

Ahorrar a largo plazo y controlar los riesgos financieros

Resumen del informe CAE n° 86 (01/09/2009)

Informe de Olivier Garnier y David Thesmar

Sinopsis

La crisis actual tiende a disminuir el horizonte de la mayoría de decisiones económicas y a reducir el atractivo de ciertas inversiones financieras arriesgadas. No obstante, no invalida los grandes principios de buena gestión financiera.

Este informe antepone la perspectiva de los ahorradores particulares. El punto de partida son las observaciones, esclarecidas mediante comparaciones internacionales, sobre el patrimonio financiero de los franceses. El ahorro líquido y los seguros de vida se llevan la parte del león, mientras que la inversión de los hogares franceses en los mercados bursátiles permanece modesta en comparación con otros países.

La política de ahorro debería incitar a los hogares a invertir mejor a largo plazo. Para preparar la jubilación, hay que aprovechar la complementariedad entre los sistemas de reparto y los de capitalización. Por último, la política de ahorro tiene que favorecer una neutralidad fiscal entre productos financieros, y no añadir nuevos incentivos específicos.

Christian de Boissieu

«¿A dónde han ido a parar todos sus ahorros?», titulaba a finales del año pasado el semanario británico The Economist. No sólo ha sido 2008 el peor año bursátil desde los años treinta, sino que además, en la década 1998-2008 la renta variable ha obtenido una rentabilidad real negativa. Las consecuencias de este choque varían según los países: en los anglosajones, el equilibrio de los fondos de pensiones financiados mediante el sistema de capitalización ha quedado entredicho; otros, como Francia, parecen felicitarse ahora de tener un sistema basado casi exclusivamente en el reparto. No obstante, los franceses también son en conjunto ahorradores, con un patrimonio financiero de más de 3 billones de euros. Y necesitan rentabilizar cada vez más sus ahorros para compensar la caída inevitable de las tasas de sustitución de las pensiones de reparto.

¿Cómo van a poder obtener los hogares una remuneración suficiente de sus ahorros a largo plazo sin exponerse excesivamente a los riesgos financieros? ¿Qué papel pueden y deben desempeñar las políticas públicas para ayudar a los ahorradores a hacer frente a este reto? El informe de Olivier Garnier y David Thesmar trata de dar respuesta a estas preguntas, y contribuye así a redefinir los grandes principios que deberían guiar la política de ahorro en Francia.

El informe fue presentado a Christine Lagarde, ministra de Economía, Industria y Empleo el 28 de mayo de 2009. Se benefició de la participación activa de Jérôme Glachant, asesor científico del Consejo de Análisis Económico (CAE). Este boletín, publicado bajo la responsabilidad del CAE, presenta las vías de reflexión resultantes del análisis de los autores.

¿En qué principios debería basarse la política de ahorro?

Los autores han decidido tratar el tema del ahorro desde el punto de vista de las necesidades de los hogares-ahorradores, y no de la financiación de la economía. Por consiguiente, se trata de estudiar las oportunidades, los riesgos y las restricciones (de comportamiento, institucionales, financieras...) a los que se enfrentan los hogares para optimizar su perfil de consumo durante todo su ciclo de vida. Así, Olivier Garnier y David Thesmar van a contracorriente del planteamiento tradicional de la política de ahorro francesa, que hasta ahora ha dado preferencia a las consideraciones de financiación de la economía nacional. Según las prioridades de cada momento, se trata de orientar los ahorros de los hogares hacia la financiación de viviendas sociales, de las privatizaciones, de los déficits públicos, de las empresas cotizadas, de las pymes no cotizadas, de la innovación, de los departamentos y territorios de ultramar, del cine, de los bosques, etc. Ello implica una multiplicación de las medidas no directamente al servicio de los hogares, sino de los sectores que se financian con sus ahorros.

