano todos los actores -públicos y privados- que conforman el sector financiero, podremos construir un futuro económico más seguro para nuestros hogares, en un tiempo complejo y cambiante, como el que vivimos en tiempos de pandemia.

Muchas gracias a todos los lectores y a todos los profesionales del ámbito académico que han hecho posible el nacimiento de este documento. Esperamos, de corazón que la lectura sea muy enriquecedora y provechosa para todos.

José María Palomares

Director de la Fundación Mutuality Abogacía

Gonzalo Garland

Vicepresidente Ejecutivo de la Fundación IE

“SI AÑADES
UN POCO A LO POCO
Y LO HACES ASÍ
CON FRECUENCIA,
PRONTO LLEGARÁ
A SER MUCHO”

De la obra *“Los Trabajos y los Días”*,
del poeta y filósofo griego **Hesíodo**
(s. VII a.C.)



ÍNDICE

1	Introducción.	10
2	La Encuesta Financiera y de Consumo de las Familias (Household Finance and Consumption Survey - HFCS).	14
3	El ahorro "financiero" con el que los hogares españoles afrontan la crisis del COVID-19.	20
4	La riqueza inmobiliaria de los hogares españoles como resorte ante la crisis del COVID-19.	28
5	La medición de la resiliencia / vulnerabilidad de los hogares frente al COVID-19.	38
6	Conclusiones y reflexiones finales.	45
7	Referencias Bibliográficas.	49



ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	Ahorro de los hogares españoles. Porcentaje s/ renta disponible bruta trimestral.	11
Gráfico 2.1	PIB per cápita en € e índice de PIB per cápita ajustado por PPA en 2019.	15
Gráfico 2.2	Distribución de los hogares en base al número de miembros en la familia.	16
Gráfico 2.3	Distribución de los hogares en base a la edad de la persona de referencia.	17
Gráfico 2.4	Distribución de los hogares por nivel de ingresos	18
Gráfico 2.5	Distribución de los hogares en base al nivel de educación de la persona de referencia.	19
Gráfico 3.1	Valor mediano del ahorro financiero mantenido por los hogares en términos de la renta per cápita anual (izquierda) y el salario medio anual (derecha).	22
Gráfico 3.2	Valor mediano del ahorro financiero por unidad de consumo equivalente del hogar con relación a la renta per cápita (izquierda) y el salario medio anual (derecha).	23
Gráfico 3.3	Desigualdad en la distribución del ahorro: valor medio sobre valor mediano del ahorro de los hogares.	25
Gráfico 3.4	Desigualdad en la distribución del ahorro financiero de los hogares. Número de veces que el percentil superior supera al inferior. Datos para los percentiles 90% sobre 10% (izquierda) y 80% sobre 20% (derecha).	26
Gráfico 4.1	Porcentaje de hogares que posee su vivienda (derecha) o cualquier activo inmobiliario, incluida la vivienda (izquierda).	29
Gráfico 4.2	Desigualdad en la distribución de la inversión inmobiliaria en los hogares: valor medio sobre valor mediano.	31
Gráfico 4.3	Desigualdad en la distribución de la inversión inmobiliaria en los hogares: distancia entre el percentil 90-10 y el percentil 80-20.	32
Gráfico 4.4	Prevalencia de la hipoteca en la inversión inmobiliaria de los hogares	35
Gráfico 4.5	Porcentaje de hogares con activos inmobiliarios sin cargas hipotecarias.	36
Gráfico 5.1	Porcentaje de hogares en cada segmento por debajo del umbral de pobreza financiera.	42



ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1	Valores medio y mediano de la distribución del ahorro financiero de los hogares.	21
Tabla 3.2	Valores de los percentiles 10, 20 y 30 por ciento más bajos de la distribución del ahorro financiero en los hogares con relación al salario medio anual del país. A. Datos por hogar. B. Datos por unidad de consumo equivalente dentro del hogar.	24
Tabla 4.1	Inversión media y mediana de los hogares en activos inmobiliarios condicional a poseer dichos activos. Datos en €.	30
Tabla 4.2	Porcentaje de hogares con inversión en inmuebles diferentes a la vivienda habitual y porcentaje de esta inversión sobre los activos inmobiliarios totales.	33
Tabla 4.3	Valor medio y mediano de la inversión en vivienda habitual, frente a la inversión en el conjunto de propiedades inmobiliarias, condicionada a poseer el activo. Datos en €. A. Datos para inversión media. B. Datos para inversión mediana.	33
Tabla 5.1	Valores medianos de ahorro financiero de los hogares con propiedad sin hipoteca, propiedad con hipoteca y sin propiedad. A. Valores medianos en € y diferencias entre los tres segmentos de hogares. B. Valores medianos con relación al salario medio de cada país.	39
Tabla 5.2	Umbral de vulnerabilidad o de pobreza financiera.	41
Tabla 5.3	Porcentaje de hogares por debajo del umbral de vulnerabilidad o pobreza financiera en cada país.	43

1 INTRODUCCIÓN

La situación de emergencia sanitaria y económica sin precedentes que estamos viviendo a nivel mundial debido a la pandemia ocasionada por el COVID-19 pone de relieve, más que nunca, la importancia que tiene fomentar el ahorro y la planificación financiera en los hogares. Es prioritario conocer el grado de resiliencia financiera (o grado de vulnerabilidad, en sentido contrario) de los hogares previo a la pandemia para poder anticipar las consecuencias de la misma y orientar mejor las medidas económicas y sociales. A raíz de esta situación, la comunidad académica ha alzado la voz, abogando por la necesidad imperiosa de promover políticas estructurales que

fomenten la planificación financiera consciente por parte de los hogares como mecanismo de resiliencia frente a futuras crisis, véase Arellano y Cámara (2020).

A pesar de los paquetes de medidas sociales y económicas puestos en marcha por los gobiernos un buen número de hogares ha experimentado una reducción intensa de sus ingresos.

A pesar de los paquetes de medidas sociales y económicas puestos en marcha por los gobiernos de los diferentes países, entre ellos el de España, y por la Unión Europea, un buen número de hogares ha experimentado, y continuará haciéndolo en los próximos meses, una reducción intensa de sus ingresos. En España el total de trabajadores afectados por ERTES ha ascendido a cerca de 3,4 millones. En algunos sectores

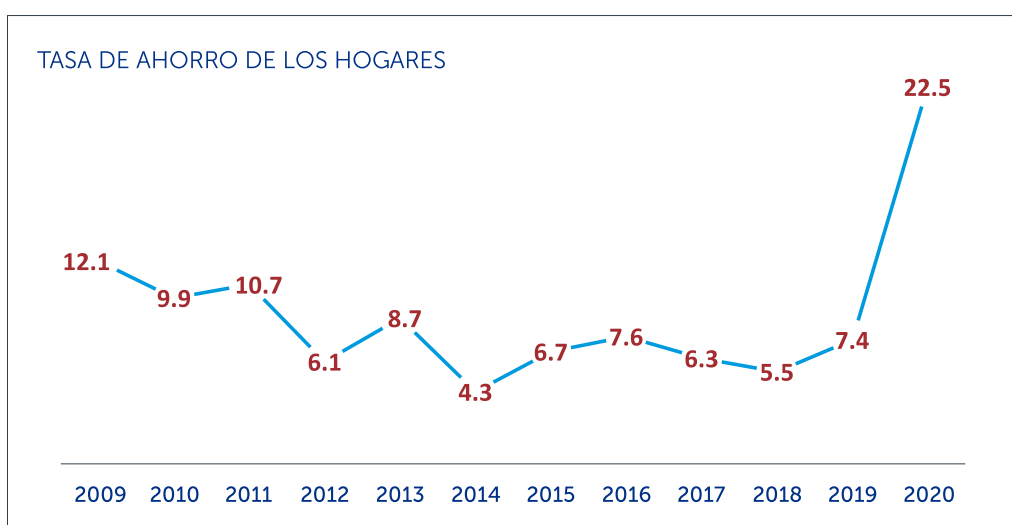
más del 80% de los afiliados a la seguridad social han estado en dicha situación. A su vez más de 1 millón de trabajadores autónomos se ha acogido a la ayuda por cese de actividad. Si tenemos en cuenta que la población ocupada en España se sitúa alrededor de los 18,5 millones de personas, al menos un cuarto de la población ha sufrido una reducción importante de sus ingresos con ocasión de la emergencia sanitaria.

En situaciones como esta, resulta patente que la acumulación de ahorro a lo largo del tiempo (denominada en la literatura "riqueza") constituye un excelente mecanismo de precaución y estabilidad financiera con el que los ciudadanos pueden compensar reducciones temporales de ingresos. El análisis del estado de esta acumulación de ahorro o nivel de riqueza que poseen los hogares, previo a la situación de la crisis originada por la pandemia, permite evaluar el grado de resiliencia (y por tanto la vulnerabilidad en el sentido contrario) de las familias. La literatura lo hace a través de la estimación del tiempo que los hogares serían capaces de subsistir con sus ahorros en el hipotético escenario de una falta total de ingresos, escenario que desgraciadamente no es tan hipotético, sino bastante real para muchas familias, en las circunstancias actuales.

1 INTRODUCCIÓN

En España, las cifras históricas relativas al comportamiento de los hogares a lo largo del tiempo en el ámbito del ahorro, indican que las familias no cuentan con una cultura de ahorro adecuada y que su conducta pone en riesgo la estabilidad financiera del hogar, y por tanto su bienestar. En vez de acumular ahorro en los momentos de bonanza económica, los hogares españoles elevan su consumo, mientras que, ante circunstancias económicas adversas, elevan su tasa de ahorro. Este comportamiento exagera más el ciclo económico, en vez de suavizarlo, y se ha puesto especialmente de relieve durante la actual emergencia sanitaria (ver gráfico 1.1). En el segundo trimestre de 2020 la tasa de ahorro de los hogares españoles se situaba en máximos históricos, 22,5% de la renta bruta disponible. Si bien una parte de este incremento se deba sin duda a la situación de cierre económico de muchas de las opciones de consumo, especialmente las referidas al ocio, es probable sin embargo que la mayor parte sea consecuencia directa de la conducta activa del hogar, como ya pasara durante la anterior crisis económica. Las familias españolas enfrentaron el 2008 con una tasa de ahorro que se situaba en el mínimo histórico y que sin embargo se elevó sustancialmente con el comienzo de la crisis.

Gráfico 1.1. Ahorro de los hogares españoles. Porcentaje s/ renta disponible bruta trimestral.



Fuente: INE ¹. Datos corregidos de efectos estacionales y calendario. Último dato, 2º trimestre de 2020.

1 <https://www.ine.es/daco/daco42/ctnfsi/ctnfsi0220.pdf>



1 INTRODUCCIÓN

Para que el ahorro se constituya realmente en mecanismo de resorte social ante circunstancias imprevistas, lo relevante no es solo el volumen total de ahorro que a nivel agregado acumulen los hogares en los momentos álgidos del ciclo económico, sino también que este ahorro acumulado se distribuya entre todos los estratos de la sociedad. Las consecuencias económicas y sociales serán muy distintas si el ahorro se concentra en un número reducido de familias en lugar de estar distribuido ampliamente entre el conjunto de todas ellas. Por ello, desde las instituciones, no solo es necesario fomentar el ahorro, sino más aún, promover que aquellas familias con menores recursos socio-económicos (renta, educación, etc.) dispongan de la posibilidad y los incentivos adecuados para dedicar una parte de su renta al ahorro. Pequeñas tasas de ahorro sostenidas en el tiempo por parte de los hogares, generan diferencias importantes en la acumulación de riqueza de estos.

En base a estas premisas, el presente trabajo de investigación trata de anticipar en qué medida y con qué alcance, el ahorro acumulado por los hogares españoles, su riqueza, va a constituir un mecanismo de resorte para afrontar la actual crisis sanitaria-económica. Para ello se analiza el ahorro que los hogares españoles tienen invertido en activos financieros (incluidos los depósitos) examinando la mayor o menor desigualdad en la distribución de este ahorro entre las familias, y contrastando su situación con la de los hogares de otros cinco países europeos: Alemania, Bélgica, Francia, Italia y Portugal. Como complemento a esta aproximación basada en el ahorro financiero, se analiza el ahorro que las familias tienen materializado en inmuebles. Se examina qué proporción de hogares cuenta con la propiedad de su vivienda habitual o de otra vivienda, y si éstas, están libres o no de cargas hipotecarias, ya que la inversión inmobiliaria cuando está libre de cargas, o estas son inferiores a su valor real, puede también reducir la vulnerabilidad del hogar a través de diferentes mecanismos: (i) reduciendo los gastos del hogar en la cuantía que implicaría pagar un alquiler; (ii) aportando liquidez al hogar si se hipotecara, y en el caso de no ser la vivienda habitual, también a través de un posible alquiler; (iii) y finalmente transformándose en dinero mediante la venta. A partir de ambos conceptos de riqueza o materialización del ahorro, financiero e inmobiliario, se estima la resiliencia (vulnerabilidad) de los hogares frente al COVID-19.

Los datos empleados en esta investigación proceden de diversas fuentes: (i) la Encuesta Financiera y de Consumo de las Familias o Household Finance and Consumption Survey (HFCS) que es coordinada y gestionada por el Banco Central Europeo y que constituye la base de la mayor parte de los análisis que realizamos; (ii) y las estadísticas de la OCDE, Eurostat, e INE, cuyos datos empleamos para analizar con mayor profundidad o poner en perspectiva e interpretar mejor los resultados encontrados.



1 INTRODUCCIÓN

A partir del diagnóstico que se realiza sobre la resiliencia (vulnerabilidad) con la que cuentan los hogares españoles para afrontar la crisis del COVID-19, que ya anticipamos es desalentador, reflexionamos sobre cuáles son las preguntas que todavía quedan pendientes y cuya respuesta será esencial encontrar, a partir de nuevas investigaciones, para facilitar el diseño de acciones que promuevan una verdadera cultura transversal del ahorro en los hogares españoles, que alcance a todos los estratos de la sociedad. Tal y como indican los postulados de la economía conductual, para conseguir un cambio de conducta no bastará con informar y aconsejar, pues en los comportamientos intervienen un complejo conjunto de factores psicológicos, sociales y contextuales (conocimientos, actitudes, creencias, interacción social, entorno, personalidad, etc.) sobre los que habrá que actuar.

