



# La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia

Anna Isperto Maté  
M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán

Documentos de Trabajo  
Nº 45



---

# **La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia**

Anna Isperto Maté

M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán

**Documentos de Trabajo**

**Nº 45**

Marzo 2011

The opinions in this Working Paper are the sole responsibility of the authors and they do not necessarily coincide with those of the CNMV.

The CNMV publishes this Working Paper Series to spread research in order to contribute to the best knowledge of the stock markets and their regulation.

The CNMV distributes its reports and publications via the Internet at [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

© CNMV. The contents of this publication may be reproduced, subject to attribution.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de las autoras y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 2172-6337

ISSN (edición electrónica): 2172-7147

Depósito Legal: BI-2910-2010

Maqueta e imprime: Composiciones Rali, S.A.

## Resumen

El Banco de España elabora desde el año 2002, con una periodicidad trienal, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF). Esta encuesta ofrece información acerca de la composición del patrimonio y de la renta de los hogares españoles por un lado, y de las características sociodemográficas de dichos hogares por el otro. Encuestas con objetivos y contenidos similares a la EFF se llevan a cabo en otros países, de manera que existe la posibilidad de realizar análisis en los que se compare el comportamiento de los hogares entre distintos países.

En este Documento de Trabajo, en concreto, se realiza una comparación del comportamiento inversor de los hogares en España, Estados Unidos e Italia. Para ello, se utiliza la ola de la EFF de 2005, la ola de la Survey of Consumer Finances estadounidense correspondiente a 2004 y la ola de la Indagine sui Bilanci delle Famiglie italiana de este mismo año. Con la información disponible en estas encuestas, se estudian las diferencias existentes tanto en el porcentaje de hogares que invierten en los distintos tipos de activos en los tres países, con especial énfasis en los activos financieros, como en las cantidades invertidas en dichos activos. Asimismo, se ponen de relieve las diferencias y similitudes en el perfil inversor de los hogares, en términos de la riqueza neta del hogar, la edad, el nivel educativo y la situación laboral del cabeza de familia.

Los principales resultados que pueden extraerse de este análisis indican que en Estados Unidos, en general, los hogares tienen una mayor propensión a invertir en los distintos activos financieros, y las cantidades invertidas son también mayores. En lo que respecta a las características sociodemográficas de los hogares, se aprecia que la riqueza neta es la variable más influyente en las decisiones de inversión de los hogares en las tres economías, siendo también significativo el efecto de la educación, especialmente en España, aunque siempre con una menor relevancia que la riqueza neta. Adicionalmente, en el estudio realizado se observan diferencias notables entre los hogares inversores en los distintos activos financieros, sobre todo en los que poseen activos de renta fija. Así, en este activo existen diferencias significativas tanto en el porcentaje de hogares que invierten y las cantidades invertidas, como en el perfil sociodemográfico de estos hogares. En concreto, cabe mencionar que la proporción de hogares españoles que invierten en activos de renta fija es sustancialmente inferior a la de los otros dos países, que la edad del inversor medio español e italiano en este activo es superior, en general, a la del estadounidense, y que el nivel de riqueza neta de los inversores españoles en activos de renta fija está por encima del de los inversores en otros activos financieros.



# Índice general

Índice de cuadros	9	
Índice de gráficos	9	
<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>Las encuestas</b>	<b>13</b>
2.1	Los datos: las encuestas financieras de los hogares	13
2.2	Comparabilidad de las variables utilizadas	14
<b>3</b>	<b>La cartera de inversión de los hogares</b>	<b>17</b>
3.1	Composición de los activos de los hogares	17
3.2	Diversificación de los hogares	21
<b>4</b>	<b>Rasgos sociodemográficos y comportamiento inversor</b>	<b>23</b>
4.1	Activos reales: inversión total y participación de los hogares	23
4.2	Activos financieros: inversión total y participación de los hogares	27
4.3	Consideraciones finales	36
<b>5</b>	<b>Análisis de conglomerados activo a activo</b>	<b>37</b>
5.1	Acciones cotizadas	38
5.2	Activos de renta fija	41
5.3	Fondos de inversión	44
5.4	Principales resultados	47
<b>6</b>	<b>Conclusiones</b>	<b>49</b>
<b>7</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>51</b>
<b>8</b>	<b>Anexo</b>	<b>53</b>





