

ANTONIO TORRERO MAÑAS

EL PROTAGONISMO  
FINANCIERO  
DE LAS FAMILIAS

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2015

# ÍNDICE

---

	Pág.
<b>AGRADECIMIENTOS</b> .....	13
<b>PRESENTACIÓN</b> .....	15
<b>PRIMERA PARTE</b>	
<b>EL PROTAGONISMO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS</b> .....	21
1. INTRODUCCIÓN.....	21
2. FINANCIALIZACIÓN.....	23
3. EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO.....	25
3.1. Razones que explican el mayor endeudamiento de las familias.....	27
3.1.1. Nuevo marco macroeconómico.....	31
3.1.2. El cambio de las ideas económicas.....	33
3.1.3. El cambio en el comportamiento de las empresas...	41
4. LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LAS FAMILIAS.....	51
4.1. La rentabilidad de los activos financieros. Breve referencia histórica.....	51
4.2. La inversión directa en activos financieros.....	57
4.3. La inversión a través de gestores profesionales.....	61
5. NOTA FINAL.....	69
<b>SEGUNDA PARTE</b>	
<b>ESPAÑA, UNA RECESIÓN DE BALANCE</b> .....	75
1. EL CONCEPTO DE RECESIÓN DE BALANCE.....	75
2. LA EXPERIENCIA JAPONESA.....	76
3. LA CRISIS ACTUAL. EFECTOS SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA.....	79
4. CLASES DE RECESIÓN.....	82
5. RELECTURA DE LA GRAN DEPRESIÓN.....	83
6. CONSOLIDACIÓN FISCAL.....	86
7. EFECTOS DEL « <i>QUANTITATIVE EASING</i> » (QE).....	88
8. EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO.....	92
8.1. Relevancia de GREENSPAN.....	92

	<u>Pág.</u>
8.2. Reivindicación de MINSKY.....	95
8.3. Evolución del endeudamiento.....	97
8.4. El proceso de desendeudamiento.....	99
8.5. Fórmulas para reducir el endeudamiento.....	102
9. REPRESIÓN FINANCIERA.....	104
10. LA SITUACIÓN DE ESPAÑA.....	107
 <b>BIBLIOGRAFÍA CITADA.....</b>	 113
 <b>ÍNDICE DE AUTORES.....</b>	 125
 <b>ÍNDICE DE MATERIAS.....</b>	 129

«Esto que aquí escribo son mis opiniones e ideas; yo las expongo según las veo y las creo atinadas, no como cosa incontrovertible y que deba creerse a pie juntillas: no busco otro fin distinto al trasladar al papel lo que dentro de mi siento, que acaso será distinto mañana, si enseñanzas nuevas modifican mi manera de ser, y declaro que ni tengo ni deseo autoridad bastante para ser creído, reconociéndome, como me reconozco, demasiado mal instruido para enseñar a los demás».

MONTAIGNE. *Ensayos* (1588)

## PRESENTACIÓN

---

El tema común a los dos trabajos que se incluyen en el libro es el endeudamiento. Desde la década de los ochenta del pasado siglo, la deuda de los agentes económicos no ha cesado de aumentar, acelerándose la tendencia en los años previos a la crisis financiera que comienza en el 2007 y que aún sufrimos. Tanto las empresas no financieras como las instituciones financieras, así como las familias y el sector público incrementaron el *stock* de deuda, aunque en cuantía y ritmos diferentes.

El sector público ha ampliado fuertemente el endeudamiento con motivo de la crisis, para hacer frente y compensar las consecuencias negativas de la perturbación sobre el sector privado. Los otros agentes han reducido el nivel de deuda a partir de la crisis pero en distinta proporción.

Dos notas sobresalen en este proceso: 1) las familias han sido los principales protagonistas del ascenso de la deuda en los años de pre-crisis, reduciendo lentamente su nivel a partir de entonces; 2) las empresas no financieras han mantenido en conjunto un perfil estable, con mayor dinamismo tanto en el ascenso como en el descenso de la deuda de las actividades inmobiliarias; las empresas comerciales e industriales han mostrado una gran estabilidad en sus niveles relativos de deuda.