Este planteamiento se remonta a las políticas de inversión intervencionistas aplicadas por el Estado francés después de la Segunda Guerra Mundial, en una época en la que los mercados financieros aún estaban poco desarrollados o poco integrados internacionalmente. Asimismo, está estrechamente asociada a una visión heredada del Estado-providencia, en la que la gestión de los riesgos a los que se exponen los hogares está casi exclusivamente supeditada a los sistemas de protección social y a la solidaridad nacional.

Los hogares, centro de la política de ahorro

Para Olivier Garnier y David Thesmar, la globalización de los mercados de capitales por una parte, y la dificultad creciente de los sistemas sociales para ofrecer suficiente protección por otra, incitan a devolver a los hogares el protagonismo en la política de ahorro. Por supuesto, ello no significa que los problemas de financiación de la economía nacional hayan dejado de importar, ni que la política de ahorro ya no deba tenerlos en cuenta en absoluto; pero no se puede seguir otorgándoles prioridad por encima de las necesidades de los hogares.

Los argumentos de los autores se centran en el equilibrio entre los sistemas de pensiones de capitalización y reparto, en la fiscalidad del ahorro y en la corrección de los sesgos de comportamiento que afectan a los ahorradores.

El patrimonio financiero de los hogares franceses...

La primera parte del informe repasa las principales observaciones sobre el patrimonio financiero de los hogares franceses. A finales de 2007, éste ascendía a unos 3,5 billones de euros y suponía un tercio del patrimonio total, incluido el inmobiliario. Las primeras cifras disponibles muestran como la crisis financiera ha afectado este patrimonio en 2008: un retroceso de más de 200.000 millones de euros, principalmente debido a la depreciación de activos resultante de la caída de las cotizaciones. A finales de 2008, el patrimonio financiero bruto de los hogares representaba unos 2,5 años de su renta disponible.

Este patrimonio se distribuye en cuatro grandes tipos de inversiones financieras. El primero, el ahorro líquido (saldos de cuentas de ahorros y capital en fondos de inversión monetarios), representa más de la cuarta parte del patrimonio financiero y se ha beneficiado del entorno financiero reciente. El ahorro contractual (cuentas vivienda, planes de ahorro popular) ha caído fuertemente y representa menos del 10% de la riqueza financiera. Los seguros de vida prosiguen su fuerte avance, con un peso de en torno al 40%. Los títulos de renta fija y variable poseídos directa o indirectamente (a través de fondos de inversión) han retrocedido a menos de la cuarta parte de la riqueza financiera, víctimas de las minusvalías de la crisis financiera.

... da preferencia a las inversiones líquidas o con una fiscalidad favorable

Los franceses prefieren las inversiones financieras líquidas y con un tratamiento fiscal favorable. Menos de una cuarta parte de los hogares franceses poseen acciones, directa o indirectamente, y éstas sólo representan una parte minoritaria de sus carteras. En comparación con otros países, el tamaño del patrimonio financiero de los hogares franceses y la dispersión de la renta variable entre la población resultan más bajos que en los países anglosajones y del norte de Europa.

La composición de la cartera tiene un impacto sobre su rentabilidad y, por consiguiente, sobre cómo evoluciona su valor. Así, los autores demuestran que entre 1994 y finales de 2008, tanto los hogares estadounidenses como los franceses vieron los saldos de sus carteras multiplicarse por 2,16. En los Estados Unidos, este crecimiento obedeció más a los efectos de revalorización de las plusvalías realizadas en inversiones de riesgo

que a un esfuerzo de ahorro. En cambio, en Francia se da la situación contraria. Los efectos de la crisis financiera sólo modifican parcialmente esta observación.

Sistema de pensiones y riqueza financiera

Al efectuar comparaciones internacionales, Olivier Garnier y David Thesmar muestran que las diferencias entre los distintos países se deben en gran parte al modo de financiación de las pensiones. Los hogares de los países en los que las pensiones de capitalización están muy difundidas tienen un patrimonio financiero dos veces más alto que el de los hogares donde dicho sistema está poco extendido. En estas condiciones, no es sorprendente que los países donde el sistema de capitalización es más importante sean más bien exportadores de capital en acciones y receptores de dividendos, mientras que en los países donde las pensiones de reparto son preponderantes se da la situación contraria.

