

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES A LO LARGO DE SU CICLO VITAL**

La teoría del ciclo vital predice que los individuos anticipan que sus ingresos caerán tras su jubilación, por lo que durante su vida laboral acumulan un nivel de activos financieros que permita sostener su gasto en la vejez. Así, de acuerdo con esta teoría, el volumen del ahorro aumentaría durante la vida laboral, para disminuir tras la jubilación, por lo que los cambios en la composición demográfica de la población conllevarían variaciones del ahorro agregado.

Para verificar si la riqueza de los hogares aumenta durante la vida laboral y disminuye tras la jubilación, es necesario tener en cuenta que individuos de edades distintas tomaron sus decisiones de ahorro en entornos financieros diferentes, por lo que la tenencia de activos financieros de una generación a una edad determinada no es necesariamente la que cabe prever para individuos más jóvenes. A modo de ejemplo, tanto en Estados Unidos como en la zona del euro se ha documentado que, comparadas con otras, las generaciones que vivieron episodios de fuertes caídas bursátiles tienen una menor propensión a tener acciones a lo largo de toda su vida<sup>1</sup>. Por lo tanto, hogares compuestos por personas de diferentes edades pueden poseer distintos niveles de riqueza por motivos que no tienen que ver únicamente con el ciclo vital.

Este recuadro analiza la tenencia y el volumen de los activos reales y financieros de los hogares españoles a lo largo de su ciclo vital, y los agrupa según la fecha de nacimiento de la persona de referencia<sup>2</sup>. Para ello, se utiliza información de las cinco primeras olas de la Encuesta Financiera de las Familias, que abarcan el período comprendido entre 2002 y 2014<sup>3</sup>.

Los resultados sugieren que, como predice la teoría del ciclo vital, la tenencia de la vivienda principal aumenta 40 pp entre los 25 y los 45 años, edad esta última a la que el 80 % de las familias poseen su vivienda principal (véase gráfico 1). Este perfil temporal sugiere que las familias no pueden adquirir su vivienda hasta que acumulan los fondos suficientes para pagar la entrada, y que la posibilidad de ahorrar aumenta según lo hace la renta del hogar. En cambio, el porcentaje de propietarios no disminuye tras la jubilación, un rasgo que se comenta posteriormente.

Por su parte, la tenencia de activos financieros con riesgo sí muestra un perfil de acumulación durante la vida laboral y de desahorro posterior<sup>4</sup>. En torno a los 30 años, uno de cada cinco hogares tiene algún activo financiero con riesgo, un porcentaje que va aumentando a lo largo de la vida laboral, hasta los 45-50 años, cuando aproximadamente uno de cada dos hogares tiene algún activo de este tipo (véase gráfico 4). En cambio, a partir de los 65 años, solo uno de cada diez hogares tiene un activo financiero con riesgo, una caída debida a que los individuos rescatan sus planes de pensiones una vez que acceden a la jubilación<sup>5</sup>.

La evolución del volumen ahorrado en la vivienda principal refleja fundamentalmente la evolución del precio de la vivienda entre 2002 y 2014. Así, para todas las generaciones consideradas, el valor de mercado mediano de la vivienda principal aumentó entre 50.000 y 100.000 euros en el período comprendido entre 2002 y 2008, y cayó en una magnitud similar entre 2008 y 2014 (las magnitudes se expresan en euros de 2014). En 2014, el valor mediano de mercado de la vivienda principal era de 120.000 euros para todos los grupos de edad, similar en términos reales

1 Véanse M. Ampudia y M. Ehrmann (2017), «Macroeconomic Experiences and Risk Taking of Euro Area Households», *European Economic Review*, 91(C), pp. 146-156, y U. Malmendier y S. Nagel (2009), «Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?», *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), pp. 373-416.

2 El año de nacimiento se muestra en grupos de tres años.

3 Estos resultados provienen de C. Barceló, O. Bover, N. Guner, G. Kocharkov y E. Villanueva (2019), *Housing over the Life Cycle: Expectations, Inheritance and Policy*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

4 En este recuadro se consideran dos formas de tenencia de activos financieros con riesgo. La primera incluye tanto la posesión de acciones –cotizadas o no– como la de fondos de inversión con peso mayoritario de acciones (véase gráfico 3). La segunda incluye, aparte de los activos mencionados, los fondos de pensiones, los seguros de vida (*unit link* y de capital mixto) y las cuentas gestionadas, excluidos los depósitos y los valores de renta fija. Esta segunda medida de tenencia de activos con riesgo se muestra en el gráfico 4.

5 Cuando se examina la tenencia de activos financieros con riesgo que solo incluye acciones y fondos de inversión con participación mayoritaria en acciones, la caída tras la jubilación es sustancialmente menor, de entre 10 pp y 20 pp (compárense los gráficos 4 y 5).