Los restantes apartados de este trabajo se organizan en base a los siguientes epígrafes. En la sección 2 describimos la encuesta Financiera y de Consumo a las Familias (HFCS) y apercibimos las cautelas que es necesario contemplar a la hora de trabajar con la misma e interpretar los resultados que de ella se obtienen para los distintos países. El apartado 3 analiza - en los seis países europeos seleccionados, incluido España - la situación de los hogares con relación al ahorro financiero que poseen, así como la mayor o menor desigualdad en la distribución de este ahorro en el conjunto de la sociedad. El apartado 4 presenta un examen sobre el ahorro que las familias tienen materializado en propiedades inmobiliarias, y que también constituye un elemento de resiliencia frente a la emergencia económica. En el apartado 5 se introduce una propuesta que integra ambos tipos de riqueza para medir la resiliencia (vulnerabilidad) de los hogares ante el COVID-19. Finalmente, el apartado 6 presenta las conclusiones, discusiones y reflexiones finales del estudio.



2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

Para llevar a cabo la mayor parte de los análisis de este estudio se han empleado los micro datos proporcionados por la HFCS, que es elaborada de forma descentralizada, por los 22 países europeos que conforman la muestra de la encuesta, bajo una metodología común. Esta encuesta es gestionada por el Banco Central Europeo, y hasta la fecha se han realizado tres oleadas de la misma, en los años 2011, 2014 y 2017 ².

Dadas las diferencias culturales e institucionales entre los distintos países europeos, existe cierta flexibilidad en la formulación de las preguntas, por lo que, aunque las instituciones participantes producen resultados armonizados para el conjunto de países, no necesariamente utilizan cuestionarios idénticos. Sin embargo, una plantilla de cuestionario común sirve como punto de referencia para los cuestionarios de los países, así como para establecer el resultado deseado.

En esta investigación, se analizan los datos que se refieren a la penetración del ahorro en los hogares de los distintos países y cómo estos mantienen invertido este ahorro.

La HFCS consta de dos partes principales. La primera parte del cuestionario se refiere a preguntas relacionadas con los miembros individuales del hogar, y cubre variables demográficas para aquellos miembros mayores de 16 años, como su situación laboral, sus ingresos, o sus derechos futuros de pensión. La otra parte contiene cuestiones relacionadas con el hogar en su conjunto, e incluye preguntas sobre consumo y ahorro, sobre la tenencia de activos inmobiliarios (incluida la vivienda habitual) y su financiación, y sobre la tenencia de activos financieros, entre otras variables.

En concreto, en esta investigación, se analizan los datos que se refieren a la penetración del ahorro en los hogares de los distintos países, y más específicamente a cómo estos hogares mantienen invertido este ahorro en dos grandes grupos diferenciados de activos: activos inmobiliarios (considerando entre ellos la vivienda habitual) y activos financieros, entre los que se incluyen cualquier tipo de activo financiero (depósitos, fondos, seguros de ahorro, acciones, etc.). De entre todos los países que contribuyen a la HFCS, seleccionamos para este estudio seis de ellos, Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal, que en conjunto representan el 80% de la población y del PIB de la zona euro. El tamaño de la muestra para este conjunto de países asciende a cerca de 41.000 hogares. En algunos de los análisis se analiza también el comportamiento agregado de los 19 países que conforman la zona euro ³.

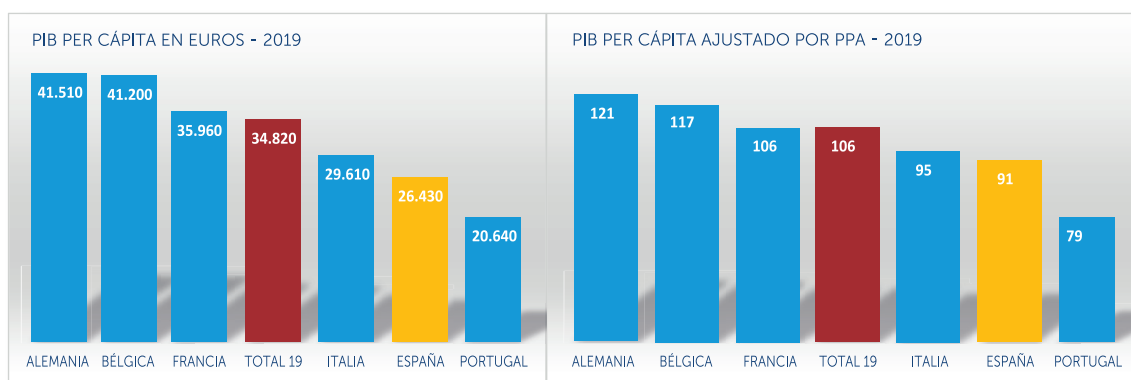
2 La cuarta oleada comienza a realizarse en 2020, y sus datos se harán públicos en 2021-2022. Para la oleada de 2017, algunos datos desagregados para algunas de las variables no están disponibles. Cuando ello sucede, recurrimos a los datos de la oleada anterior, 2014, ya que en general la tendencia en estos países para las variables analizadas ha sido relativamente estable a lo largo de estas tres oleadas.

3 Países que conforman la euro-zona: Bélgica, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Holanda, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia, y Finlandia.

2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

A la hora de interpretar y comparar los resultados entre países, será necesario tener en cuenta las diferentes características institucionales y sociodemográficas de los distintos países. Por ejemplo, en términos de PIB per cápita los países seleccionados difieren de forma sustancial, tanto en términos de valor absoluto del PIB per cápita, como ajustado al poder adquisitivo, considerando el nivel de precios de cada país (ver gráfico 2.1). Los ciudadanos de Alemania o Bélgica disponen en media de un PIB per cápita que dobla al de los ciudadanos en Portugal, o que supera en un 60% al de los españoles, en un 40% al de los italianos, y en un 14% al de los franceses. Y aunque en términos de PIB ajustado por paridad de poder adquisitivo las diferencias se reducen, siguen siendo notables entre los distintos grupos de países (Alemania y Bélgica muestran un valor un 50% superior a Portugal, alrededor de un 30%-25% superior a España o Italia y más de un 10% superior a Francia). Si tomásemos los salarios medios de los ciudadanos de estos países reflejarían estas mismas diferencias.

Gráfico 2.1. PIB per cápita en € e índice de PIB per cápita ajustado por PPA en 2019.



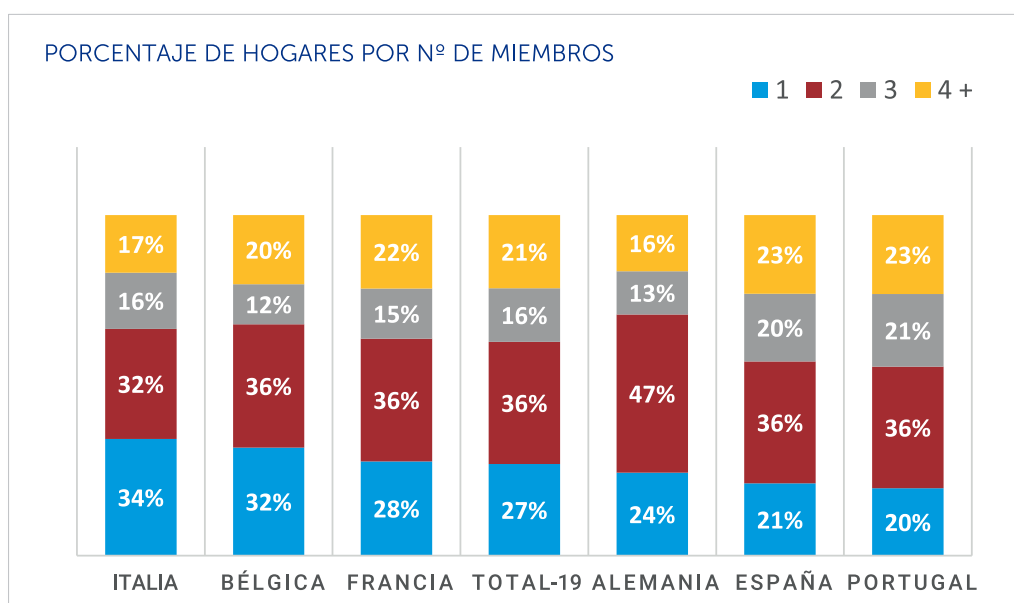
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>). El índice PIB per cápita ajustado por PPA toma valor 100 para la media del conjunto de los 27 países de la UE.

Otra de las cautelas que debe plantearse, se refiere al hecho de que la unidad de estudio en la HFCS es el hogar, por lo que las diferencias en el tamaño del hogar en los distintos países, en cuanto a número de miembros que lo componen, deben ser consideradas a la hora de interpretar los resultados en un análisis comparado. Para ello, el estudio corrige los datos de los hogares empleando la medida propuesta por la OCDE "unidades de consumo equivalente", que tiene en cuenta las economías de escala que se producen para determinados consumos en el hogar y que asigna un peso de 1 al primer miembro de la familia, y solo de 0,5 a los siguientes (0,3 a los menores de 14 años).

2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

El Gráfico 2.2 muestra la distribución de los hogares de cada país con relación al tamaño del hogar. Vemos como en países como España y Portugal los hogares de tamaño mayor (tres o más miembros) tienen una participación elevada, mientras la presencia de hogares unipersonales es muy reducida, y por el contrario en países como Italia y Bélgica la tasa de hogares unipersonales es muy elevada en detrimento de la de hogares de mayor tamaño. Por ello es importante considerar esta variable en la interpretación de los datos.

Gráfico 2.2. Distribución de los hogares en base al número de miembros en la familia.

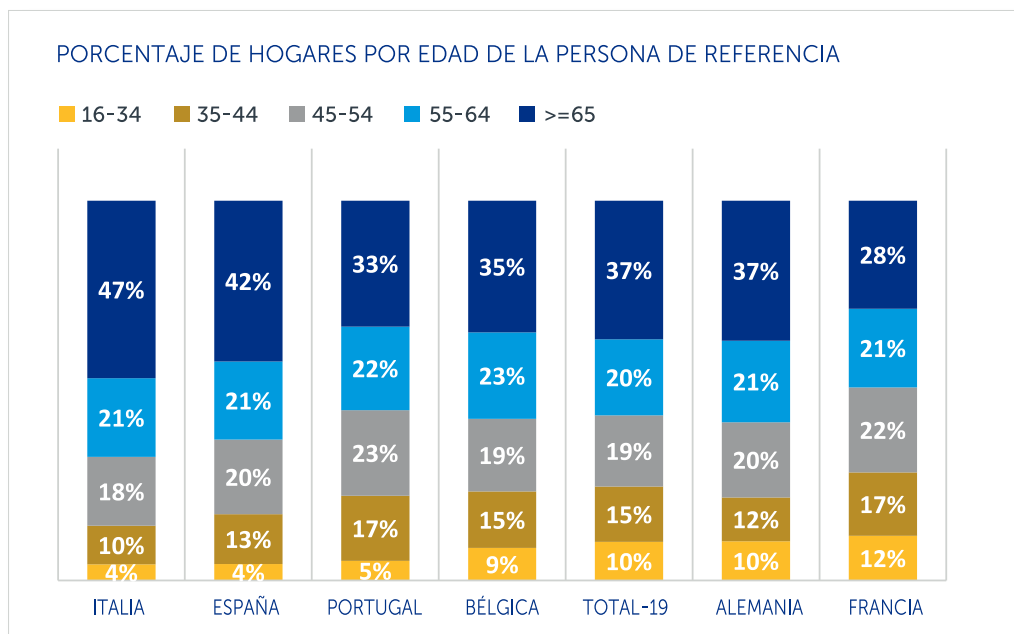


Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Por otro lado, el gráfico 2.3 presenta la distribución de los hogares con relación a la edad de la persona de referencia del mismo. España e Italia tienen una población de hogares más envejecida (en alrededor de un 45% del total, la persona de referencia es mayor de 65 años). En contraste los hogares franceses son los menos envejecidos (solo el 28% del total son hogares donde la persona de referencia supera los 65 años), siendo Francia a su vez, el país que mayor tasa de hogares jóvenes registra (la persona de referencia tiene menos de 35 años en el 12% de los hogares). Llama la atención la escasa participación en España, Italia y Portugal de los hogares jóvenes, en los que la persona de referencia tiene menos de 35 años, con una tasa que apenas llega al 5% del conjunto de los hogares. Probablemente esta característica diferencial entre los países del sur de Europa y los de más al norte, sea reflejo en parte de un concepto de familia muy arraigado en la Europa del sur, pero también de la mayor dificultad que los jóvenes tienen en estos países para acceder a la vivienda.

2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

Gráfico 2.3. Distribución de los Hogares en base a la edad de la persona de referencia.

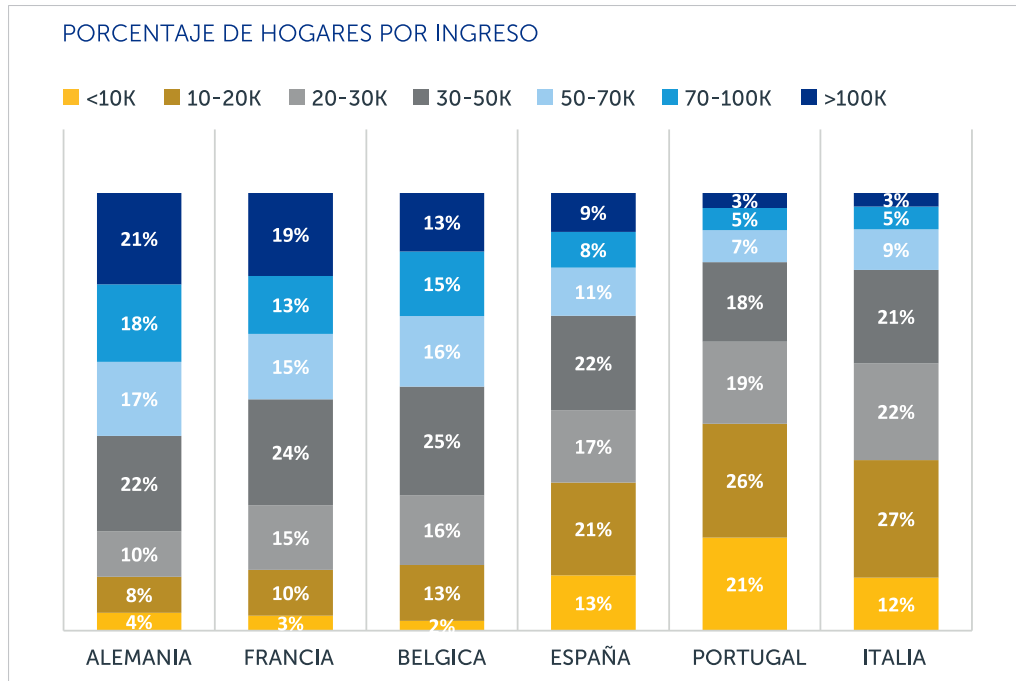


Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Finalmente es importante señalar que, aunque la metodología usada en la HFCS es común y la muestra por país está designada para garantizar la representatividad de los resultados, tanto para el país como para la zona euro, existen discrepancias en el muestreo realizado para los hogares de mayor nivel de riqueza/renta. Algunos países realizan un sobre-muestreo de este segmento, que es el que mayormente participa en el sector financiero, para garantizar que la encuesta refleje el comportamiento de los inversores. Este sobre-muestreo debe ser corregido a la hora de obtener los valores agregados de las variables que conforman la base de datos, mediante unas determinadas ponderaciones que lo compensan, para que los resultados sean representativos. No obstante, a pesar de ello, la interpretación de los resultados debe hacerse con prudencia, especialmente cuando se compran resultados entre países. El Gráfico 2.4 presenta la distribución de hogares en la muestra en base a su renta o nivel de ingresos.