Riesgo y rentabilidad de las acciones a largo plazo

¿Cabe recomendar a los hogares que inviertan sus ahorros en acciones a largo plazo?

La segunda parte del informe analiza la cuestión de la rentabilidad y el riesgo de la renta variable con una perspectiva a largo plazo. Para Olivier Garnier y David Thesmar, la crisis de 2008 no pone en entredicho el interés de invertir en acciones con una perspectiva a largo plazo, pero desmiente la falsa idea, a menudo demasiado extendida, según la cual la renta variable no es arriesgada cuando se tiene durante un plazo suficientemente largo.

Para respaldar esta observación, los autores analizan en detalle la evolución de las rentabilidades reales comparadas de distintas inversiones (renta variable, renta fija, activos monetarios) desde el siglo XIX de un gran número de países. El primer punto es que para una duración de un siglo, la prima real para los tenedores de acciones es en promedio del 3,5% anual frente a la renta fija y del 4% frente a las inversiones en activos monetarios. Esta superioridad media de la inversión en renta variable durante dicho periodo no excluye que existan subperiodos más desfavorables, particularmente en Europa y en Japón.

Con una perspectiva de gestión de cartera, es crucial examinar si el rendimiento superior medio

de las acciones ha tenido como contrapartida una volatilidad, y por consiguiente un riesgo, más elevados. Este es el segundo punto de los autores: el riesgo *relativo* de la renta variable con respecto a la fija y a los activos monetarios tiende a disminuir a medida que la duración de la inversión aumenta. Esta disminución se debe a la evolución de la prima de riesgo de las acciones, que se ve sujeta al fenómeno de «vuelta a la media». Al augurar las buenas rentabilidades unos resultados futuros menos buenos, la ampliación del horizonte de inversión en acciones reduce el riesgo acumulado de los rendimientos.

¿Cuáles son las consecuencias para la cartera a largo plazo?

Estos elementos favorecen que los hogares ahorradores inviertan en acciones de forma directa o indirecta con una perspectiva a largo plazo. No obstante, esta conclusión viene acompañada de algunas reservas. Para empezar, el largo plazo puede a veces ser más largo de lo que pueden soportar un buen número de ahorradores. En segundo lugar, lo que disminuye más significativamente con el horizonte de inversión es el riesgo relativo de la renta variable (frente a la fija o los activos monetarios), más que el riesgo absoluto. Finalmente, el riesgo y las perspectivas de rentabilidad a largo plazo de las acciones no son invariables, sino que dependen de manera crucial de su valoración inicial. Este último elemento implica que el hogar no puede contentarse con una gestión de «comprar y aguantar» para su cartera. Al contrario, para explotar a largo plazo las propiedades de la relación rendimiento-riesgo de las acciones, es vital revisar periódicamente la asignación en función de las rentabilidades futuras previsibles y el horizonte de inversión residual.

Desde este último punto de vista, para un ahorrador a largo plazo, la relación rentabilidad-riesgo de la renta variable tras la crisis financiera es actualmente bastante más favorable que hace diez años.

Cuatro recomendaciones para la gestión óptima de las carteras de los hogares

La tercera parte del informe revisa los argumentos normativos derivados de la literatura económica y los compara con el comportamiento efectivo de los ahorradores. Cuatro grandes recomendaciones emanan de la teoría: la primera se refiere a la necesidad de diversificar la cartera dentro de una clase de activos y entre las distintas

clases; la segunda destaca que las rentabilidades pasadas no son un buen criterio de selección de un fondo de inversión (FIM) y que el nivel de los gastos de gestión es más importante; la tercera recomendación se refiere al horizonte de inversión, que es crucial al escoger la relación rentabilidad-riesgo; finalmente, la cuarta y última es que se tengan en cuenta los activos no financieros (inmobiliarios, salarios futuros, derechos a pensiones de reparto) al escoger cómo se asignan los activos financieros del hogar.