## Índice de cuadros

CUADRO 1	Porcentaje de hogares que invierten en cada tipo de activo	18
CUADRO 2	Importe mediano y dispersión para cada tipo de activo	19
CUADRO 3	Distribución de los activos reales y financieros de los hogares	20
CUADRO 4	Diversificación de los inversores en los principales activos financieros	22
CUADRO 5	Distribución del total invertido por los hogares en activos reales según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares	26
CUADRO 6	Distribución del total invertido por los hogares en activos financieros según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares	31
CUADRO 7	Distribución del total invertido por los hogares en acciones cotizadas según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares	33
CUADRO 8	Distribución del total invertido por los hogares en activos de renta fija según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares	34
CUADRO 9	Distribución del total invertido por los hogares en fondos de inversión según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares	35
CUADRO 10	Resultados del análisis de conglomerados para inversores en acciones cotizadas	39
CUADRO 11	Resultados del análisis de conglomerados para inversores en activos de renta fija	42
CUADRO 12	Resultados del análisis de conglomerados para inversores en fondos de inversión	45

## Índice de gráficos

GRÁFICO 1	Distribución del total de hogares según el número de tipos de activos financieros	21
GRÁFICO 2	Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos reales, según características del hogar	24
GRÁFICO 3	Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos financieros, según características del hogar	29
GRÁFICO 4	Gráfico de distribución de las principales variables de los conglomerados resultantes, para los inversores en acciones cotizadas	40
GRÁFICO 5	Gráfico de distribución de las principales variables de los conglomerados resultantes, para los inversores en activos de renta fija	43
GRÁFICO 6	Gráfico de distribución de las principales variables de los conglomerados resultantes, para los inversores en fondos de inversión	46



# 1 Introducción

Desde 2002 el Banco de España viene realizando la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), en la cual se recoge información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de los hogares españoles. Esta encuesta permite relacionar las características demográficas de los miembros del hogar con sus rentas, los activos reales y financieros que poseen, sus deudas y sus gastos.

En un trabajo previo, Isperto y Villanueva (2010) utilizaron los datos de las dos primeras olas de la EFF para determinar el perfil inversor de los hogares españoles en los distintos activos financieros. En este trabajo el objetivo es determinar cuáles de los principales rasgos característicos de los inversores españoles son comunes o diferentes a los de otras economías de nuestro entorno. En concreto, en el presente artículo se identifican los principales elementos que conforman el vínculo entre las características sociodemográficas de las familias inversoras y sus decisiones de inversión, y se realiza un análisis comparativo de estas vinculaciones entre los hogares residentes en España, Estados Unidos e Italia.

En cuanto a la elección de los países utilizados en este estudio, se han utilizado datos de Estados Unidos e Italia con base en la disponibilidad de datos comparables entre la EFF y las encuestas análogas realizadas en estos dos países<sup>1</sup>. La elección de estos dos países permite comparar nuestra economía con un país, en principio, similar a España, en términos de su marco institucional, económico y cultural (Italia), y con otro que posee una cultura financiera más amplia y donde los mercados financieros están, en general, más desarrollados que en Europa (Estados Unidos).

Actualmente se encuentran disponibles tres olas de la EFF española, las de 2002, 2005 y 2008. En este trabajo se han utilizado los datos de la correspondiente al año 2005, ya que los resultados de la última ola no estaban disponibles durante la elaboración del mismo<sup>2</sup>. En los casos americano e italiano se han seleccionado las olas más cercanas a 2005, por lo que se utilizan los datos de 2004 en ambas encuestas.