2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

Gráfico 2.4. Distribución de los hogares por nivel de ingresos.



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

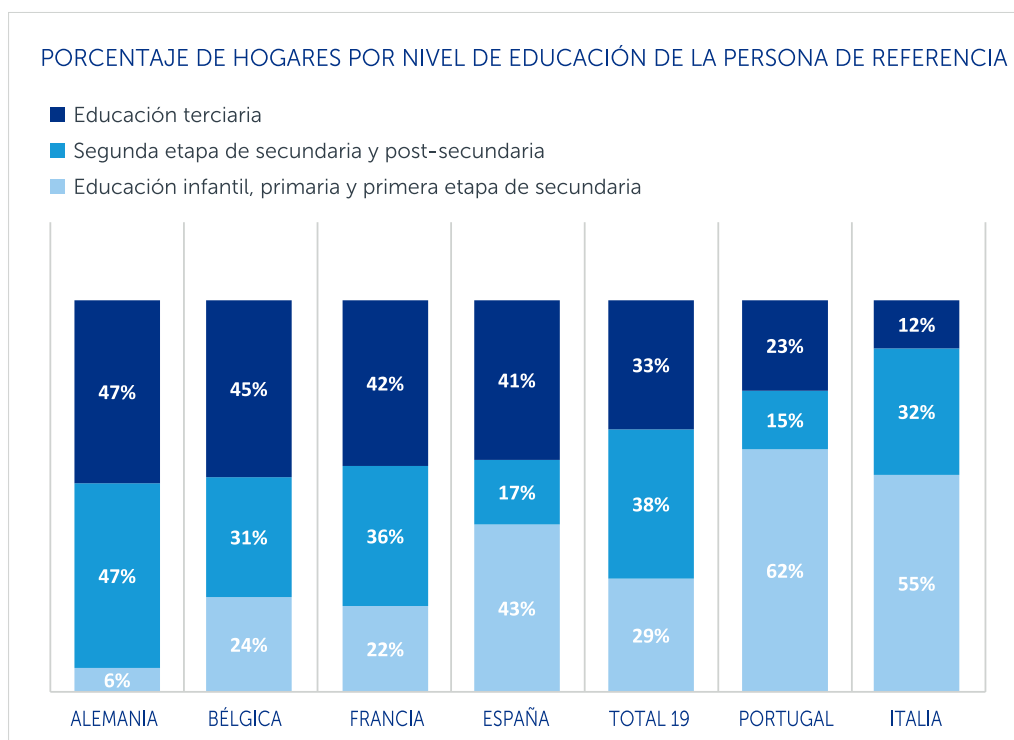
Efectivamente países como Alemania, Francia y Bélgica y en menor medida España, cuentan con una mayor representación en la muestra de hogares de rentas altas, que va más allá de la mayor renta per cápita de estos países⁴. Por el contrario, esto no pasa en Italia y Portugal, como consecuencia de que estos países no realizan un sobre-muestreo de este segmento de hogares.

En el gráfico 2.5 se presenta la distribución de los hogares en base al nivel de educación de la persona de referencia, que según la literatura está estrechamente relacionado con el nivel de ingresos. Efectivamente dicha distribución está correlacionada con la que encontramos para el nivel de ingresos, y los países con mayor proporción de hogares de rentas altas son también los que más proporción tienen de hogares con educación superior en la muestra.

⁴ Dicha afirmación se basa en el desarrollo de análisis que comparan los niveles de ingresos de los hogares de la muestra, con los salarios medios y la renta per cápita del país, y que tienen en cuenta a su vez el tamaño de los hogares. No se incluyen los mismos en el estudio por limitaciones de espacio, pero están disponibles si se solicita.

2 LA ENCUESTA FINANCIERA Y DE CONSUMO DE LAS FAMILIAS (HFCS)

Gráfico 2.5. Distribución de hogares en base al nivel de educación de la persona de referencia.



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Por ello, a la hora de interpretar los resultados, es conveniente tener en mente todas estas cautelas derivadas tanto del muestreo, como de las distintas características sociales, económicas y culturales de cada país.



3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

Hasta la fecha han sido muy pocos los análisis académicos que se han realizado sobre la capacidad de los hogares para afrontar la crisis del COVID-19 desde el punto de vista del ahorro acumulado o riqueza que poseen, y no solo desde la perspectiva de la pérdida del ingreso laboral. Una excepción es el trabajo de Gambacorta et al. (2020) que analiza si los hogares son capaces de permanecer por encima del umbral de la pobreza (renta disponible equivalente superior al 60% de la media nacional ⁵) con su ahorro acumulado o riqueza, durante un periodo de tres meses, ante la adversidad de perder cualquier otra fuente de ingreso. Aquellos que

no son capaces de permanecer por encima de dicho umbral son denominados por los autores “hogares financieramente pobres”.

Partiendo de los datos de la HFCS, obtenemos la distribución del ahorro acumulado por los hogares que está materializado en cualquier tipo de activo financiero.

Para determinar dicha situación, estos autores se centran exclusivamente en el examen de los activos que consideran más líquidos, depósitos, bonos y acciones cotizadas, excluyendo por ejemplo fondos de pensiones y seguros de vida-ahorro. Desde nuestro punto de vista esta aproximación adolece de una limitación importante, que es la no consideración de activos financieros, que aun no siendo líquidos,

como los fondos de pensiones y una parte importante de los seguros de ahorro-vida, contienen opciones que permiten convertirlos en liquidez ante situaciones adversas (pérdida de empleo, enfermedad grave, etc.) y que, por tanto, en nuestra opinión deberían incluirse. Nuestro estudio difiere en este sentido, ya que, a la hora de analizar la capacidad acumulada de ahorro de los hogares frente a la crisis, consideramos todo el conjunto de activos financieros en los que puede estar invertido el ahorro de las familias.

Partiendo de los datos de la HFCS, obtenemos la distribución del ahorro acumulado por los hogares que está materializado en cualquier tipo de activo financiero y que en la encuesta son clasificados en los siguientes: depósitos, dinero en metálico, fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros de vida-ahorro, bonos, acciones cotizadas, y otros activos financieros. Es importante señalar que entre el 95% y 100% de los hogares de los países analizados posee en alguna cuantía, al menos uno de estos activos financieros.

⁵ Este es el umbral propuesto por la Comisión Europea en su estrategia Europa 2020. La OCDE sitúa el umbral de subsistencia en el 50% del ingreso mediano.



3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

La tabla 3.1 muestra los valores mediano y medio del ahorro financiero de los hogares en cada país. La mediana o valor mediano es el valor que indica que el 50% de los hogares en cada país cuenta con ahorros superiores a esa cuantía, mientras que, para el otro 50%, el ahorro financiero acumulado es inferior a la misma. Es un valor que representa mejor el comportamiento de los hogares que el valor medio, ya que este último puede estar distorsionado por la existencia de un número reducido de hogares en posesión de una riqueza financiera exageradamente alta o excesivamente baja.

Tabla 3.1. Valores medio y mediano de la distribución del ahorro financiero de los hogares (datos en €).

AHORRO FINANCIERO	MEDIANA	MEDIA
Bélgica	25.800	90.100
Alemania	16.900	56.800
Francia	11.000	54.000
TOTAL 19	10.300	50.700
España	9.000	56.300
Italia	7.000	31.500
Portugal	4.600	23.800

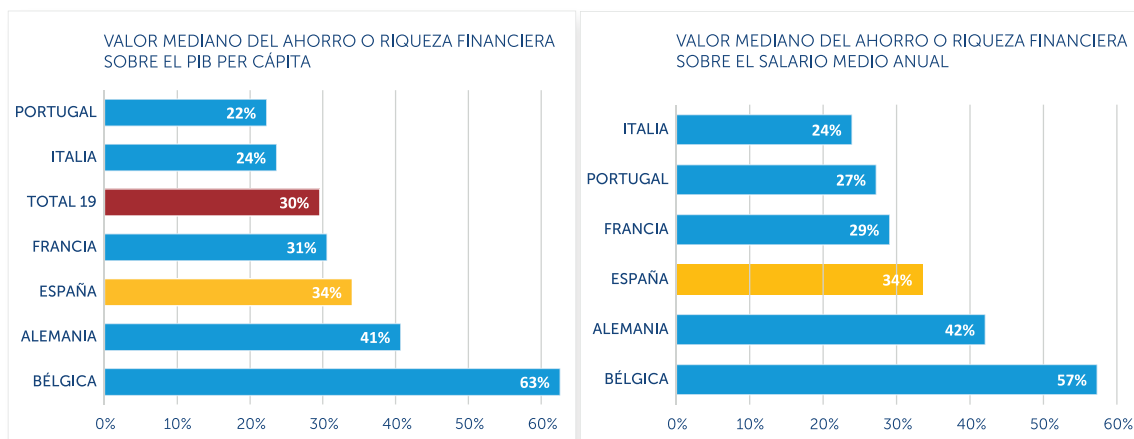
Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Observamos que el ahorro financiero acumulado por los hogares en los distintos países difiere de forma notable. Los hogares de Bélgica poseen la mayor cifra de ahorro financiero, tanto en valor medio como mediano, seguidos a bastante distancia de los alemanes, mientras que en Portugal los hogares poseen la menor riqueza financiera dentro del grupo de países estudiado. España (con una media de 56.300 € por hogar y un valor mediano de 9.000 €) junto con Francia, se sitúan en torno a la media de la zona euro, quedando Italia algo más rezagada.

Dado que estas diferencias entre países, podrían estar explicadas, al menos en parte, por el diferente nivel de renta per cápita y salario, para poner en perspectiva los datos y realizar una mejor interpretación de los mismos, corregimos las cifras obtenidas anteriormente para el ahorro financiero, por ambas variables y mostramos los resultados en el gráfico 3.1.

3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

Gráfico 3.1. Valor mediano del ahorro financiero mantenido por los hogares en términos de la renta per cápita anual (izquierda) y el salario medio anual (derecha)



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

Tras estos ajustes las desigualdades entre países persisten. Los dos países cuyos hogares ostentan los mayores niveles de ahorro financiero continúan siendo Bélgica y Alemania (donde el 50% de sus hogares cuentan con ahorros superiores al 60% el primero y 40% el segundo, del PIB per cápita y el salario anual). En el extremo contrario se siguen situando Portugal e Italia, con los hogares financieramente más pobres de la muestra. En una posición intermedia se ubican Francia y España con el 50% de los hogares en posesión de un ahorro financiero equivalente a un máximo de aproximadamente un tercio de su PIB per cápita y su salario medio anual (situado en los 26.821 € para el caso español ⁶) - lo que indica que en ambos países el ahorro financiero de la mitad de los hogares está por debajo de los 4 meses de salario medio.

A priori, la evidencia anterior parece indicar que la posición de los hogares españoles en términos de ahorro, es relativamente buena en comparación con la de otros países de nuestro entorno, por ejemplo Italia, a pesar de tener España una renta per cápita y nivel salarial inferior, lo que evidentemente resta capacidad de ahorro ⁷.

Sabemos que el tamaño de los hogares de los distintos países difiere, como veíamos en el apartado 2. En España y Portugal los hogares en los que conviven más miembros son más numerosos. Por ello, la conclusión anterior podría ser prematura, ya que una misma cantidad de ahorro no genera la misma resiliencia en un hogar unipersonal que en un hogar con cuatro miembros. No obstante, es cierto que existen economías de escala en el hogar para determinados consumos, por ello al ajustar el ahorro del hogar por el número de miembros de la unidad familiar, usamos la denominada “unidad de consumo equivalente” propuesta por la OCDE que tiene en cuenta este factor, y que asigna un peso de 1 al primer miembro de la familia, y solo de 0,5 a los siguientes⁸. El gráfico 3.2 muestra este nuevo análisis, en el que hemos

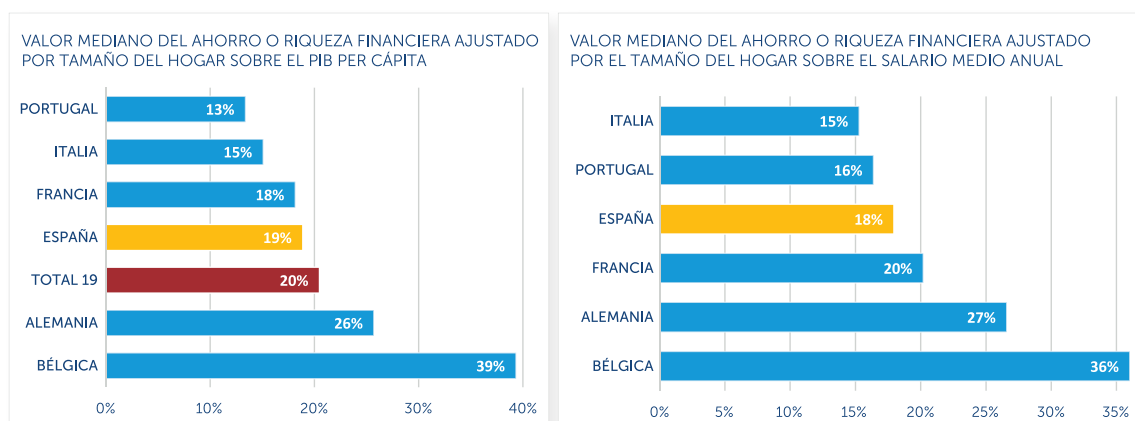
6 Dato armonizado a nivel europeo publicado por la OCDE para 2017. El dato publicado para 2019 es 27468€. (https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=AV_AN_WAGE#). Los datos de salarios para todos los países analizados se han tomado de esta fuente.

7 No obstante, esta comparativa debe tomarse con cautela debido a que el sobre-muestreo de hogares con rentas altas en la HFCS es diferente para cada país. En el caso alemán y francés, los hogares con mayor ingreso están sobre representados en la muestra, por lo que quizá el resultado esté algo sesgado al alza, y fuera algo peor al mostrado, mientras que, para el caso italiano, al no haber realizado ningún sobre-muestreo de los hogares de mayor ingreso, posiblemente el resultado este sesgado a la baja. A pesar de que estos efectos son corregidos mediante ponderaciones que compensan dicho sobre-muestreo, podría existir todavía algún sesgo.