Unas elecciones que se alejan de las recomendaciones

Parece que las elecciones de inversión realizadas espontáneamente por los hogares se alejan a menudo de estas recomendaciones. Cuando invierten directamente en bolsa, los ahorradores no diversifican suficientemente, ejecutan demasiadas transacciones e invierten de manera demasiado procíclica. Además, al invertir indirectamente a través de fondos de inversión, otorgan demasiada importancia a las rentabilidades pasadas, mientras que no deberían ignorarse los gastos de gestión. Finalmente, la exposición a renta variable debería tender a disminuir con la edad. Sin embargo, muchos jóvenes empleados tienen menos acciones de lo que indicaría este principio, debido a la adquisición de una residencia principal, obligaciones de endeudamiento o riesgos elevados a los que están sujetos sus ingresos o su empleo. Desde el punto de vista de estos riesgos referentes a la «riqueza humana», el desarrollo en Francia de las prestaciones sociales (en particular de desempleo) debería de orientar el ahorro hacia unos activos arriesgados, como la renta variable. En cambio, la comparación con los Estados Unidos muestra una contradicción con este punto, que se debe a las diferencias entre los sistemas de pensiones.

¿Qué política de ahorro?

La cuarta y última parte propone unas recomendaciones en materia de política de ahorro, que según Olivier Garnier y David Thesmar, se apoyan en dos principios:

- el primer objetivo de la política de ahorro debe ser el bienestar de los hogares desde una perspectiva de ciclo de vida;
- la intervención pública relativa al ahorro debe tratar de subsanar los sesgos de comportamiento de los hogares o los fallos de los mercados, en

particular para ofrecer protección frente a los riesgos no asegurables por los mercados o para remediar restricciones de liquidez.

Los principios arriba enunciados llevan a tres grandes orientaciones que se refieren a los regímenes de pensiones, la fiscalidad del ahorro y los sesgos de comportamiento de los hogares.

Desarrollar la capitalización para todos como complemento del reparto

En materia de pensiones, no hay que oponer los sistemas de reparto a los de capitalización con aportaciones definidas, sino más bien sacar partido de su carácter complementario. Para Olivier Garnier y David Thesmar, una manera de valerse de esta complementariedad es aumentar el peso de la capitalización para los más jóvenes y disminuirlo a continuación a favor del reparto a medida que avanza el ciclo de vida. Una estrategia de este tipo tiene la ventaja de hacer soportar más riesgo financiero a las jóvenes generaciones y más riesgo salarial a las mayores.

Los autores defienden una estabilización de las tasas de cotización de los regímenes de base de reparto, sugiriendo que se desarrollen los planes de pensiones de aportaciones definidas para hacer frente a la reducción previsible de las tasas de sustitución. Como estos planes de pensiones vendrían a complementar la renta obtenida a título principal mediante el reparto, sería coherente favorecer una asignación hacia las inversiones arriesgadas (acciones) que disminuya con la edad, y permitir escoger el modo de percepción (entre capital y renta).

Para incitar la constitución temprana de un plan de pensiones, Olivier Garnier y David Thesmar sugieren que el Estado aporte una prima decreciente con la edad, que vendría a complementar las aportaciones a los planes de pensiones populares o colectivos (PERP y PERCO, por sus siglas en francés).

Conscientes de la dificultad de incitar a los empleados con menos recursos a constituir un plan de pensiones, los autores abogan por reorientar el fondo de reserva para pensiones (FRR, por sus siglas en francés) hacia la financiación de las pequeñas pensiones.

Instaurar una fiscalidad del ahorro más neutra

La fiscalidad del ahorro, incluidas las llamadas contribuciones sociales (retenciones para la financiación de la Seguridad Social), es muy compleja, poco transparente e inestable. Amalgama numerosas medidas derogatorias o específicas que reflejan más una acumulación histórica que una lógica de conjunto. Sobre todo, introduce unas distorsiones injustificadas a favor de ciertas inversiones líquidas o poco arriesgadas. Finalmente, a diferencia de las «contribuciones sociales» (que representan actualmente más de dos tercios del producto de las retenciones sobre el ahorro mobiliario), los impuestos sobre los rendimientos del capital mobiliario tienen una base muy reducida: menos de un tercio de los ingresos y plusvalías del capital mobiliario están sujetos a la escala del impuesto sobre la renta o a la retención liberatoria a un tipo único.