La metodología seguida en este trabajo es similar a la empleada en Isperto y Villanueva (2010). Así, en primer lugar, se analizan, a nivel descriptivo, los rasgos y diferencias más generales entre la inversión en activos reales y financieros por parte de los hogares de cada uno de los países. Posteriormente, el análisis se centra en identificar los perfiles de los hogares inversores en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión, con el objetivo de descubrir si existen diferencias entre las tres economías. Con este objetivo, se realiza un análisis de conglomerados o análisis cluster, siguiendo la misma metodología que en Isperto y Villanueva (2010). Esta técnica esta-

---

1 Para Estados Unidos, la encuesta financiera de las familias es la Survey of Consumer Finances (SCF) y para Italia es la Indagine sui Bilanci delle Famiglie (IBF).

2 Aunque el Banco de España publicó a finales de 2010 un artículo en el que se utilizaban los datos de la EFF correspondiente a 2008, éstos no están todavía a disposición del público en general.

dística permite clasificar diferentes observaciones en grupos en base a su semejanza, obteniendo de este modo 'clases' o 'clusters' con un alto grado de homogeneidad interna entre sus elementos pero heterogéneos entre sí. Con esta técnica se han obtenido grupos representativos de inversores, configurados con base en determinadas características sociodemográficas, para cada uno de los activos financieros estudiados.

Los principales resultados obtenidos a partir de este análisis sugieren diferencias importantes entre España e Italia por un lado y Estados Unidos por el otro. Así, en este último país, en términos generales, los hogares tienden a invertir más en activos financieros que en los otros dos países, atendiendo tanto al porcentaje de hogares con presencia ahorradora en los distintos tipos de instrumentos como a las cantidades invertidas en ellos. En lo que respecta al perfil sociodemográfico de los hogares, la riqueza neta es la característica más influyente en la decisión de inversión, así como en la cantidad invertida. El nivel educativo también tiene un efecto sobre estas variables, aunque de menor magnitud. No obstante, la generalidad de estas conclusiones varía entre los distintos países analizados, así como entre los diferentes activos financieros.

Los datos procedentes de la EFF se han utilizado en varios estudios anteriores. Sin embargo, pocos de estos trabajos se han centrado en comparar los resultados de esta encuesta con otros procedentes de encuestas análogas a nivel internacional. Entre estos últimos, destaca el trabajo realizado por el Banco de España (2005) en el que se analiza la situación patrimonial de los hogares, utilizando para ello datos correspondientes a las encuestas financieras de los hogares de España, Reino Unido, Italia y Estados Unidos<sup>3</sup>. No obstante, en aquel trabajo, a diferencia de en el presente estudio, el énfasis se pone en analizar diferencias en el endeudamiento y en la composición de la riqueza, en lugar de en la cartera de activos financieros, que es el objetivo central del presente Documento de Trabajo.

Por otro lado, varios artículos dentro de la literatura relativa al ahorro de las familias han utilizado el análisis de conglomerados. Entre ellos destaca Leece (1999), donde se identifica el perfil de los distintos inversores en activos financieros arriesgados en el Reino Unido. Por su parte, Beer et al (2006) utilizan esta metodología para distinguir las distintas estrategias de inversión de los hogares austríacos para, posteriormente, determinar qué características sociodemográficas afectan a cada uno de estos patrones de inversión. No obstante, el presente artículo es el primer trabajo en el que se utiliza esta metodología estadística para comparar los perfiles inversores obtenidos entre distintos países.

El resto del documento se organiza de acuerdo al siguiente esquema. En el apartado 2 se describen las encuestas utilizadas y se especifica cómo se ha establecido la comparabilidad de algunas variables entre las tres encuestas. El apartado 3 compara los patrones generales de la inversión tanto en activos reales como financieros en las tres economías consideradas. El cuarto apartado se centra en analizar el efecto que tienen distintas características de los hogares, como la edad, la educación, la situación laboral del cabeza de familia y el percentil de riqueza neta, en los activos financieros. En el apartado 5 se realiza un análisis de conglomerados (análisis cluster) de los inversores en acciones cotizadas, valores de renta fija y fondos de inversión para determinar el perfil de los inversores en estos activos. Finalmente, el trabajo se cierra con un apartado de conclusiones.

---

3 En el actual Documento de Trabajo no se utiliza la encuesta del Reino Unido debido a que, como se menciona en el artículo del Banco de España, dicha encuesta ofrece muy poca desagregación en las cantidades invertidas en activos financieros. De hecho, solamente se puede distinguir entre aquéllas invertidas en depósitos y el resto.