3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

prorrrateado la riqueza financiera del hogar en base a las unidades de consumo equivalentes en la familia, y la ajustamos de nuevo teniendo en cuenta la renta per cápita anual y el salario medio del país.

Gráfico 3.2. Valor mediano del ahorro financiero por unidad de consumo equivalente del hogar con relación a la renta per cápita (izquierda) y el salario medio anual (derecha)



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

Efectivamente, al incorporar en el análisis el tamaño medio del hogar, vemos como la realidad de las familias españolas (y también de las francesas) empeora en gran medida, quedando su patrimonio financiero más cerca del de los hogares de los países peor posicionados (Portugal e Italia) que del de los hogares con mejor situación (Alemania y Bélgica). En un 50% de las familias españolas, el ahorro financiero por unidad de consumo equivalente resulta inferior al 18-19% del salario medio anual o el PIB per cápita, o lo que es lo mismo, por debajo de un máximo algo superior a los dos meses de salario por unidad de consumo equivalente.

Con objeto de valorar mejor el alcance que como mecanismo de resiliencia ante el COVID-19 va a tener el ahorro, es importante ampliar el examen que hemos hecho para la media y mediana de la población, al segmento de hogares más vulnerable en términos de riqueza financiera. Para ello estimamos los percentiles⁹ inferiores (10%, 20% y 30%) de la distribución del ahorro, lo que nos permite calcular qué nivel de ahorro tiene el 10%, 20% y 30% de los hogares que menos ahorro tienen, y estimar cuanto supone este en términos del salario medio de cada país. La tabla 3.2 presenta los datos. El apartado A muestra el ahorro financiero (en términos de salario medio del país) con el que cuentan los hogares situados en los percentiles 10%, 20% y 30%, mientras que el apartado B muestra el ahorro por unidad de consumo equivalente dentro de estos hogares (también con relación al salario medio) que lógicamente se reduce.

8 A los menores de 14 años les asigna 0,3.

9 El percentil es una medida estadística que nos da el valor que posiciona a los individuos por debajo o por encima del mismo. Por ejemplo, el valor del percentil 10, nos indica el valor por debajo del cual queda situado el 10% de la población con menor valor en la variable examinada, mientras que el percentil 90, nos indica el valor por encima del cual queda situado el 10% de la población con mayor valor en dicha variable.



3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

Tabla 3.2. Valores de los percentiles 10, 20 y 30 por ciento más bajos de la distribución del ahorro financiero en los hogares con relación al salario medio anual del país¹⁰.

A. Datos por hogar

Percentil 10%	% de salario anual	Días de salario	Percentil 20%	% de salario anual	Días de salario	Percentil 30%	% de salario anual	Días de salario
Portugal	1.2%	4	Bélgica	6.4%	24	Bélgica	14.4%	53
Bélgica	1.1%	4	Italia	5.1%	19	Alemania	12.5%	45
Francia	1.1%	4	Alemania	5.0%	18	Italia	10.3%	37
Alemania	0.7%	3	España	3.4%	12	España	8.2%	30
España	0.7%	3	Francia	3.2%	12	Francia	7.4%	27
Italia	0.7%	2	Portugal	3.0%	11	Portugal	5.9%	22

B. Datos por unidad de consumo equivalente dentro del hogar

Percentil 10%	% de salario anual	Días de salario	Percentil 20%	% de salario anual	Días de salario	Percentil 30%	% de salario anual	Días de salario
Portugal	0.7%	3	Bélgica	4.0%	15	Bélgica	9.1%	33
Bélgica	0.7%	3	Italia	3.3%	12	Alemania	7.9%	29
Francia	0.7%	2	Alemania	3.1%	11	Italia	6.5%	24
Alemania	0.5%	2	España	2.0%	7	España	4.9%	18
España	0.4%	2	Francia	2.0%	7	Francia	4.6%	17
Italia	0.4%	2	Portugal	1.8%	6	Portugal	3.6%	13

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

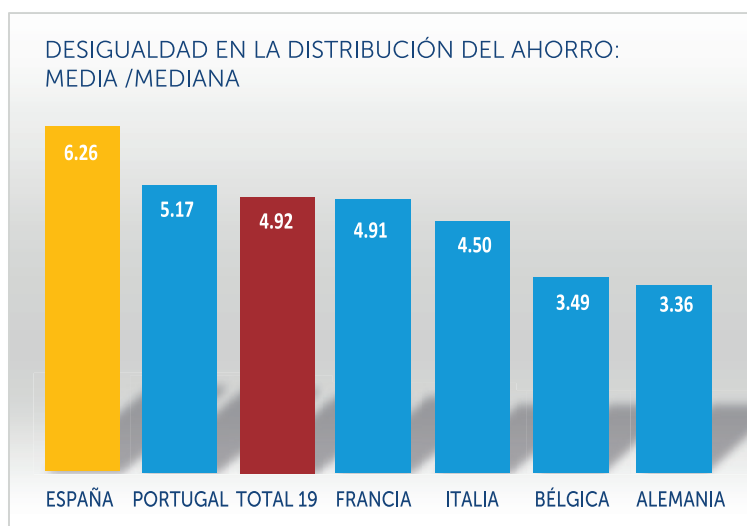
Como se observa, el ahorro con el que cuenta el 10% de hogares más vulnerable (percentil 10%) es casi inexistente en todos los países (inferior en todos ellos al 1,2% del salario medio, lo que equivale a cuatro días de salario). Si ampliamos el umbral de hogares vulnerables hasta el 20% en peor situación, su riqueza financiera continúa siendo extremadamente baja, con un ahorro inferior a 2 semanas de salario en tres de los seis países (España, Francia y Portugal) e inferior a 3 semanas en los otros tres (Alemania Italia, y Bélgica). Si finalmente extendemos el análisis hasta alcanzar el 30% de hogares más vulnerables en términos de riqueza financiera, los hogares de España, Francia y Portugal no llegan al mes de salario en ahorro acumulado, y los de Alemania, Italia y Bélgica se quedan por debajo de los dos meses. Como se aprecia en el apartado B de la misma tabla, estos datos son todavía más preocupantes si tenemos en cuenta el tamaño del hogar y estimamos el ahorro por unidad de consumo equivalente.

¹⁰ Los salarios medios armonizados en € obtenidos de la OCDE empleados en los análisis realizados en este estudio son los siguientes: Bélgica, 44.995; Alemania, 40.151; Francia, 37.860; Italia, 29.256; España, 26.821; Portugal, 16.885. Ver https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=AV_AN_WAGE#

3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

Para finalizar este análisis sobre la riqueza financiera de los hogares en Europa, nos parece importante examinar qué grado de desigualdad hay en su distribución, ya que niveles altos de desigualdad afectan a la cohesión social e incrementan la conflictividad. Y de alguna manera este factor debe ser considerado en las políticas sociales, económicas, fiscales y monetarias enfocadas a incentivar el ahorro. El gráfico 3.3. muestra la ratio entre el valor medio y el valor mediano del ahorro de los hogares, que es un indicador de la desigualdad existente en su distribución. Ello es así, porque el valor medio se ve afectado por las cantidades de ahorro extraordinariamente altas o bajas que puedan tener los hogares en países con una gran desigualdad en la distribución del ahorro, mientras que el valor mediano del ahorro, representa el valor a partir del que se sitúan, por encima y por debajo, la mitad de los hogares. Por ello la diferencia entre ambos valores, medio y mediano (que es lo que mide la ratio propuesta) nos da una idea de la desigualdad en su distribución. A mayor valor de este indicador o ratio, mayor desigualdad. El valor más elevado se observa para el caso español (ratio del 6,3) indicando que la desigualdad en la distribución del ahorro financiero en España es superior a la que se da en el resto de países de nuestro entorno. Alemania, y Bélgica son los países con menor desigualdad en la riqueza financiera de sus hogares, con valores en torno a 3,4 para este indicador. Si observamos los datos originales de la tabla 3.1, que hemos tenido en cuenta para calcular esta ratio, podemos comprobar como el valor medio del ahorro familiar en nuestro país, prácticamente coincide con el de Alemania, pero sin embargo el valor mediano del ahorro en los hogares españoles es prácticamente la mitad que el de los hogares alemanes.

Gráfico 3.3. Desigualdad en la distribución del ahorro: valor medio sobre valor mediano del ahorro financiero de los hogares.

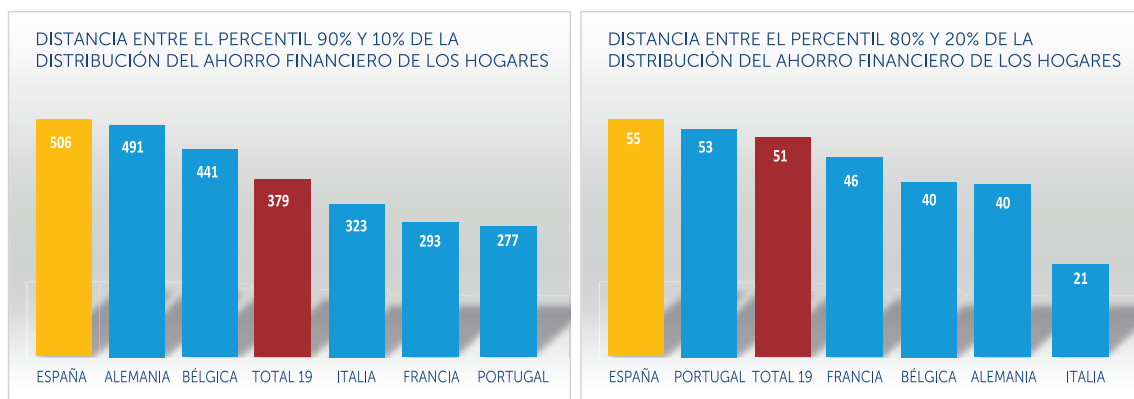


Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

Otra forma de medir la desigualdad es confrontar la situación de los hogares más vulnerables en términos de ahorro con la de aquellos mejor posicionados. Para ello comparamos los percentiles inferiores (10% y 20%) de la distribución del ahorro familiar en cada país con los superiores (90% y 80%). Es decir, contrastamos el valor de ahorro por debajo del que se sitúa el 10% de los hogares con menor ahorro (percentil 10%), frente al valor por encima del que se sitúa el 10% con mayor ahorro (percentil 90%) a través de la ratio entre ambos. Y de nuevo hacemos lo mismo, pero usando los percentiles 20% y 80%, que nos indican el nivel de ahorro financiero por debajo del que se sitúa el 20% de la población con menos ahorro, y el nivel de ahorro financiero por encima del que se sitúa el 20% de la población con más ahorro. El gráfico 3.4 muestra los resultados.

Gráfico 3.4. Desigualdad en la distribución del ahorro financiero de los hogares. Número de veces que el percentil superior supera al inferior. Datos para los percentiles 90% sobre 10% (izquierda) y 80% sobre 20% (derecha)



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Los percentiles 10%-90% reflejan valores de la población muy extremos por ambos lados, que podrían no estar representando la generalidad de la sociedad (ya que solo incluyen un 20% de la misma). Vemos que hay una desigualdad extrema entre el 10% de los hogares que más ahorro financiero tiene y el 10% que menos tiene, tanto en España (con la mayor desigualdad de la muestra de nuevo) como en Alemania, y Bélgica, aunque algo menor en este último. En estos tres países los hogares con más ahorro tienen alrededor de 450-500 veces más ahorro, que los que menos tienen. Esta desigualdad de los extremos de la distribución es algo más modesta en Portugal, Francia e Italia, donde el 10% de los hogares con más ahorro tienen una cantidad unas 300 veces superior de ahorro a la que posee el 10% que menos tiene¹¹.

La ratio que compara los percentiles 20%-80% es más indicativa del grado de desigualdad en la distribución del ahorro en todo el conjunto de la población, puesto que está considerando un 40% de las familias de cada país. Los datos muestran que de nuevo España ostenta la mayor desigualdad, en términos de ahorro financiero, del conjunto de países analizados. Por

¹¹ De nuevo es necesario ser cautos al interpretar estos resultados, en particular para algunos países. Por ejemplo, en el caso de Italia, su muestra cuenta con una infra representación de los hogares de renta altas, en comparación al resto de países, lo que podría estar sesgando su resultado de menor desigualdad en la distribución del ahorro. Lo contrario pasaría en Alemania, que es el país con mayor representación de rentas altas en su muestra. Por otro lado, estas ratios tan elevadas son consecuencia, sobre todo, del casi inexistente ahorro con el que cuenta el 10% de hogares con menos riqueza financiera (que por ejemplo en España es inferior a los 200 €). En comparación, el 10% de hogares con mayor riqueza financiera en España supera los 101.000 € (para el resto de países este nivel se sitúa entre los 55.000 € y los 220.000 €).

3 EL AHORRO “FINANCIERO” CON EL QUE LOS HOGARES ESPAÑOLES AFRONTAN LA CRISIS DEL COVID-19

tanto, en base a los tres indicadores que hemos estimado, distancia entre valor medio y mediano, y distancia entre percentiles 10%-90% y 20%-80% podemos concluir que los hogares de nuestro país muestran una desigualdad superior a la de otros países del entorno europeo en la distribución del ahorro financiero.

Es interesante observar como para el resto de países la posición en el ranking de desigualdad cambia según analicemos los percentiles 10-90 o 20-80. Algunos países mantienen una fuerte desigualdad en el umbral del 10-90, pero luego hay una mayor igualdad cuando se analizan los extremos 20-80 (este es el caso de Alemania y Bélgica). Por el contrario, otros países exhiben una menor desigualdad en la distribución del ahorro en los percentiles 10-90, pero una mayor desigualdad en los percentiles 20-80 (este sería el caso de Portugal y Francia). Parece más adecuado concluir acerca de la desigualdad general, comparando los percentiles 20-80, ya que no solo engloban una parte mucho más amplia de la población (en nuestro caso de hogares), sino que además el resultado está menos afectado por el sobre-muestreo de rentas altas.

Los principales hallazgos del análisis realizado en este apartado sobre la riqueza financiera de los hogares españoles son:

- (i) El 30% de las familias cuenta con un ahorro inferior a un mes del salario medio y un 20% adicional se situaría entre uno y cuatro meses de salario.
- (ii) Si estimamos el ahorro financiero por unidad de consumo equivalente dentro del hogar, teniendo en cuenta por tanto el tamaño del mismo, la situación resulta más dramática aún. Para el 30% de los hogares españoles, el ahorro acumulado por unidad de consumo es inferior a las dos semanas de salario medio y para un 20% adicional este ahorro quedaría entre las dos semanas y los dos meses de salario.
- (iii) Dentro de nuestro entorno europeo, nuestro país se incluiría en el grupo de países con hogares más vulnerables en términos de ahorro financiero, mostrando una resiliencia inferior a la de países como Alemania y Bélgica, e incluso Italia.
- (iv) España es además el país que mayor desigualdad en la distribución del ahorro financiero entre los hogares muestra, dentro del conjunto de países analizados de la zona euro.