La crisis económico-financiera ha modificado las ideas sobre los efectos de la deuda. Hasta la crisis, predominaban las opiniones positivas, resaltándose la incidencia favorable del aumento del endeudamiento sobre el crecimiento económico, así como la confianza en la capacidad de los agentes para juzgar el nivel sostenible. Con la crisis, estas ideas se están revisando en favor de fijar límites al volumen de deuda, poniendo de relieve los efectos negativos que la inmoderación puede ejercer en la fase negativa del ciclo económico.

En los dos trabajos incluidos se abordan estas cuestiones. El primero: EL PROTAGONISMO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS es el más extenso y da título al libro. Como he señalado, en las tres décadas que preceden a la crisis financiera iniciada en el 2007, el papel financiero de las familias ha sido fundamental. Los hogares han

sido los principales demandantes de crédito con un crecimiento de éste muy superior al de las empresas no financieras.

En ese tiempo, también las unidades familiares se han convertido en los principales accionistas, aunque la mayor parte de la propiedad ha sido indirecta a través, sobre todo, de la gestión profesional, destacando los fondos de pensiones de carácter privado.

Las pautas de comportamiento de los gestores profesionales han adquirido, pues, una importancia extraordinaria. Con anterioridad a la década de los ochenta sus clientes eran las familias acaudaladas; ahora, son los ahorradores de la clase media.

El objetivo de este trabajo es reflexionar sobre las consecuencias de estos cambios. Plantear si las metas de los profesionales de la gestión de los recursos se alinean con los de sus clientes; si éstos tienen capacidad técnica para decidir directamente las inversiones; y sobre el papel del Estado en esta nueva situación dominada por la incertidumbre.

En el segundo trabajo: ESPAÑA, UNA RECESIÓN DE BALANCE, reflexiono sobre la nueva situación creada por el nivel excesivo de la deuda sobre los demandantes privados de crédito.

El concepto de Recesión de Balance fue acuñado por R. C. Koo, para intentar explicar la prolongada crisis de Japón, iniciada en 1990 y que, con algunas leves oscilaciones, se mantiene en condiciones de semiestancamiento hasta el momento actual.

Según Koo, la prolongada atonía se explica por la necesidad de empresas y familias de recuperar sus balances después de la terrible caída de los precios de activos mobiliarios e inmobiliarios que arrastró a una crisis profundísima al sistema bancario japonés. La esencia de la cuestión es que el conjunto del sector privado situó como objetivo fundamental no la maximización de los beneficios sino la reducción de la deuda.

Con esta óptica se alteran ideas fundamentales. La política monetaria no ejerce ya los efectos que se presumían; la consolidación fiscal cobra otros perfiles; la interpretación de la Gran Depresión ofrece nuevas perspectivas; y, sobre todo, la crisis financiera actual requiere plantear las consecuencias del excesivo endeudamiento y los efectos que acarrea su reducción.

En el trasfondo de la exposición se sitúa la posición actual de la economía española. España se enfrenta a una recesión de balance que precisa la reducción del endeudamiento. La salida ordenada de los problemas actuales requiere la aceptación de que estamos ante un proceso largo, lento y doloroso, cuyas aristas sólo pueden suavizarse con una especial atención a los más desfavorecidos.

## **PRIMERA PARTE**



# EL PROTAGONISMO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS\*

---

**SUMARIO:** 1. INTRODUCCIÓN.—2. FINANCIALIZACIÓN.—3. EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO: 3.1. Razones que explican el mayor endeudamiento de las familias. 3.1.1. Nuevo marco macroeconómico. 3.1.2. El cambio de las ideas económicas. 3.1.3. El cambio en el comportamiento de las empresas.—4. LAS DECISIONES DE INVERSIÓN DE LAS FAMILIAS: 4.1. La rentabilidad de los activos financieros. Breve referencia histórica. 4.2. La inversión directa en activos financieros. 4.3. La inversión a través de gestores profesionales.—5. NOTA FINAL.