## 2 Las encuestas

### 2.1 Los datos: las encuestas financieras de los hogares

Como se ha mencionado en el apartado anterior, en este estudio se pretende realizar una comparativa del comportamiento de los hogares a la hora de tomar sus decisiones financieras. Con este objetivo se analiza, para cada uno de los países, la encuesta financiera de los hogares. Dichas encuestas tienen por objetivo obtener información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de las familias, de forma que se pueda relacionar para un mismo hogar las características demográficas, las rentas, los activos reales y financieros, las deudas y el gasto.

Para España, se utiliza la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística (INE) desde el año 2002 y con una periodicidad trienal. Hasta el momento, se han realizado tres olas de la encuesta (2002, 2005 y 2008), aunque los datos correspondientes a la última de ellas no estaban todavía disponibles en el momento de realizar este Documento de Trabajo<sup>4</sup>. Para Estados Unidos, la Survey of Consumer Finances (SCF) es la base de datos de referencia. Como en el caso español, la SCF se lleva a cabo cada tres años, aunque cuenta con un mayor historial, concretamente desde 1983. La encuesta se elabora con el patrocinio del Federal Reserve Board junto con el Department of the Treasury, y desde 1992 la realiza la National Organization for Research of the University of Chicago (NORC). Por su parte, la encuesta italiana utilizada, la Indagine sui Bilanci delle Famiglie (IBF) elaborada por la Banca d'Italia, es una de las primeras encuestas que empezó a realizarse en relación a la situación patrimonial y financiera de las familias. Concretamente comenzó en 1965, aunque se dispone de las olas a partir de 1977. En un principio se realizaba la encuesta anualmente, pero en la actualidad se lleva a cabo cada dos años.

A la hora de realizar la selección de los hogares encuestados, tanto la encuesta española como la norteamericana efectúan un sobremuestreo de hogares con mayores recursos con el objetivo de obtener una muestra no sólo representativa del conjunto de la población, sino también de los hogares más ricos de la economía, que permita el estudio de su comportamiento financiero. Para realizar el sobremuestreo, la EFF española toma como variable de referencia el nivel de riqueza del hogar, mientras que la SCF norteamericana utiliza la renta. Sin embargo, la encuesta italiana no utiliza un sobremuestreo de los hogares con mayor riqueza o renta. Esto podría provocar la existencia de diferencias en los resultados de los análisis realizados<sup>5</sup>, sobre

---

4 Para una mayor descripción de los métodos y contenidos de la EFF, véase Bover (2004).

5 Evidentemente, todos los estudios se realizan ponderando las observaciones por sus factores de elevación poblacionales, hecho que en un principio solucionaría el problema de tener una muestra mayor o

todo en aquéllos donde los valores extremos de la cola alta de la distribución tengan un peso importante. Teniendo en cuenta esta posibilidad, en las comparaciones entre países realizadas en este estudio se tiende a utilizar medidas poco sensibles a los valores extremos. Por ejemplo, se utiliza, como medida de posición, la mediana en lugar de la media y, como medida de dispersión, la ratio entre los percentiles 75 y 25 en lugar de la desviación estándar.

Como sucede en la gran mayoría de las encuestas, las tasas de no respuesta en algunas preguntas por parte de los hogares no son menoscabables, con lo que sería incorrecto trabajar sólo con los hogares de los que se dispone información e ignorar la no respuesta, debido a que representarían una submuestra aleatoria de la muestra original y podrían dar resultados sesgados. Por ello, las respuestas “No sabe/No contesta” se imputan. El objetivo de la imputación no es reemplazar la información perdida por valores estimados, sino preservar la distribución conjunta de los datos y las relaciones entre diferentes variables. Las encuestas americana y española imputan cinco valores para cada observación faltante para tener en cuenta que existe un grado de incertidumbre sobre el valor imputado para un modelo dado de no respuesta. De hecho, la EFF utiliza el modelo americano a la hora de realizar las imputaciones de dichas observaciones<sup>6</sup>. Con esto, los estadísticos proporcionados en este Documento de Trabajo se han obtenido utilizando una base de datos construida con las cinco bases de datos imputadas de forma sucesiva (así, se tiene una base de datos con un número de observaciones cinco veces el número de encuestados, corregido por los factores de elevación). Por su parte, en Italia se imputa un único valor para cada una de las respuestas faltantes.