A falta de estudiar la tenencia de activos inmobiliarios por parte de las familias españolas, estos resultados ponen de relieve ya la vulnerabilidad de una parte muy importante de la sociedad española.



4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Los activos inmobiliarios cuentan con una liquidez inferior a la de los activos financieros, especialmente en tiempos de crisis. No obstante, si no están sujetos a una hipoteca, aportan al hogar solvencia (que puede transformarse en liquidez mediante una hipoteca) y liquidez directa en el caso de inmuebles arrendados a terceros, o indirecta, en el de la propiedad de la vivienda habitual (a través de la cuantía que la familia deja de pagar en concepto de alquiler). Por tanto, en un análisis de la resiliencia o vulnerabilidad de los hogares frente a la actual emergencia económica generada por el COVID-19, la consideración de los inmuebles en propiedad es importante. En

En España el valor mediano de las rentas de alquiler se sitúa en el rango del 20% al 25% de la renta media disponible, mientras que el de las dedicadas al pago de la hipoteca esta alrededor del 15-20%

este sentido nuestro trabajo difiere de nuevo del de Gambacorta et al. (2020) en cuanto que ellos valoran la resiliencia de los hogares en base a un conjunto muy limitado de activos financieros líquidos, sin considerar la tenencia de activos inmobiliarios.

En España el valor mediano de las rentas de alquiler se sitúa en el rango del 20% al 25% de la renta media disponible, mientras que el de las dedicadas al pago de la hipoteca esta alrededor del 15-20% (Banco de España, 2020). Así pues, de estar hipotecada la vivienda habitual, la carga hipotecaria

equivaldría aproximadamente al valor del alquiler, o incluso a una cantidad algo inferior. En base a ello, una hipótesis de trabajo asumible, a la hora de evaluar el nivel de vulnerabilidad del hogar, sería equiparar la situación de los hogares que tienen una vivienda en propiedad hipotecada, a la de aquellos otros que no cuentan con vivienda habitual en propiedad¹³. Lo que parece evidente es que la posesión de la vivienda habitual sin cargas, añade resiliencia al hogar, y dicha resiliencia puede estimarse como mínimo en la cuantía equivalente al ahorro implícito del gasto de alquiler o hipoteca.

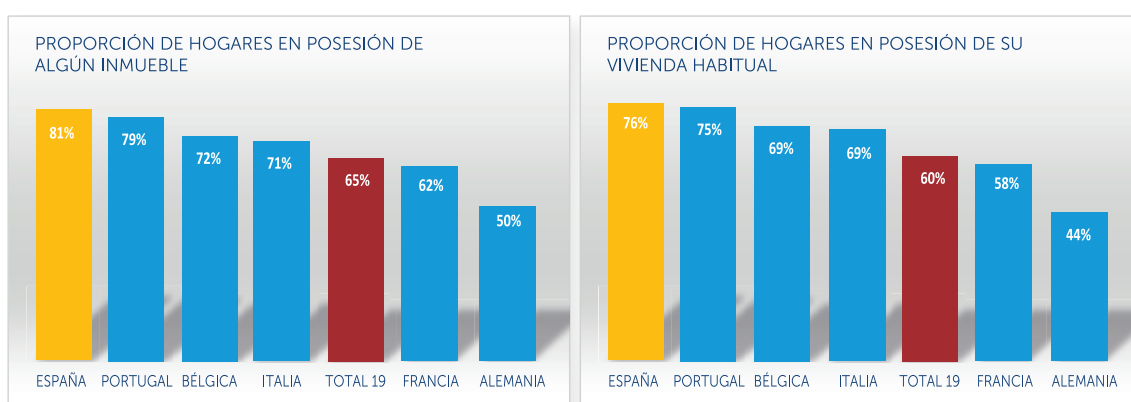
En línea con estas argumentaciones, examinamos la situación de los hogares españoles y de nuestro entorno europeo con relación a la propiedad inmobiliaria, con objeto de proponer un indicador de resiliencia/ vulnerabilidad de los hogares más preciso que el sustentado únicamente por su riqueza financiera. Para ello, a continuación, realizamos varios análisis.

¹³ Aunque en este trabajo partimos de la hipótesis mencionada como aproximación, reconocemos que dicho análisis es bastante más complejo que la simplificación propuesta, ya que entran muchos otros factores en juego. Por ejemplo, un impago de la hipoteca, genera consecuencias legales y económicas más serias que las de un impago de las rentas de alquiler, y no siempre el valor de venta de la propiedad cubre el valor de la hipoteca, como puso en evidencia la crisis del 2008. Sin embargo, esta situación parece ahora menos probable, dada la mayor prudencia mantenida por las entidades bancarias a la hora de conceder hipotecas en la última década, y los precios más moderados que han mantenido los inmuebles en los últimos años. No obstante, la actual crisis económica es de una magnitud no vista anteriormente (la caída del PIB de la economía española en el segundo trimestre de 2020, 18,5% ha sido la mayor de la serie histórica) y por tanto es difícil anticipar si los precios de los inmuebles pueden situarse a futuro por debajo del valor de sus hipotecas.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Como primera aproximación examinamos la proporción de familias que están en posesión de su residencia habitual (gráfico 4.1 derecha), así como la de aquellas que tiene cualquier propiedad inmobiliaria, sea o no la vivienda habitual (gráfico 4.1 izquierda). De estos datos se deduce, que en general - salvo un porcentaje de hogares mínimo que va del 3% al 6% del total en función del país - los hogares que no poseen su vivienda habitual tampoco cuentan con otra propiedad inmobiliaria.

Gráfico 4.1. Porcentaje de hogares que posee su vivienda (derecha) o cualquier activo inmobiliario, incluida la vivienda (izquierda).



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS

España y Portugal son los países en los que más familias son propietarias de la vivienda en la que habitan (alrededor del 75%) o de cualquier otro inmueble, sea o no la residencia habitual (en torno al 80%). No obstante, conviene tener cierta cautela a la hora de interpretar estos datos, ya que, por un lado, en estos países los hogares de mayor tamaño (tres o más personas) tienen más peso, en detrimento de los hogares unipersonales, y por otro lado, la presencia de hogares jóvenes es más escasa, por lo que este resultado tan elevado de vivienda habitual en propiedad, puede estar enmascarando un problema de acceso a la vivienda por parte de los más jóvenes, que continuarían habitando en el hogar de los padres hasta edades tardías¹⁴. Las familias belgas e italianas también mantienen una alta participación en el sector inmobiliario, cerca del 70% es propietaria de su vivienda habitual. Sin embargo, estos países son los que cuentan con mayor tasa de hogares unipersonales en la muestra, en detrimento de los hogares de mayor tamaño que agrupan a tres o más miembros¹⁵.

¹⁴ En España, el 53% de los jóvenes entre 25 y 29 años, y el 25% de los que tienen entre 30 y 35 años continúan viviendo con sus padres (véase Arce, 2019).

¹⁵ Deducimos que los hogares unipersonales en Italia están conformados mayoritariamente por personas mayores (ya que solo en el 15% de los hogares la persona de referencia es menor a 45 años, mientras en el 50% tiene más de 65 años). Por el contrario, en el caso de Bélgica los hogares unipersonales probablemente estén conformados también por jóvenes, pues en el 25% de los hogares la persona de referencia es menor de 45 años.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

En el lado opuesto, destaca Alemania, donde solo el 44% de las familias es propietaria de su residencia habitual -este porcentaje asciende a tan solo el 50% al incluir otros activos inmobiliarios- seguida de Francia, con un porcentaje de propietarios también muy inferior al de los anteriores países (58% para la vivienda habitual y 62% si se incluye cualquier otro inmueble).

Con objeto de ver cómo el ahorro de los hogares se distribuye entre inversión inmobiliaria y financiera, estimamos en la tabla 4.1 la media del valor de los activos inmobiliarios que tienen las familias propietarias y el valor mediano de dicha inversión, es decir el valor por encima del cual estaría el 50% de familias propietarias, y por debajo del cual quedaría el otro 50%. Estos datos, junto con los presentados en el apartado 3 (tabla 3.1) que estimaba sendos valores para los activos financieros, nos permiten examinar la composición del ahorro familiar en torno a ambos tipos de activos.

Tabla 4.1. Inversión media y mediana de los hogares en activos inmobiliarios condicional a poseer dichos activos. Datos en €.

INVERSIÓN INMOBILIARIA	MEDIANA	MEDIA
Bélgica	299.000	368.000
Alemania	220.700	335.800
Francia	204.600	283.900
TOTAL- 19	185.500	244.200
Italia	180.000	245.000
España	157.400	236.100
Portugal	100.100	158.400

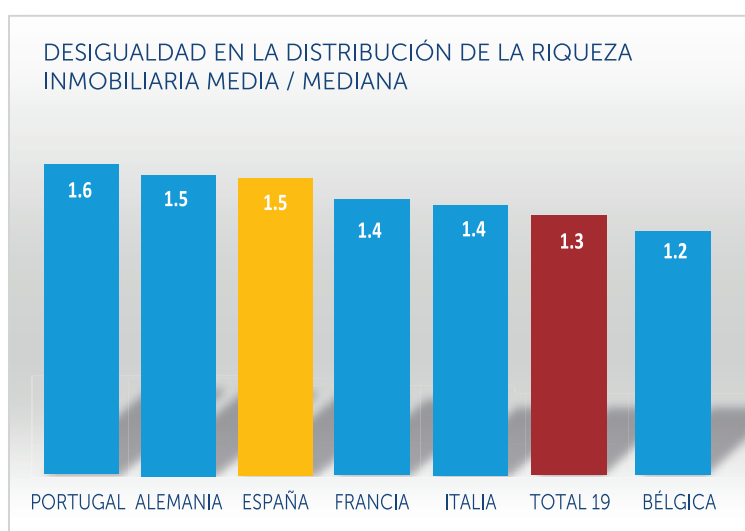
Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Los hogares españoles con propiedades inmobiliarias mantienen una inversión media en el sector equivalente a 236.100€ (tabla 4.1) frente a la inversión media que mantienen en activos financieros, situada en 56.300 € (tabla 3.1). Es decir, el valor de la inversión media en vivienda es algo más de cuatro veces el valor de la inversión media financiera. Si analizamos el valor mediano de ambas inversiones, que indica el umbral que separa en dos mitades a los hogares con dichos activos, este se sitúa en 157.400 € (tabla 4.1) para el sector inmobiliario y 9.000 € (tabla 3.1) para los activos financieros. En este caso estamos hablando de un valor diecisiete veces superior del ahorro materializado en vivienda sobre el ahorro financiero. En términos agregados los activos inmobiliarios de las familias españolas suponen el 78% de la cartera conjunta, mientras que los financieros constituyen el 22% restante.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Por otro lado, la comparación del valor medio y mediano de la inversión en activos inmobiliarios, nos permite detectar la existencia de mayores o menores desigualdades en la distribución de este tipo de riqueza. Como ya pasara en el ámbito del ahorro financiero, los hogares españoles se encuentran entre los que mayor distancia presentan para ambos valores (gráfico 4.2) indicando de nuevo que las desigualdades en la distribución de la riqueza inmobiliaria en nuestro país son superiores a las de la media de la zona euro.

Gráfico 4.2. Desigualdad en la distribución de la inversión inmobiliaria en los hogares: valor medio sobre valor mediano.

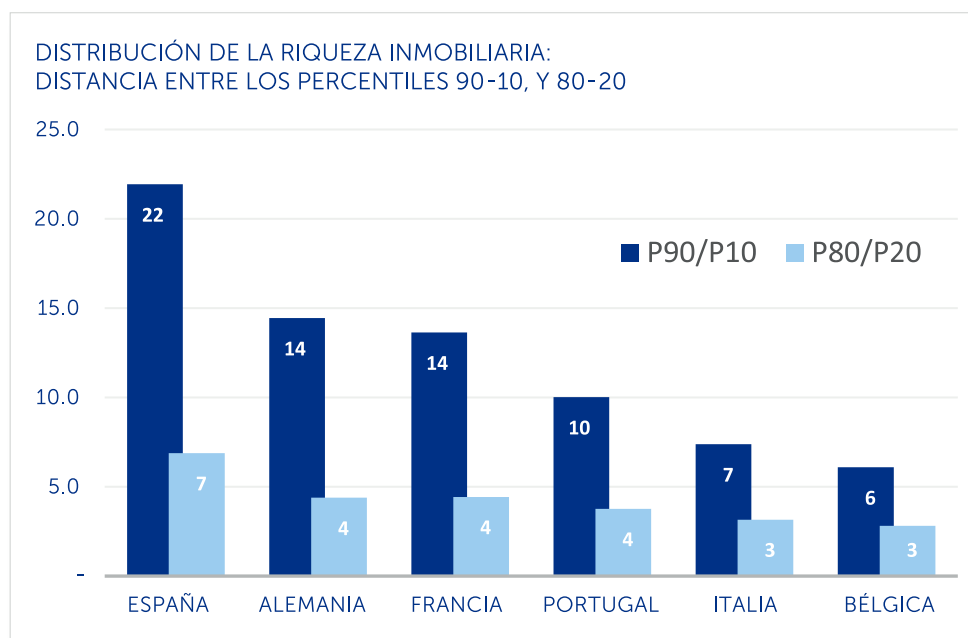


Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Analizamos también para todos los países la distancia entre los percentiles 90-10 y 80-20 de la distribución del ahorro inmobiliario, y observamos que, España es el país donde más desigualdad hay en esta distribución, tal y como indica el gráfico 4.3. Si comparamos por ejemplo los percentiles 20% y 80% de la distribución, que no se ven afectados por el diferente muestreo de los hogares con rentas altas realizado por cada país, vemos como en España el valor de los activos del 20% de las familias que mayor inversión tiene en inmuebles es 7 veces superior al ahorro inmobiliario del 20% de las familias que menor inversión tiene en inmuebles, frente a valores para esta ratio de desigualdad de 4 y 3 para el resto de países.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Gráfico 4.3. Desigualdad en la distribución de la inversión inmobiliaria en los hogares: distancia entre el percentil 90-10 y el percentil 80-20.



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Hemos visto al principio de este apartado que el porcentaje de hogares que cuenta con su vivienda en propiedad es solo ligeramente inferior al que tiene inversiones inmobiliarias. Por ello nos parece interesante indagar más, en si efectivamente el grueso de la inversión inmobiliaria lo constituye la vivienda habitual, lo que indicaría que las familias no se estarían planteando la adquisición de activos inmobiliarios como una alternativa de inversión, sino como una opción de vida.