Recuadro 4.2

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES A LO LARGO DE SU CICLO VITAL (cont.)**

Gráfico 1

DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA PRINCIPAL, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR

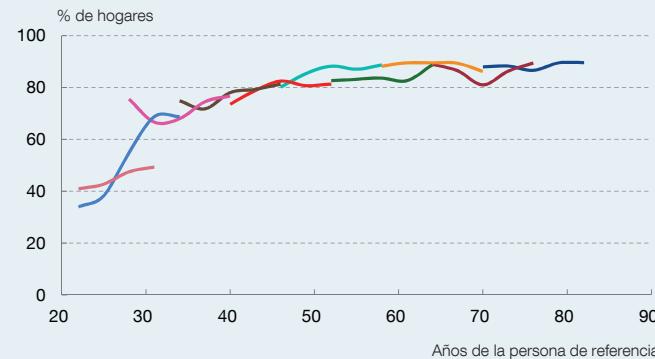


Gráfico 2

MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA VIVIENDA PRINCIPAL DE HOGARES PROPIETARIOS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)

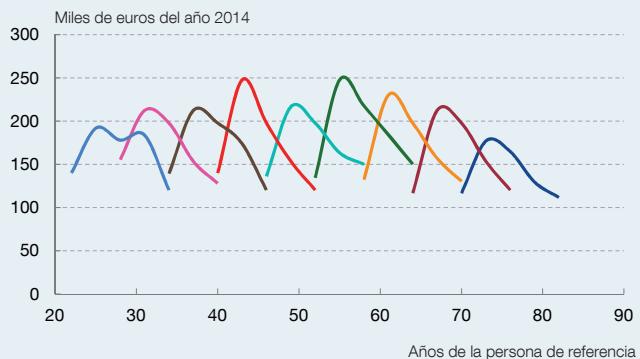


Gráfico 3

DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS CON RIESGO, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (b)

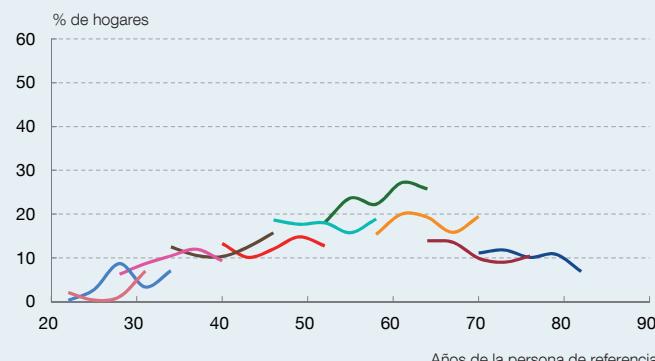


Gráfico 4

DISTRIBUCIÓN DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS EXCLUYENDO RENTA FIJA Y DEPÓSITOS, POR EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (c)

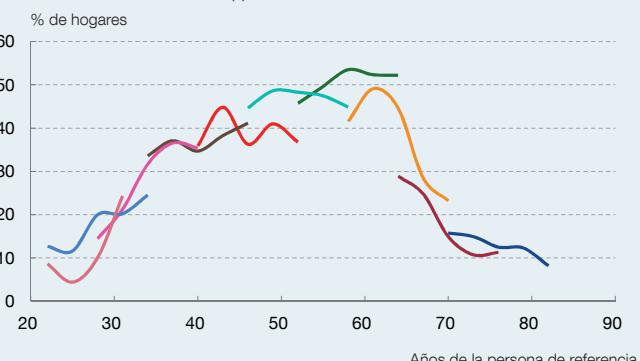


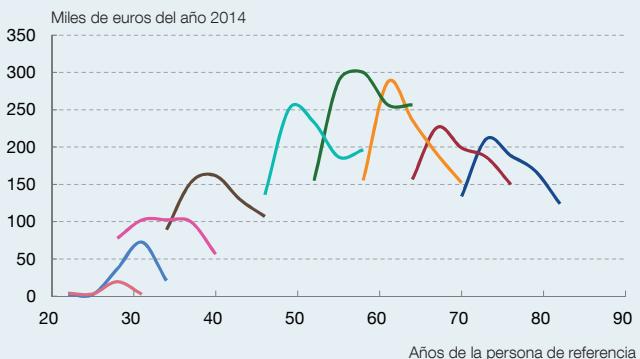
Gráfico 5

MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA RIQUEZA DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS SIN INCLUIR RENTA FIJA NI DEPÓSITOS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)



Gráfico 6

MEDIANA DEL VALOR REAL DE LA RIQUEZA NETA DE HOGARES PROPIETARIOS DE ACTIVOS REALES Y FINANCIEROS, SEGÚN EDAD DE LA PERSONA DE REFERENCIA DEL HOGAR (a)



COHORTES NACIDAS ENTRE:

1932-1934 1938-1940 1944-1946 1950-1952 1956-1958  
1962-1964 1968-1970 1974-1976 1980-1982 1983-1985

FUENTE: Barceló, Bover, Guner, Kocharkov y Villanueva (2019).

a En términos reales del año 2014.

b Acciones, cotizadas o no, y fondos de inversión variable de capital mixto o internacional.

c Fondos de inversión mobiliarios de capital variable mixto o internacional, acciones (cotizadas o no), fondos de pensiones, seguros de vida (*unit-link* o capital mixto) o carteras gestionadas.