## 1. INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>

En los últimos treinta años, tres fenómenos destacan para comprender los crecientes desequilibrios previos a la crisis económica que se inicia en el 2007; la propia crisis; y las circunstancias que explican la vacilante y desigual recuperación desde entonces. Estos tres fenómenos son:

- 1) El protagonismo financiero creciente de las familias.
- 2) El mayor peso de los mercados bursátiles en las decisiones empresariales.
- 3) La progresiva importancia de los mercados financieros respecto a la intermediación bancaria tradicional.

Los tres aspectos citados están interrelacionados. El endeudamiento de las familias, o mejor el crecimiento del balance financiero familiar, ha sido posible por la *titulización* que ha facilitado la adquisición de activos (la vivienda en primer plano) y el ascenso de la deuda.

El mayor peso de los mercados bursátiles en las decisiones empresariales ha sido consecuencia del triunfo de una idea: la cuestión fundamental para calificar la gestión empresarial es la cotización bursátil; el accionista ha pasado a ocupar el centro de la escena, y se difuminaron otras responsabilidades asumidas por las empresas hasta la década de los ochenta del pasado siglo; la más importante es la externaliza-

---

\* Material preparado para el curso en la Universidad Católica de Valencia. Santander, agosto 2015.

<sup>1</sup> Agradezco las sugerencias de D. Adolfo SÁNCHEZ REAL. Naturalmente soy el único responsable del texto final.

ción de las pensiones que de forma creciente dependerán de las decisiones financieras de los beneficiarios, saliendo del balance de las empresas y de la órbita de su responsabilidad.

El tercer punto citado: el declive de la banca tradicional y el auge de los mercados financieros ha sido destacado por BERNANKE (2007, p. 6) como el cambio esencial que ha tenido lugar y lo equipara en importancia a lo acontecido con el *New Deal*. Los activos financieros ligados a los mercados y en particular la *titulización* han hecho posible el aumento del balance de las familias.

Mi objetivo aquí es reflexionar sobre el primer aspecto aludido: el protagonismo financiero creciente de las familias; éste se encuadra en la revolución que se ha producido en la visión con la que se consideran las finanzas, y también con las misiones que se le atribuyen. Permítaseme que antes de centrarme en las familias haga un breve inventario de los cambios que se han producido y que han hecho de las finanzas el centro del sistema económico.

- Los planes de pensiones han pasado de constituirse en las empresas e integrarse en su balance, a configurarse de forma individual con resultados finales que dependen de la pericia en las decisiones de inversión de los beneficiarios.
- La privatización de las pensiones ha potenciado la inversión institucional (Fondos de Pensiones). La remuneración de los gestores profesionales aparece ligada a la rentabilidad de las carteras tomando como referencia la evolución de los mercados bursátiles. Ambos, directivos de las empresas cotizadas y gestores profesionales, orientan su actuación y son juzgados por los mercados bursátiles.
- El descenso de la intermediación bancaria tradicional ha ido acompañado por el gran crecimiento de la banca en la sombra (*shadow banking*), esto es, instituciones financieras que captan recursos de los mercados, conceden créditos pero están al margen de la regulación bancaria.
- El protagonismo de la inversión institucional es fundamental en la configuración de los sistemas financieros. Acompañando a los gestores profesionales se sitúa un universo de servicios conectados: analistas financieros, contabilidad, auditoría, agencias de calificación y despachos jurídicos especializados en valoraciones y transacciones financieras.

- Las finanzas se han internacionalizado a todos los niveles: créditos bancarios, emisiones, y cotizaciones bursátiles. Destaca en esta internacionalización el grado de concentración de la gestión institucional (fondos soberanos, de inversión, y de pensiones). Estamos en un sistema financiero global gestionado por las grandes instituciones financieras privadas, que compitiendo duramente entre ellas, y por tanto sin coordinación, constituyen, de hecho, el sistema financiero mundial.