Como indican los análisis de la tabla 4.2, basados en los datos de la HFCS España es el país con mayor participación de sus hogares en activos inmobiliarios que no son la vivienda habitual, ya que un 45% de las familias españolas sería propietaria en este sentido, mientras que este porcentaje se reduce para el resto de países analizados a tasas situadas entre el 19% para los hogares belgas, y el 29% para los portugueses, pasando por el 22% de Alemania y Francia y el 21% de Italia. Por otro lado, la tabla 4.2 también nos muestra, la estimación del peso que, a nivel agregado, tiene la inversión en vivienda habitual sobre el total de la inversión inmobiliaria. Aproximadamente el 40% de los invertido por los hogares españoles en inmuebles se dirige a activos que no son la vivienda habitual, ratio muy superior al de los restantes países.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Tabla 4.2. Porcentaje de hogares con inversión en inmuebles diferentes a la vivienda habitual y porcentaje de esta inversión sobre los activos inmobiliarios totales.

INVERSIÓN EN ACTIVOS INMOBILIARIOS DIFERENTES A LA VIVIENDA HABITUAL	PORCENTAJE DE HOGARES CON INVERSIÓN	PORCENTAJE SOBRE LA INVERSIÓN EN INMUEBLES
España	45%	39%
Portugal	29%	29%
Alemania	22%	33%
Francia	22%	26%
Italia	21%	20%
Bélgica	19%	24%

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS

Finalmente ampliamos este análisis sobre el papel de la inversión en vivienda habitual en la riqueza inmobiliaria de los hogares, estimando cual es la inversión media y mediana de las familias en su residencia en comparación con la cifra de inversión media y mediana invertida en cualquier tipo de inmueble, sea o no la vivienda habitual. La tabla 4.3 muestran dicha comparativa.

Tabla 4.3. Valor medio y mediano de la inversión en vivienda habitual, frente a la inversión en el conjunto de propiedades inmobiliarias, condicionada a poseer el activo. Datos en €.

A. Datos para inversión media

	VALOR MEDIO VIVIENDA HABITUAL EN PROPIEDAD	VALOR MEDIO DEL CONJUNTO DE ACTIVOS INMOBILIARIOS EN PROPIEDAD	RATIO ENTRE AMBOS VALORES
España	163.900	236.100	69%
Portugal	119.200	158.400	75%
Alemania	258.800	335.800	77%
Francia	226.400	283.900	80%
Bélgica	294.900	368.000	80%
Italia	201.600	245.000	82%

B. Datos para inversión mediana

	VALOR MEDIANO VIVIENDA HABITUAL EN PROPIEDAD	VALOR MEDIANO DEL CONJUNTO DE ACTIVOS INMOBILIARIOS EN PROPIEDAD	RATIO ENTRE AMBOS VALORES
España	120.200	157.400	76.4%
Italia	156.000	180.000	86.7%
Bélgica	270.000	299.000	90.3%
Alemania	200.000	220.700	90.6%
Francia	192.400	204.600	94.0%
Portugal	99.700	100.100	99.6%

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.



4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

De nuevo, la evidencia nos indica que España es el país en el que los valores medio y mediano de la inversión en vivienda habitual mantienen un peso más reducido sobre el conjunto de la inversión inmobiliaria. Parece claro, por tanto, que las familias españolas se plantean la inversión en inmuebles, no solo como una opción para adquirir su vivienda, que también, sino además como una alternativa de inversión a los activos financieros, lo que supone un patrón de comportamiento diferencial con respecto a nuestro entorno europeo más cercano.

La alta participación de las familias españolas en el sector inmobiliario, a pesar de los altos tipos de interés que estuvieron vigentes durante los años 80 y 90, puede deberse a diversas razones, históricas, culturales o institucionales. Con relación a la vivienda habitual hay dos factores que habrían tenido un efecto importante: por un lado, el incentivo fiscal que durante muchos años estuvo vigente en nuestro país para la compra de la vivienda habitual; y por otro, la consideración de la residencia en propiedad como “refugio” de protección para la familia en momentos de crisis económica y pérdida de empleo (recordemos que España ha sido siempre uno de los países de la eurozona con mayor tasa de desempleo). En este último sentido, el dicho popular siempre ha señalado que es mejor pagar una hipoteca que pagar un alquiler, ya que en última instancia la hipoteca te da acceso a la propiedad de la vivienda, mientras que el alquiler no, por lo que se considera “tirar el dinero”. En la medida que el pago hipotecario sea equivalente, o incluso inferior al pago del alquiler (momento actual) este pensamiento permanecerá en el imaginario popular.

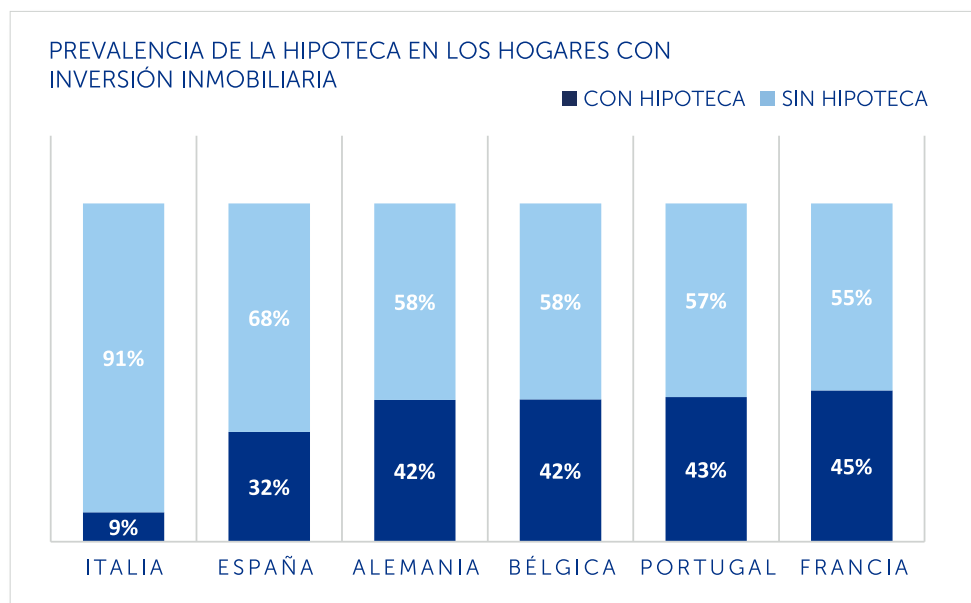
No obstante, los datos de las tablas 4.2 y 4.3 revelan que una amplia parte de los ahorros de los hogares españoles se ha destinado a inmuebles que no están destinados a la residencia habitual y entre los que se incluyen otras viviendas para alquiler o segundas residencias, garajes, locales comerciales y de oficinas, solares, fincas, etc. Dos elementos han podido incidir en este comportamiento, que sí es diferencial con relación a nuestro entorno europeo: (i) la popularización tardía de los fondos de inversión en España, que constituyen un instrumento de inversión alternativa a la compra directa de acciones y bonos, y cuyo desarrollo se produjo mucho antes en otras economías europeas; (ii) el mayor nivel de inflación histórica registrado por nuestra economía con respecto a otras de nuestro entorno, y la escasa o nula oferta de activos de renta fija referenciados a la inflación (que sí existen en otros países) y que posicionarían a la inversión en activos inmobiliarios como una buena alternativa de inversión con cobertura frente a la pérdida de poder adquisitivo.

Para determinar que relevancia tiene, el ahorro materializado en inmuebles, en la resiliencia de los hogares antes el Covid-19, es necesario examinar su vinculación con los préstamos hipotecarios. El gráfico 4.4 muestra el porcentaje de hogares con inversión inmobiliaria ligada a alguna hipoteca, por un lado, y con inversión inmobiliaria libre de cargas, por otro¹⁶.

¹⁶ En España, el crédito hipotecario a hogares para adquisición de vivienda representaba una proporción 3,7 veces superior a la del crédito destinado a la compra de bienes de consumo y otras actividades* (https://www.bde.es/ff/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/20/ficheros/IEF_2020_1_Rec1_2.pdf)

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Gráfico 4.4. Prevalencia de la hipoteca en la inversión inmobiliaria de los hogares.



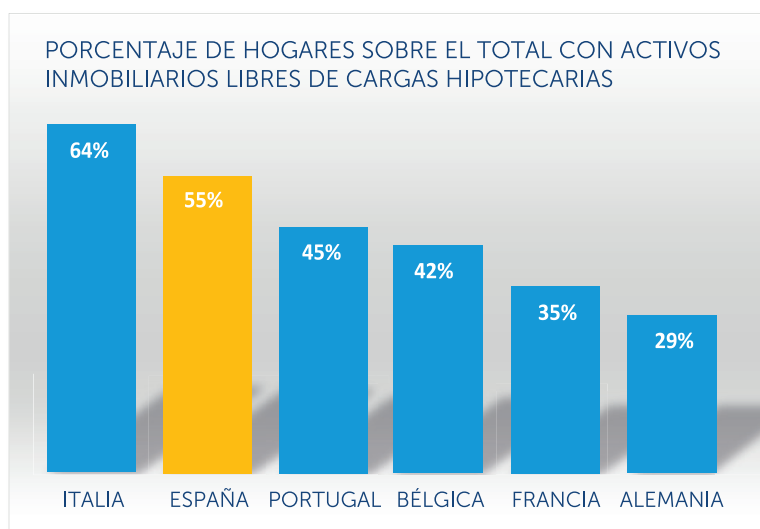
Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

En España, el 68% (más de dos tercios) de los hogares con inmuebles, no tienen hipoteca¹⁷. Teniendo en cuenta que el 81% de las familias tiene inmuebles, ello implica que más de la mitad de los hogares españoles (un 55%) cuenta con activos inmobiliarios en propiedad sin cargas financieras. El gráfico 4.5 nos muestra la estimación de este dato para todos los países del estudio. España y especialmente Italia, son los dos países donde mayor porcentaje de hogares contaría con este elemento de resiliencia, que sin duda supone la propiedad de un inmueble sin cargas financieras. Por el contrario, Alemania y Francia, son los países donde menos proporción de hogares dispone de este resorte para afrontar la crisis, y en una situación intermedia quedarían Bélgica y Portugal.

¹⁷ Para el 32% que tiene hipoteca, el valor medio de la hipoteca pendiente se sitúa en torno a 125.000 €, cifra similar a la media de la zona euro.

4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Gráfico 4.5. Porcentaje de hogares con activos inmobiliarios sin cargas hipotecarias.



Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS.

Podemos resumir los hallazgos más relevantes del análisis realizado en este apartado sobre el ahorro materializado en activos inmobiliarios de los hogares españoles, en los siguientes puntos:

- (i) Los hogares españoles son los que mayor participación mantienen en el sector inmobiliario dentro del conjunto de países analizados de nuestro entorno europeo, tanto en lo que se refiere a propiedad de la vivienda habitual, como a inversión en otros activos inmobiliarios distintos.
- (ii) El 81% de las familias españolas tiene en propiedad al menos un activo inmobiliario y menos de un tercio de estas familias tiene alguna hipoteca vinculada a los mismos.
- (iii) El 76% de las familias españolas es propietaria de la vivienda habitual. No obstante, este porcentaje puede estar sesgado al alza por la dificultad de los jóvenes para emanciparse debido al elevado porcentaje de desempleo y los reducidos salarios, en la población juvenil, que, junto a los elevados precios de la vivienda, la hacen inasequible para dicho segmento de la población. El 53% de los jóvenes españoles entre 25 y 29 años, y el 25% de los que tienen entre 30 y 35 años, viven con sus padres (Arce, 2019).
- (iv) Un 45% de las familias españolas posee algún activo inmobiliario que no es su vivienda habitual. En términos agregados, aproximadamente el 60% de la inversión inmobiliaria de los hogares españoles se dedica a la vivienda habitual y el restante 40% a otros activos inmobiliarios. Además, la mayor parte de esta inversión en otros activos inmobiliarios, la ostentan las familias que ya tienen su vivienda habitual en propiedad.



4 LA RIQUEZA INMOBILIARIA DE LOS HOGARES COMO RESORTE ANTE LA CRISIS DEL COVID-19

- (v) Existe en nuestro país una gran desigualdad en la distribución de la riqueza inmobiliaria, que es superior a la que muestran el resto de países de nuestro entorno. No obstante, la desigualdad en la distribución del ahorro inmobiliario de los hogares españoles es inferior a la encontrada para el ahorro financiero.
- (vi) Solo el 32% de la inversión de los hogares españoles en el sector inmobiliario está ligada a una hipoteca, mientras el restante 68% está libre de cargas. Considerando que el 81% de los hogares tienen activos inmobiliarios, ello implica que el 55% de las familias españolas tiene alguna propiedad inmobiliaria que está libre de cargas financieras, lo que para las mismas puede constituir un elemento de resiliencia frente a la crisis, adicional al estimado en base a los ahorros financieros. El restante 26% (hasta el 81%) cuenta con activos inmobiliarios pero sujetos a préstamos hipotecarios.



5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

A partir del análisis realizado en los epígrafes anteriores, hemos conocido que: (i) un 30% de las familias españolas tienen una situación muy vulnerable en términos de ahorro financiero – inferior a 1 mes del salario medio del país o a 2 semanas si lo medimos por unidad de consumo equivalente dentro de la familia; (ii) un 19% de los hogares españoles no poseen ninguna propiedad inmobiliaria; (iii) el 26% de los hogares tiene propiedades inmobiliarias que están ligadas a cargas hipotecarias. Resulta imprescindible conocer hasta qué punto el primer segmento de hogares (el que está en una situación de vulnerabilidad extrema en términos de ahorro financiero) se solapa

Un 30% de las familias españolas tienen una situación muy vulnerable en términos de ahorro financiero, un 19% no poseen ninguna propiedad inmobiliaria y el 26% tienen propiedades inmobiliarias que están ligadas a cargas hipotecarias.

con el segundo y tercero (los que no poseen propiedades inmobiliarias o las tienen ligadas a préstamos). De solaparse, se acentuaría la situación de vulnerabilidad de dichas familias. Si por el contrario esta segmentación fuese fruto de diferentes elecciones por parte de las familias, habiendo elegido unas el ahorro inmobiliario, y habiéndose decantado otras por el ahorro financiero, el conjunto de riqueza estaría más distribuido entre todos los hogares y la resiliencia del conjunto de la sociedad sería superior.