En el presente trabajo, se emplean la última ola de la EFF publicada en el momento de su elaboración, concretamente la del año 2005, y las más próximas de la SCF americana y de la IBF italiana, que son las correspondientes al año 2004. Así, la muestra utilizada en este trabajo contiene la información de 5.962 hogares encuestados en España, 4.519 hogares en Estados Unidos y 8.012 hogares en Italia.

## 2.2 Comparabilidad de las variables utilizadas

Las preguntas realizadas en las tres encuestas no son exactamente las mismas y, en ocasiones, se realizan unas preguntas en unas encuestas que no están recogidas en otras. Esto provoca que, en el mejor de los casos, se tengan que hacer ligeras modificaciones en algunas variables para hacerlas comparables unas con otras, y en otras ocasiones, debido a la falta de información o desagregación, una misma variable en un país no contenga exactamente la misma información que en otro país. Obviamente, este hecho debe tenerse en cuenta a la hora de realizar el análisis y obtener conclusiones. Este apartado tiene por objetivo explicar cuáles han sido las principales modificaciones realizadas y las diferencias existentes entre las variables de las distintas encuestas.

La riqueza neta de los hogares se ha calculado como la suma de los activos reales y los activos financieros descontando las deudas. Para homogeneizar esta variable entre

---

menor de hogares ricos. No obstante, el hecho de que, por un lado, existan pocos hogares de este tipo en encuestas como la italiana y que, por otro, sus inversiones tengan tanto peso en el global (son los hogares que más y mayores cantidades invierten), puede provocar un sesgo.

6 Para mayor información sobre los métodos de imputación en España, véase Barceló (2006, 2008).

los distintos países no se han tenido en cuenta los vehículos del hogar, que, en el caso de Estados Unidos, estaban en un principio incluidos. Cabe destacar que, para el caso de la IBF italiana, los resultados obtenidos infravaloran el valor real de la riqueza debido a que no se dispone del valor de los planes de pensiones y seguros de inversión, que, según los datos obtenidos de las Cuentas Financieras de Italia, representaban en torno al 15% del total de activos financieros de los hogares a finales de 2004.

Los distintos activos financieros y reales presentados en este trabajo han podido ser homogeneizados de forma más o menos precisa. Las variables más difíciles de igualar han sido los depósitos, tanto los denominados “depósitos de pagos” como los “depósitos de no pagos”. Sujeto a la definición de estas variables que se ha utilizado en España<sup>7</sup>, para el caso de la encuesta de Estados Unidos se han podido obtener estas mismas variables, mientras que en Italia esto sólo ha podido llevarse a cabo parcialmente, debido a la imposibilidad de desagregar algunos tipos de depósitos<sup>8</sup>. Por esta razón, en Italia, la partida de depósitos de pagos está sobrevalorada, mientras que la de depósitos de no pagos está infravalorada en la misma proporción respecto a la de los otros dos países.

Por otra parte, en Italia tampoco se puede distinguir entre los diferentes activos cuando éstos pertenecen a alguna entidad o gobierno extranjero, debido a que las preguntas individualizadas sobre la posesión y cantidad invertida en cada uno de los activos se refieren a activos exclusivamente nacionales. Así, estos activos de origen extranjero están incluidos en otros activos financieros. Esto podría sesgar a la baja los resultados italianos en los diferentes activos al realizar la comparación con los otros países. No obstante, la proporción de hogares con algún activo extranjero es del 1,1%, por lo que los resultados no diferirían mucho en caso de estar incluidos en su categoría correspondiente.