**LA EVOLUCIÓN DE LAS CARTERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES A LO LARGO DE SU CICLO VITAL (cont.)**

al observado en 2002 (véase gráfico 2). El hecho de que el aumento y la posterior caída del valor mediano de la vivienda sean comunes para todos los grupos de edad —y de que no haya una reducción especialmente acusada entre los jubilados— sugiere que las familias mayores no desahorran vendiendo su vivienda principal para trasladarse a otra de menor valor.

El volumen mediano invertido en activos financieros con riesgo entre quienes tienen algún activo de este tipo pasa de 35.000 euros entre los 35 y los 45 años (observado para generaciones nacidas después de 1970) a alrededor de 60.000 euros entre los 50 y los 60 años (observado para generaciones nacidas en los años cincuenta). Como muestra el gráfico 5, el volumen mediano invertido en estos activos cae hasta los 30.000 euros a partir de la jubilación, una caída que, como se ha señalado anteriormente, refleja que, a partir de la jubilación, los hogares rescatan los planes de pensiones para depositar las inversiones en depósitos a plazo fijo o en cuentas bancarias, o en otros vehículos financieros sin riesgo.

Para analizar los recursos totales del hogar, es útil examinar la evolución a lo largo del ciclo vital de la riqueza neta mediana, definida como la suma de todos los activos del hogar neta del valor de las deudas (véase gráfico 6). La riqueza neta mediana entre los 20 y los 35 años (observada para las generaciones nacidas después de 1970) es inferior a 100.000 euros, excede los 200.000 euros hacia los 60 años (para la generación nacida en torno a la década de los cincuenta) y se sitúa sobre los 150.000 euros tras la jubilación (observada para la nacida en los treinta). Nótese que, en 2014, la riqueza neta de las generaciones nacidas en torno a los años cincuenta fue de 250.000 euros, muy superior al valor mediano de su vivienda principal, lo que refleja que esta cohorte posee activos financieros y otros activos reales, además de su vivienda principal. En cambio, entre las generaciones nacidas en los años cuarenta y anteriores, la riqueza mediana neta en 2014 es similar al valor mediano de su vivienda principal, lo que denota que apenas poseen otros activos distintos de esta.

Para caracterizar el patrón de acumulación de riqueza en la vida laboral y de desacumulación tras la jubilación, se puede comparar la riqueza mediana neta que cada

generación tenía en 2014 con la que tenía en 2002. La magnitud de la acumulación de riqueza a lo largo de la vida laboral ha sido sustancial para los nacidos en la década de los cincuenta, y más reducida para las generaciones nacidas después de 1970. Por lo tanto, si se observa que la riqueza mediana aumenta durante la vida laboral y que disminuye levemente tras la jubilación. Si bien ambos rasgos son coherentes con lo que predice la teoría del ciclo vital, la alta tasa de propiedad de vivienda principal y la ausencia de desahorro en vivienda tras la jubilación sugieren que existen otros factores que influyen en los patrones de ahorro de los hogares españoles. Entre otras posibilidades, como se menciona en el apartado 3.1, cabe destacar el deseo de dejar la vivienda principal como herencia, la presencia de un motivo de precaución que desaconseja vender la vivienda principal para alquilar otra o la ausencia de productos financieros —como las hipotecas inversas—, que permitan hacer líquida la riqueza inmobiliaria acumulada.

¿En qué medida es el comportamiento observado para las generaciones nacidas antes de 1960 el esperable para las generaciones nacidas después? La comparación de la riqueza neta sugiere que las generaciones que nacieron tras 1970 tienen un nivel de riqueza neta mediana inferior al que tenían cohortes anteriores a su misma edad. Por ejemplo, la generación nacida en torno a 1974 tuvo entre los 20 y los 35 años una riqueza mediana neta de en torno a 100.000 euros, mientras que la riqueza mediana de las generaciones nacidas en 1980 o después no ha llegado a 75.000 euros. Parte de estas diferencias se debe a que el porcentaje de las familias propietarias de su vivienda que tienen una persona de referencia nacida después de 1980 es inferior en 20 pp al de las generaciones precedentes a la misma edad. Por otra parte, la ratio mediana de deuda sobre riqueza entre los menores de 35 años subió del 51,7 % en 2008 al 86,4 % en 2014<sup>6</sup>. Este aumento sugiere que la caída del precio de la vivienda observado durante esos años explicaría la caída de la riqueza neta entre los nacidos en la década de los ochenta que sí eran propietarios de su vivienda. Las diferencias entre la tenencia y el volumen de ahorros según los distintos años de nacimiento introducen, por tanto, una nota de cautela a la hora de extrapolar el comportamiento de una generación al de las siguientes.

6 Véanse Banco de España (2017), «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2014: métodos, resultados y cambios desde 2011», *Boletín Económico*, 1/2017, y Banco de España (2014), «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008», *Boletín Económico*, enero.