Para llevar a cabo el examen de este posible solapamiento, hemos estimado la distribución del ahorro financiero en cada

uno de los siguientes tres segmentos de hogares: (a) aquellos que tienen alguna propiedad inmobiliaria libre de cargas (55% del total); (b) aquellos que tienen alguna propiedad inmobiliaria, pero está ligada a cargas hipotecarias (26% del total); (c) aquellos que no tienen ninguna propiedad inmobiliaria (19% del total). La tabla 5.1, en su panel A, nos muestra los valores medianos de la distribución del ahorro financiero en estos tres segmentos y las diferencias entre ellos; en el panel B se muestran estos valores medianos del ahorro, con relación al salario medio de cada país, tanto en porcentaje del salario, como en número de meses de salario.

5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

Tabla 5.1. Valores medianos de ahorro financiero de los hogares con propiedad sin hipoteca, propiedad con hipoteca y sin propiedad.

A. Valores medianos en € y diferencias entre los tres segmentos de hogares.

VALOR MEDIANO DEL AHORRO FINANCIERO	PROPIETARIOS SIN HIPOTECA (A)	PROPIETARIOS CON HIPOTECA (B)	NO PROPIETARIOS (C)	A/B	A/C	B/C
Alemania	65.432	49.023	7.910	1	8	6
Bélgica	56.228	31.647	2.364	2	24	13
Francia	47.744	24.772	2.359	2	20	11
España	31.128	11.827	790	3	39	15
Italia	8.124	5.835	1.494	1	5	4
Portugal	7.444	5.496	664	1	11	8

B. Valores medianos con relación al salario medio de cada país.

AHORRO FINANCIERO MEDIANO SOBRE SALARIO MEDIO	PROPIETARIOS SIN HIPOTECA		PROPIETARIOS CON HIPOTECA		NO PROPIETARIOS	
	% DEL SALARIO	MESES DE SALARIO	% DEL SALARIO	MESES DE SALARIO	% DEL SALARIO	MESES DE SALARIO
Alemania	163%	20	122%	15	20%	2.4
Francia	126%	15	65%	8	6%	0.7
Bélgica	125%	15	70%	8	5%	0.6
España	116%	14	44%	5	3%	0.4
Portugal	44%	5	33%	4	4%	0.5
Italia	28%	3	20%	2	5%	0.6

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

Como podemos observar, las cifras de la tabla indican que la distribución del ahorro inmobiliario y financiero están muy correlacionadas, y que aquellas familias que no poseen ninguna propiedad inmobiliaria muestran una situación de vulnerabilidad extrema, pues a la falta de activos inmobiliarios de los que poder obtener una renta o de una vivienda en propiedad (y por tanto tener que hacer frente a un alquiler) suman la falta de ahorro financiero. Por el contrario, los hogares que poseen alguna propiedad inmobiliaria y que además no tienen cargas hipotecarias, son los que más ahorro financiero acumulan. La mitad de dichos hogares en Alemania, Bélgica, Francia y España cuentan con un ahorro superior a los catorce meses de salario, mientras que para Portugal e Italia esta cifra se reduce a los cinco y tres meses. Las familias que tienen simultáneamente propiedades inmobiliarias y cargas hipotecarias cuentan con ahorros financieros algo inferiores, pero más dignos que las familias no propietarias: en Alemania, la mitad de ellas supera

5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

el año de salario, en Francia y Bélgica el medio año, en España y Portugal los cuatro meses, y solo en el caso italiano la cifra se reduce a los dos meses de salario. Para las familias que no tienen propiedades inmobiliarias la situación de vulnerabilidad es extrema, ya que el ahorro con el que cuenta el 50% de las mismas es inferior a un mes de salario en todos los países, salvo en el caso de Alemania que llegaría a los dos meses y medio.

Los datos anteriores se refieren al valor mediano de la distribución del ahorro financiero en los tres segmentos de población analizados - propietarios de inmuebles sin cargas, propietarios de inmuebles con carga hipotecaria, y no propietarios. Este valor es el umbral de ahorro financiero por encima y por debajo del cual se sitúa el 50% de los hogares en cada segmento, y sirve para tener una primera imagen de la situación, muy reveladora.

No obstante, necesitamos profundizar más, para llegar a determinar qué proporción de hogares en cada país, se encuentra por debajo de lo que podríamos considerar un umbral mínimo de subsistencia financiera, integrando en este umbral la consideración de poseer o no una propiedad sin cargas hipotecarias, lo que sin duda aporta mayor resiliencia. Este análisis más detallado, podría ayudar a orientar las políticas económicas y sociales que es necesario poner en marcha de forma inmediata para salvaguardar a las familias que exhiben una vulnerabilidad extrema, y que en caso de verse afectadas por la pandemia del COVID-19 (pérdida de empleo, ERTE, cierre del negocio, etc.) no podrían salir adelante sin ayuda. En segundo lugar, pero no menos importante, este análisis permitiría reflexionar sobre qué políticas y acciones deberían implantarse a medio y largo plazo para posibilitar y fomentar que todos los hogares sean capaces de acumular ahorro con objeto de construir su propia resiliencia, tanto para hacer frente a futuras eventualidades, como a aquella fase del ciclo vital en la que se produce una caída de los ingresos, la de la jubilación.

Con este objetivo y siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea en su estrategia 2020, definimos el umbral de vulnerabilidad o de subsistencia financiera por unidad de consumo equivalente en el hogar, como el 60% de tres meses del salario medio de cada país. Sin embargo, como novedad, vamos a ajustar este umbral de vulnerabilidad a la baja, para aquellos hogares que, o bien no necesitan hacer frente ni al pago de la renta de alquiler ni al de una hipoteca porque tienen su vivienda habitual en propiedad y no tienen cargas sobre la misma; o bien cuentan con otros activos inmobiliarios en propiedad de los que pueden recibir una renta. Ambos tipos de hogares, que quedan enmarcados en el segmento de propietarios sin cargas, presentan mayor resiliencia a igual ahorro financiero. Para estimar este ajuste, usamos la información ofrecida por el Banco de España, sobre alquileres y cargas hipotecarias, que indica que los pagos por alquileres se sitúan en torno al 20-25% de la renta disponible, mientras las cargas hipotecarias lo hacen en torno al 15%-20% de esta (Banco de España, 2020). Como aproximación para ambos costes, alquiler e hipoteca, en cada país, tomamos el 20% del salario medio.



5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

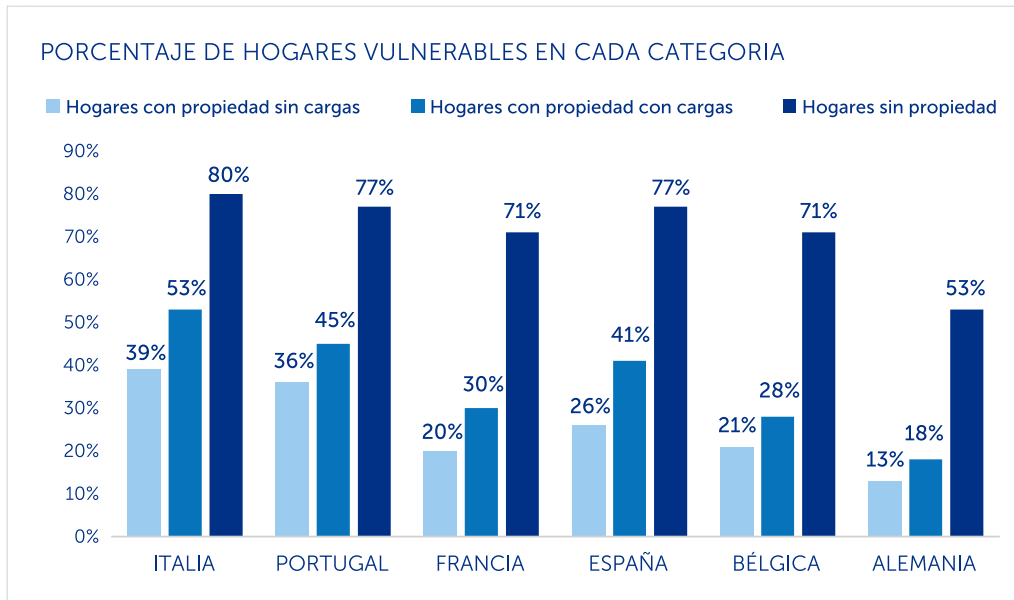
La tabla 5.2 presenta la estimación del umbral de vulnerabilidad por unidad de consumo equivalente y por hogar, tanto para los hogares no propietarios o con propiedades vinculadas a hipotecas, por un lado, como para los hogares que tienen un inmueble libre de cargas (en este caso el umbral está ajustado por los menores costes de hipoteca o alquiler a los que deben hacer frente o por el alquiler/renta que recibiría de no ser este activo inmobiliario su residencia).

Tabla 5.2. Umbral de vulnerabilidad o de pobreza financiera.

	SALARIO	60% DEL SALARIO	UMBRAL DE VULNERABILIDAD POR UNIDAD DE CONSUMO EQUIVALENTE	UNIDADES DE CONSUMO EQUIVALENTE POR HOGAR	UMBRAL DE VULNERABILIDAD POR HOGAR (HOGAR NO PROPIETARIO O PROPIETARIO CON CARGA HIPOTECARIA)	UMBRAL DE VULNERABILIDAD POR HOGAR (HOGAR PROPIETARIO SIN CARGA HIPOTECARIA)
Bélgica	44.995	26.997	6.749	1.59	10.743	7.162
Alemania	40.151	24.091	6.023	1.58	9.534	6.356
Francia	37.860	22.716	5.679	1.62	9.194	6.130
Italia	29.256	17.554	4.388	1.57	6.870	4.580
España	26.821	16.092	4.023	1.66	6.685	4.456
Portugal	16.885	10.131	2.533	1.66	4.213	2.809

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

Conocer estos umbrales de vulnerabilidad o pobreza financiera, nos permite determinar cuántos hogares quedan por debajo de dichos valores, en términos de ahorro acumulado. Para realizar este ejercicio obtenemos los percentiles de la distribución de ahorro financiero en los tres segmentos de hogares en los que hemos dividido la muestra en este apartado, los que tienen propiedades sin hipotecas, los que las tienen con hipotecas y los que no las tienen y calculamos el porcentaje de hogares que en cada categoría quedaría por debajo del umbral de pobreza financiera. El gráfico 5.1 presenta estos resultados:

5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19**Gráfico 5.1.** Porcentaje de hogares en cada segmento por debajo del umbral de pobreza financiera.

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

A la vista de estos datos es evidente la mayor vulnerabilidad financiera existente en el segmento de no propietarios en todos los países, así como la mayor resiliencia de los hogares con propiedades sin cargas hipotecarias. Pero destaca el hecho, de que incluso en este último segmento de hogares (propietarios sin deudas) hay un porcentaje no desdeñable de hogares por debajo del umbral de vulnerabilidad o subsistencia financiera, y ello, a pesar de que se ha tenido en cuenta que estos hogares no necesitan pagar ni alquiler ni hipoteca o reciben una renta o alquiler equivalente. Más del veinticinco por ciento de las familias españolas en esta categoría de hogares (propietarios sin deudas) - que por otro lado es la más numerosa - está por debajo de dicho umbral de subsistencia financiera.

Dentro de la categoría de hogares que tienen propiedades ligadas a préstamos, el porcentaje de familias que no alcanza este umbral de subsistencia financiera es más elevado en todos los países, pero especialmente en Italia, Portugal y España donde más del 40% de las familias en este segmento estarían por debajo del umbral de subsistencia financiera¹⁸. En España los hogares con propiedades vinculadas a hipotecas alcanzan el 26% del total, y un 41% de los mismos, como se muestra en el gráfico, se sitúa por debajo del umbral de vulnerabilidad.

¹⁸ Es posible que algunas de las familias en este tramo tengan la opción de ampliar la hipoteca del inmueble, o venderlo y obtener liquidez - siempre que el valor real del activo supere el valor de la carga hipotecaria - lo que les permitiría usar dicha liquidez para subsistir. Pero esta liquidez tardaría varios meses en materializarse, por lo que en el corto plazo son familias vulnerables.

5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

Las cifras para el segmento de hogares no propietarios son descorazonadoras. En todos los países (con excepción de Alemania) más del 70% de los hogares sin propiedad inmobiliaria se encuentra por debajo del nivel de subsistencia financiera que hemos fijado (en el caso de España esta cifra llega hasta el 77% de las familias en dicho tramo). Además, este segmento de la población no cuenta con la posibilidad de transformar un activo inmobiliario en liquidez, a través de su venta o de la ampliación de una hipoteca, como pueden hacer los otros segmentos de hogares, al menos en el medio plazo.

Finalmente, con objeto de calcular el dato total de hogares que se sitúan por debajo de este umbral de subsistencia financiera en cada país, teniendo en cuenta los tres segmentos analizados, necesitamos considerar la diferente distribución de hogares en base a estos segmentos relacionados con la propiedad inmobiliaria en cada país. La tabla 5.3 presenta esta estimación.

Tabla 5.3. Porcentaje de hogares por debajo del umbral de vulnerabilidad o pobreza financiera en cada país.

	ITALIA	PORTUGAL	FRANCIA	ESPAÑA	BÉLGICA	ALEMANIA
DISTRIBUCION DE LOS HOGARES EN SEGMENTOS						
Propietarios sin cargas	65%	45%	34%	55%	42%	29%
Propietarios con cargas	6%	34%	28%	26%	30%	21%
No propietarios	29%	21%	38%	19%	28%	50%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
HOGARES VULNERABLES EN SU SEGMENTO						
Propietarios sin cargas	39%	36%	20%	26%	21%	13%
Propietarios con cargas	53%	45%	30%	41%	28%	18%
No propietarios	80%	77%	71%	77%	71%	53%
HOGARES VULNERABLES EN LA MUESTRA						
Propietarios sin cargas	25%	16%	7%	14%	9%	4%
Propietarios con cargas	3%	15%	8%	11%	8%	4%
No propietarios	23%	16%	27%	15%	20%	27%
PORCENTAJE TOTAL DE HOGARES VULNERABLES	52%	48%	42%	40%	37%	34%

Fuente: Elaboración propia con datos de la HFCS y OCDE.

Desafortunadamente, observamos que en todos los países hay un porcentaje alto de hogares por debajo del umbral de vulnerabilidad financiera, y por tanto hogares que, con sus ahorros, no serían capaces de mantener unas condiciones de subsistencia más allá de los tres meses, ante la eventualidad de enfrentarse a una caída del 100% de sus ingresos. Los países con menos hogares por debajo de este umbral son Alemania y Bélgica, que como veíamos en el apartado 3 de este informe, son los países en los que las familias cuentan con más ahorro financiero. El caso de Alemania llama quizá más la atención, ya que es el país que cuenta con más familias sin vivienda en propiedad, y la vivienda en propiedad cuando está exenta de cargas añade resiliencia, y así lo hemos considerado



5 LA MEDICIÓN DE LA RESILIENCIA / VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES FRENTE AL COVID-19

en nuestras estimaciones. En el caso español, el porcentaje de familias vulnerables financieramente asciende al 40%, y de estas aproximadamente un 60% tienen algún inmueble en propiedad (más de la mitad de ellas sin cargas), mientras el restante 40% no tiene ninguna propiedad inmobiliaria.