Éste es el marco general en el cual sitúo el protagonismo financiero de las familias atendiendo a dos aspectos que considero claves: 1) el incremento del endeudamiento; y 2) las decisiones de inversión de las familias.

## 2. FINANCIALIZACIÓN<sup>2</sup>

En la revolución que se ha producido en las finanzas durante las tres últimas décadas el término *financiarización* se ha utilizado cada vez con más frecuencia. Con él se alude a que los aspectos financieros han tenido presencia progresiva en las decisiones de los agentes económicos, y de ahí el hiperdesarrollo de los activos, mercados e instituciones financieras hasta que se produjo la crisis de 2007.

Una definición muy aceptada de *financiarización* es la de EPSTEIN (2005): «... *financiarización* significa el papel creciente de los estímulos financieros, de los mercados, de los agentes y de las instituciones financieras, en las operaciones de las economías nacionales e internacionales» (p. 3). KRIPPNER, por su parte, define la «*financiarización* como un modelo de acumulación en el cual los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros antes que por medio del comercio y la producción de mercancías [...] El peso creciente de las finanzas en la economía se refleja en la expansión de bancos, casas de bolsa, compañías financieras y similares, pero *igualmente* se observa en el comportamiento de las empresas no financieras» (2005, pp. 181, 182).

En el sector público las finanzas cobran excepcional importancia a partir del comienzo de la crisis en el 2007: los bancos centrales y la deuda pública se sitúan en el centro de la escena al utilizarse para

---

<sup>2</sup> En mi libro (TORRERO, 2013a, pp. 64-65) aludí al contenido del término.

paliar los efectos de la perturbación. Por otra parte, las instituciones financieras, en especial los sistemas bancarios, reducen su dimensión, que había crecido de forma espectacular, para adaptarse a la nueva situación de crisis. ¿Qué sucede con la financialización en empresas no financieras y en las familias? El contraste entre ambos colectivos es extraordinario. Las variables financieras: el porcentaje de crédito a las empresas sobre el PIB de las sociedades no financieras y el volumen de emisiones en renta fija y variable han mantenido un tono de estabilidad. La gran mutación se ha producido en la financialización de las familias que experimenta un crecimiento espectacular hasta que sobrevino la crisis.

En las empresas no financieras, como he señalado, la financialización avanza modestamente. De hecho se produce en las áreas ligadas a la prestación de servicios financieros en competencia con las propias instituciones financieras. El gran ausente de esta evolución ha sido la producción y distribución de bienes y servicios no ligados de una forma u otra con las actividades financieras.

Las consecuencias de la falta de protagonismo de las empresas no financieras son importantísimas, y ayudan a comprender el escaso pulso empresarial para compensar el decaimiento sobrevenido con la crisis financiera. También justifica que dedique esta conferencia al comportamiento financiero de las familias, que ha sido el factor más dinámico sobre el que se ha construido lo que hoy observamos como gigantesco edificio financiero cuyos excesos han conducido a la crisis.

En síntesis, los mercados financieros (en especial las bolsas) y la actividad financiera de las familias constituyen las claves explicativas de la evolución de las finanzas para comprender el proceso de financialización hasta el 2007; la crisis que se produce a continuación; y también la situación inestable, las dificultades del retorno a la normalidad, dando lugar al embalsamiento de desequilibrios debidos, esta vez, a las medidas urgentes adoptadas para contener los efectos devastadores de la crisis.

Las instituciones del sistema financiero sufren una gran transformación, en especial en los años 2001-2007 que preceden al desastre. Los bancos comerciales se distancian de sus clientes industriales y comerciales para adoptar progresivamente el estilo de los bancos de inversión y se dirigen a las familias como fuente de beneficios (LAPAVITSAS, 2012, p. 15). Como señala G. DAVIS: «En el punto más alto de

la burbuja inmobiliaria en 2006, había más agentes inmobiliarios que granjeros, más *brokers* hipotecarios que trabajadores textiles» (2009, pp. 2, 3).