Los autores recomiendan favorecer una mayor neutralidad entre los productos, en vez de introducir nuevos incentivos para fomentar la inversión de los ahorros en renta variable. Se inclinan por una imposición del ahorro (incluidas las contribuciones sociales) con una base y un tipo únicos, una deducción en la base por un importe fijo (que sustituiría la exención de los intereses en las cuentas de ahorros) y exenciones o deducciones reservadas únicamente al ahorro bloqueado a largo plazo (de tipo PERP, PERCO o seguros de vida). Con una recaudación constante, este tipo único podría situarse entre el 15 y el 20%, según las modalidades aplicadas.

Corregir los sesgos de comportamiento de los hogares

La acción de los poderes públicos debe tener en cuenta el carácter a menudo poco lógico de las decisiones financieras, así como los sesgos de comportamiento. Así, los autores citan numerosos estudios que muestran errores tanto en el nivel de ahorro a largo plazo como en la composición de la cartera. Frente a estos «errores de inversión», mejorar la educación financiera es sin duda necesario, pero no es un remedio milagroso. En este sentido, es deseable una cierta dosis de «paternalismo liberal» por parte de los poderes públicos y los comercializadores de productos financieros, en particular introduciendo opciones de selección por defecto relativas a la adhesión a un plan de pensiones y al ajuste de la asignación de los activos durante el ciclo de vida.

Comentarios

Roger Guesnerie aplaude el esfuerzo de los autores para recopilar datos concretos sobre el ahorro a largo plazo y los riesgos financieros a los que se exponen los hogares. También considera que el informe reconcilia bien las evidencias empíricas y las explicaciones teóricas.

En cambio, es más escéptico sobre el primer principio que abrazan los autores, según el cual la política de ahorro debería atender en primer lugar las necesidades del hogar, más que de la financiación de la economía. Considera que este principio no está suficientemente justificado, aún cuando el principio inverso parece haber dominado en el pasado, y que los acontecimientos recientes demuestran que la economía nacional sigue importando a ambos lados del Atlántico en materia de orientación de la financiación. Aunque Roger Guesnerie no se opone a este principio, considera que los elementos que aporta el informe son insuficientes para impedir refutarlo.

En lo que se refiere a la teoría, hay que prestar más atención a las cuestiones de restricciones de liquidez, más que a las relativas al comportamiento frente al riesgo, para explicar el nivel y la composición del patrimonio. La existencia de estas restricciones pone en tela de juicio la idea según la cual los hogares jóvenes deberían orientar sus ahorros financieros hacia la renta variable. Finalmente, Roger Guesnerie está de acuerdo con la necesidad de buscar un buen equilibrio entre el sistema de reparto y el de capitalización para gestionar la distribución del riesgo entre trabajadores y jubilados.

Jacques Delpla suscribe el planteamiento y los argumentos de los autores en materia de fiscalidad del ahorro. Las medidas actuales envían unas señales contradictorias a los hogares, por lo que perjudican la eficacia. La adopción de un impuesto de tipo único constituye una solución convincente que chocaría con los numerosos intereses que representan las medidas acumuladas. Para salvar este escollo, Jacques Delpla propone que la reforma no afecte los ahorros ya constituidos. Está en contra de la propuesta hecha por los autores de otorgar unas ventajas fiscales específicas a los jóvenes ahorradores. En el comentario se trata la cuestión de la comercialización de los productos de ahorro y de la competencia. Teniendo en cuenta el movimiento de concentración de las redes bancarias, Jacques Delpla está a favor de una separación estricta (una «muralla china») entre la banca minorista y la gestión de activos. Cada red estaría así obligada a exponer a la competencia los productos de ahorro que se venden en el mostrador a los ahorradores finales.