La fragilidad financiera detectada, se ampliaría todavía más si incluyésemos algún ajuste en el umbral de vulnerabilidad que contemplase los préstamos al consumo que tienen los hogares, tal y como hemos hecho para el caso de los préstamos vinculados a la propiedad inmobiliaria. En España, alrededor del 30% de los hogares mantiene este tipo de préstamos, que son usados para la compra de vehículos, bienes duraderos, reformas del hogar, etc. y que tienen un valor mediano pendiente de 5.500 €. En conjunto los préstamos que no son hipotecarios suponen alrededor del 15% de la deuda de los hogares españoles (Banco de España, 2019).

En definitiva, estos datos reflejan la fragilidad de la sociedad europea ante una eventualidad como la originada por el COVID-19 y la necesidad de un apoyo institucional inmediato que permita a todas las familias que lo necesiten salir adelante. También invitan a una reflexión sobre la necesidad de implementar políticas y acciones que a medio plazo reduzcan esta situación de fragilidad financiera de los hogares españoles.



6 CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

Este informe del observatorio del ahorro familiar *“La resiliencia/vulnerabilidad de los hogares españoles frente al COVID-19. Disparidades en la distribución y composición del ahorro en el entorno europeo”* presenta resultados que son de gran relevancia, no solo para el diseño de las acciones que será necesario poner en marcha de forma inmediata, para paliar los devastadores efectos sociales y económicos de la actual crisis, sino también para la definición de políticas a largo plazo que impulsen un cambio de comportamiento en la ciudadanía hacia una cultura de ahorro sostenible.

Los resultados muestran la fragilidad financiera de una parte importante de los hogares europeos, que, ante la eventualidad de sufrir una pérdida total de sus ingresos, tendrían dificultades para subsistir más allá de tres meses.

Partiendo de los micro datos de la encuesta financiera y de consumo a las familias que realizan todos los países de la UE bajo una metodología común centralizada por el BCE, realizamos un examen exhaustivo del comportamiento de las familias europeas respecto al ahorro, respondiendo a preguntas como ¿Cuál es la distribución de este ahorro entre activos financieros y activos inmobiliarios? ¿Qué nivel de desigualdad hay en los diferentes países en la distribución de ambos tipos de riqueza, la financiera y la inmobiliaria? ¿Es el objetivo de la inversión inmobiliaria la compra de la vivienda habitual? ¿Cuántos hogares en cada país tienen ahorros

inferiores al umbral mínimo de subsistencia financiera? Es un estudio único, por su alcance - incluye seis países de la zona euro, Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal, que en conjunto suponen el 80% de la población y el PIB del área - y por su novedad al considerar la propiedad inmobiliaria, cuando no está vinculada a una hipoteca, como elemento de resiliencia en el cálculo del umbral de vulnerabilidad o subsistencia financiera de los hogares.

A nivel global los resultados muestran la fragilidad financiera de una parte importante de los hogares europeos, que, ante la eventualidad de sufrir una pérdida total de sus ingresos, tendrían dificultades para subsistir más allá de tres meses. El peso de estos hogares financieramente frágiles, oscila entre el 34% en Alemania, y el 52% en Italia. Estos hogares, no necesariamente son insolventes, ya que algunos poseen activos inmobiliarios, pero en todos los casos, la pérdida del 100% de sus ingresos durante más de tres meses, les impediría afrontar en el corto plazo los gastos de subsistencia.

6 CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

El estudio ofrece para cada país una radiografía detallada de la composición y distribución del ahorro entre la población, que permite identificar comportamientos a veces comunes y a veces diferenciales entre los distintos países. Específicamente para el caso español, los principales hallazgos que conforman su radiografía son:

- Los ahorros financieros de un 30% de las familias españolas no llegan al equivalente de un mes del salario medio del país (por unidad de consumo equivalente dentro del hogar no llegan a las dos semanas de salario).
- En media, la riqueza inmobiliaria que tienen los hogares españoles es cuatro veces superior al valor de la riqueza financiera que poseen y en valor mediano unas diecisiete veces mayor.
- De entre los países analizados, las familias españolas son las que más participación tienen en el sector inmobiliario. El 81% de las familias en nuestro país tienen alguna propiedad inmobiliaria, y en el 93% de los casos, al menos una de esas propiedades es la vivienda habitual. A nivel agregado, solo el 60% de la inversión inmobiliaria de los hogares españoles se ha destinado a vivienda habitual, el restante 40% se dirige a otros activos inmobiliarios y la mayor parte está en manos de aquellos hogares que ya poseen su vivienda habitual. Por otro lado, solo un tercio de las familias que tienen activos inmobiliarios tienen préstamos hipotecarios ligados a los mismos.
- España está a la cabeza de los países con mayor desigualdad en la distribución, tanto del ahorro financiero como del inmobiliario. Para todos los países, incluido España, la desigualdad con relación a la distribución de los activos financieros es superior a la encontrada para los activos inmobiliarios.
- La riqueza inmobiliaria y la riqueza financiera de los hogares está altamente correlacionada, lo que hace que cerca del 80% de las familias españolas que no poseen activos inmobiliarios tengan un ahorro financiero prácticamente inexistente, o muy bajo, situándolas por debajo del umbral mínimo de subsistencia financiera. El dato positivo en este sentido, es el reducido porcentaje de hogares sin activos inmobiliarios en nuestro país (un 19%).
- Un 40% de las familias españolas tendría serios problemas para afrontar una carencia del 100% de sus ingresos, que se extendiera más allá de tres meses. Sus ahorros no alcanzarían a cubrir los gastos mínimos de subsistencia. Para muchas de estas familias el periodo de supervivencia empleando solo sus ahorros, sería incluso muy inferior a los tres meses. Casi el 40% de las mismas no posee ningún activo inmobiliario. El restante 60% de estas familias vulnerables si tiene activos inmobiliarios, pero casi la mitad los tiene ligados a una hipoteca. De verse afectados por la eventualidad de perder sus ingresos, los hogares que no disponen de ningún elemento de solvencia que poder reconvertir en liquidez (es decir, que no tienen activos inmobiliarios, o los tienen hipotecados) conformarían el grupo de familias en mayor riesgo de pobreza.

6 CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

Estos datos nos ofrecen una imagen suficientemente reveladora de la situación dramática a la que muchos hogares españoles se están enfrentando en esta pandemia debido a la falta de riqueza o ahorro financiero acumulado. Es un porcentaje de hogares excesivamente elevado y nuestro “estado de bienestar” no tendrá capacidad suficiente para afrontar el coste social que implicaría un alargamiento en el tiempo de los efectos económicos de la pandemia, en especial si estos recaen mayormente sobre este perfil de hogares “financieramente pobres”.

Sin lugar a duda, quedan preguntas sin respuestas, especialmente pertinentes son aquellas que se refieren a las características socio-económicas de las familias más vulnerables. ¿Qué perfil de hogares son los más frágiles? ¿aquellos formados por jóvenes, por familias con hijos, por jubilados, por viudas o viudos? ¿aquellos con menor formación? ¿aquellos con mayor desempleo? ¿aquellos que trabajan por cuenta propia o por cuenta ajena? ¿con menor nivel de ingresos? ¿los que habitan en grandes ciudades, o los que se ubican en zonas menos urbanas o más rurales?

Con un enfoque a más largo plazo, también serían enormemente relevantes aquellas otras cuestiones referidas a las barreras que frenan el ahorro y que hacen que en gran parte de la población española sea casi inexistente: ¿falta educación financiera, o información financiera, o ambas? ¿falta conciencia social que modifique conductas y favorezca el ahorro en detrimento del consumo? ¿es el marco fiscal existente adecuado para fomentar una cultura apropiada del ahorro? ¿está menos penalizado social o políticamente el consumo excesivo, que la acumulación de riqueza fruto de un ahorro sistemático mantenido en el tiempo? ¿falta confianza en las instituciones e intermediarios y asesores financieros? ¿por qué los españoles se han decantado por el ahorro inmobiliario frente al financiero? ¿hay diferencias de género en el comportamiento frente al ahorro? ¿constituye la política monetaria de bajos tipos de interés de la última década un desincentivo al ahorro? ¿es lógico que gran parte de los activos de renta fija, ofrezcan rentabilidades muy alejadas de sus niveles de riesgo, incluso teniendo en cuenta escenarios con inflación reducida, o es fruto, al menos parcialmente, de la política monetaria y la regulación del sector financiero?

Es necesario seguir avanzando en la investigación de todos los elementos que configuran el comportamiento ahorrador (o la falta del mismo) de nuestros hogares, para poder construir un cuerpo de conocimientos sólidos que sirva de base para que las autoridades puedan diseñar políticas sociales, económicas, fiscales y monetarias efectivas que potencien una cultura de ahorro sostenible que sea transversal y abarque todos los estratos de la sociedad española.



6 CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

Por ejemplo, en este sentido, la enorme desigualdad que se aprecia en la distribución del ahorro en la sociedad española, especialmente en lo referido al ahorro financiero, nos hace pensar que un sistema de incentivos regresivo sobre el ahorro podría tener un efecto positivo en la reducción de estas desigualdades. Es decir, un sistema en el que los incentivos o desgravaciones fueran más generosos para los primeros tramos de ahorro o de ganancias de capital, y que progresivamente fueran desapareciendo a medida que la riqueza financiera fuera alcanzando tramos superiores.

El fomento de la cultura del ahorro debe formar parte de las prioridades del estado de bienestar, pues la acumulación de riqueza en base al mismo constituye un mecanismo de resorte ante eventualidades (pérdida de empleo, enfermedad, etc.) y de nivelación de ingresos y gastos a lo largo del ciclo vital (educación de los hijos, pensionistas, etc.). Es imperativo fomentar una actitud positiva y un cambio de conducta que eleve el nivel de ahorro sistemático de la población española en el medio y largo plazo. Ello contribuiría a reducir los niveles de pobreza, desigualdad y exclusión social, que con esta nueva crisis económica adquieren de nuevo protagonismo.

Nos gustaría acabar este informe con una cita: “La reducción de la vulnerabilidad financiera no es sólo una cuestión de mayores ingresos. La resiliencia financiera se relaciona también con el manejo de las finanzas personales a lo largo del ciclo vital. Para ello se necesitan políticas estructurales que promuevan entre los hogares la planificación del futuro de forma consciente” (Arellano y Cámara, 2020).



7 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arellano, A. y N. Cámara. Sept. 2020. *Vulnerabilidad financiera de los hogares ante la COVID-19: una perspectiva global*. BBVA Research.

Banco de España. Eurosistema. 2020. *El Mercado de la Vivienda en España entre 2014 y 2019. Documentos ocasionales nº 2013*.

Banco de España. Eurosistema. 2019. *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2017: Métodos, resultados y cambios desde 2014*. Artículos analíticos, boletín económico 4/2019.

Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables>).

Gambacorta, R., A. Rosolia, y F. Zanichelli. (2020). *All in it together, but with differences: The finances of European households through the pandemic*. VoxEU.org 15 abril.

HFCS (2020) "The Household Finance and Consumption Survey – Results from the 2017 wave", ECB Statistics Paper Series No. 36, March.

INE (<https://www.ine.es/daco/daco42/ctnfsi/ctnfsi0220.pdf>).

OCDE (https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=AV_AN_WAGE#).



LAURA NUÑEZ LETAMENDIA

Doctora en Economía.

Directora del Observatorio del Ahorro Familiar.

Profesora de Finanzas IE University-IE Business School.

Tras licenciarse en económicas por la Universidad Autónoma de Madrid Inicia su carrera profesional en el sector financiero y asegurador, trabajando como analista financiero en Bestinver, como responsable de la mesa de contratación de renta variable en GVC y más tarde como gestora de renta variable y fondos de pensiones en la aseguradora Norwich Union (actualmente AVIVA). Posteriormente obtiene su doctorado en economía, recibiendo el premio Fundación Caja Madrid a la mejor tesis doctoral en el área de inversiones. Actualmente es profesora de grado y postgrado en IE Business School, IE University, y Directora del Observatorio del Ahorro Familiar promovido por la Fundación IE y la Fundación Mutuality Abogacía. Durante siete años fue Directora de Investigación del IE y recientemente ha sido la Directora del Centro de Investigación en Seguros.

Su investigación reciente se centra en el análisis del comportamiento de los individuos frente al ahorro, los sesgos psicológicos de los inversores, la educación financiera y el impacto de la regulación financiera en la estabilidad macroeconómica. Cuenta con numerosas publicaciones en revistas académicas internacionales. Uno de sus trabajos recientes, sobre sesgos psicológicos de los inversores, recibió en 2018 el premio al mejor artículo presentado en la Conferencia de la Academy of Behavioral Finance & Economics en Chicago. Es miembro del consejo editorial de "Europe Research Series on Insurance Law and Regulation" editado por Springer y la International Association of Insurance Law y del "International Journal of Data mining, Modelling and Management". Ha sido Jurado de los premios de innovación en seguros de ICEA-ACCENTURE en todas sus ediciones y del YOUNiversity Deal Challenge de DUFF & PHELPS.



ATHENA TSOUDEROU

Investigadora del Observatorio del Ahorro Familiar.

Profesora de IE University.

Tras licenciarse en matemáticas por la Universidad de Chipre obtiene una beca de Fulbright que financia una maestría en ciencias actuariales por la Universidad Columbia en Nueva York en EEUU Inicia su carrera profesional en el sector financiero y asegurador, trabajando como actuario en Towers Watson (actualmente Willis Towers Watson) en el Reino Unido. Obtiene las calificaciones de Fellow in the Society of Actuaries (FSA) y Chartered Enterprise Risk Analyst (CERA).

Posteriormente empieza su doctorado en Finanzas en IE University, donde estudia la evolución de los mercados de vivienda e hipotecas después de la crisis financiera mundial. Actualmente trabaja como investigadora del Observatorio del Ahorro Familiar e imparte docencia como profesora de finanzas en los programas de pregrado de la Universidad IE.

Sus intereses de investigación incluyen las finanzas de los hogares, especialmente en los países de la Unión Europea, los mercados inmobiliarios, mercados crediticios y macroeconomía. Tiene una amplia experiencia presentando en las conferencias más importantes académicas y de la industria. Su trabajo ha recibido prestigiosas becas, como la beca de ING Think Forward Initiative, y de American Finance Association.



fundación
MUTUALIDAD
ABOGACÍA



observatorio
del ahorro familiar

ie
FOUNDATION