No debe pensarse que el proceso de financialización fue algo planeado o deseado; fue la consecuencia no prevista de los intentos de los políticos de evadir las medidas que tenían que adoptar derivadas de la crisis social, de los problemas fiscales y de las dudas sobre la legitimación de la actuación del Estado (KRIPPNER, 2011, p. 22). La desregulación y la innovación financiera, la especulación y el fraude, posibilitaron que las finanzas cubrieran la insuficiencia de la demanda mediante el crédito al consumo y la revalorización de los activos. La ideología liberal impulsó el crecimiento del sector financiero que accidentalmente cubrió el déficit de la demanda (PALLEY, 2013, pp. 6, 7). Es importante destacar que la financialización fue un proceso lento que se desarrolla durante décadas:

«El hecho de que la financialización fuera un proceso largo y promoviera el crecimiento en sus inicios y en la etapa intermedia hizo que fuera extraordinariamente duro oponerse al mismo. Esto es así porque la política y el proceso político tienen una tendencia a evitar cambios en los buenos tiempos. El coste político del cambio es inmediato y directo, sin embargo los beneficios políticos suponen evitar un coste hipotético futuro. Incluso si ese coste futuro fuera enorme, una vez que se hubiera evitado seguiría siendo hipotético, mientras que el coste del cambio es real y se ha producido» (*Ibidem*, p. 9).

### 3. EL INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO

El crecimiento del endeudamiento de los agentes económicos ha sido general en los últimos cincuenta años. Las empresas no financieras, las familias, las empresas del sector financiero y las Administraciones Públicas han aumentado la deuda en un entorno crecientemente globalizado no solamente en los flujos comerciales y financieros, sino también en cuanto a las ideas económicas.

En ese marco general, las matizaciones respecto al tiempo, al protagonismo de los agentes, a la intensidad según los países, y también en cuanto a las ideas, son importantes.

En el desarrollo temporal del proceso, la tendencia al mayor endeudamiento de los agentes es sostenido, pero se acelera en la primera década del actual milenio hasta el año 2007 en el cual se inicia la

crisis financiera, invirtiéndose a partir de entonces la tendencia con reducción del endeudamiento en todos los sectores, excepto en el público.

Respecto al protagonismo de los agentes, el sector financiero y las familias asumen el papel más destacado; cuando se produce la crisis, toma el relevo el sector público impulsado por la urgente necesidad de compensar la recesión en el sector privado. Las empresas no financieras mantienen un perfil estable; la reducción del endeudamiento se produce en las familias y en las instituciones financieras.

La tendencia al mayor endeudamiento se ha producido en todas las naciones aunque la intensidad ha sido distinta. En los países anglosajones ha sido más acusada, y también en los que se ha producido una burbuja inmobiliaria, como ha sido el caso de España.

Las ideas sobre el funcionamiento de la economía tienen una importancia extraordinaria para comprender el proceso de endeudamiento. El principal foco emisor de ideas son los Estados Unidos, y aunque están inspiradas y alentadas por su circunstancia específica, la influencia que ejercen sobre el pensamiento económico en todo el mundo es considerable. No debe colegirse, sin embargo, una aceptación y seguimiento estricto, puesto que subsisten peculiaridades propias en los países que difuminan, en cierta medida, el predominio anglosajón.

De manera que el fenómeno de la financialización y del endeudamiento está ligado en su génesis y en su desarrollo al modelo institucional americano y se ha desarrollado en las últimas décadas, aunque el peso económico y cultural de los Estados Unidos haya influido en la legislación y el comportamiento de otros países pero sin llegar al extremo americano. Con razón ha señalado KONINGS (2009, p. 111) que desde un punto de vista histórico hay algo extraordinario en el hecho de que cuando los americanos afrontan dificultades financieras, lo primero que hacen es tratar de conseguir crédito. Esa cultura no existe en otros países, como Alemania.

Haré referencia a continuación a algunos datos que permitan situar el marco en el cual se ha producido el protagonismo financiero de las familias.