Cabe mencionar que la clasificación de los distintos activos financieros realizada en este artículo se ha basado en la denominación que se les ha dado en cada una de las encuestas. Así, se utilizan las etiquetas de activos de renta fija, acciones cotizadas o fondos de inversión en los tres países a pesar de que dentro de una misma categoría los activos pueden no ser totalmente análogos, en términos de rentabilidad y riesgo, entre diferentes países. Por ejemplo, la liquidez en los mercados de renta fija en Estados Unidos es mucho mayor que en Europa, por lo que el riesgo asociado a este activo no es exactamente el mismo en ambas jurisdicciones. No obstante, dada la información proporcionada por las encuestas, es razonable esperar que el enfoque aplicado en este trabajo ofrezca una idea bastante aproximada de las principales diferencias existentes en los patrones de inversión en activos financieros entre los hogares de los tres países analizados.

---

7 Los depósitos de pagos son cuentas corrientes, libretas u otros depósitos que puedan utilizarse para realizar pagos mediante tarjetas o cheques. Los depósitos de no pagos, por su parte, engloban cuentas o depósitos a plazo, a la vista o de ahorro que no puedan ser utilizados para realizar pagos mediante tarjetas o cheques.

8 En particular, los datos puestos a disposición del público en la IBF italiana no permiten la separación de las cuentas corrientes con las que se pueden realizar pagos (incluidas en los depósitos de pagos en las otras dos encuestas) de las cuentas de ahorro (dentro de los depósitos de no pagos tanto en España como en Estados Unidos). Por ello, las cuentas de ahorro, en lugar de estar en depósitos de no pagos, están incluidas en depósitos de pagos.

En relación a las clasificaciones por características del hogar o del cabeza de familia utilizadas en este trabajo, se han homogeneizado las definiciones en el mayor grado posible, existiendo pequeñas diferencias en algunas de ellas. En primer lugar, dado que la elección del cabeza de familia de cada hogar se realiza en cada una de las encuestas de forma distinta, se ha homogeneizado esta definición. Así, en todas ellas, se ha establecido que el cabeza de familia sea la persona de referencia elegida por el encuestado<sup>9</sup> si es hombre; y en el caso de ser mujer, se establece como cabeza de familia al cónyuge si es hombre, permanece como cabeza de familia la mujer si no tiene pareja y si la pareja es también mujer se toma como cabeza de familia a la de mayor edad.

En cuanto al nivel educativo del cabeza de familia, dado que los sistemas educativos son diferentes en cada país y, a menudo, también en un mismo país a lo largo de los años, la homogeneización no es directa. Se ha establecido una clasificación en tres grupos, de forma que en el primer grupo (inferior a bachillerato) se incluyen todos los niveles educativos que no implican haber alcanzado el título de educación secundaria, el segundo grupo (bachillerato) engloba a los individuos con el título de educación secundaria<sup>10</sup> y el tercer grupo incluye a los que poseen título universitario (diplomaturas, licenciaturas o estudios de posgrado).

La situación laboral del cabeza de familia es también una característica en cuya clasificación existen diferencias de criterio. Estas diferencias se producen, concretamente, en la categoría de los jubilados. Así, mientras que en España esta categoría engloba únicamente a personas que están jubiladas, en Estados Unidos la definición es un poco más amplia pero con un significado similar. En cambio, en Italia, dentro de esta misma categoría están incluidos todos los pensionistas, ya que ha resultado imposible diferenciar entre jubilados y personas que están recibiendo una pensión por otros motivos, como por incapacidad, por ejemplo.

---

9 En todas las encuestas, se pide que la persona de referencia sea aquélla que, en mayor grado, toma las decisiones económicas del hogar.

10 En el caso de España, en este segundo grupo también se incluyen los individuos con la segunda etapa de la formación profesional terminada.



## 3 La cartera de inversión de los hogares

### 3.1 Composición de los activos de los hogares

En esta sección se describen los patrones generales de la inversión tanto en activos reales como financieros de los hogares de España, Estados Unidos e Italia. Como se puede observar en el cuadro 1, España es el país donde un mayor porcentaje de hogares tiene la vivienda principal bajo régimen de propiedad (más del 80% de los hogares, frente a poco menos del 70% en Estados Unidos e Italia). Asimismo, aunque en menor porcentaje, también es el país donde más hogares poseen otras propiedades inmobiliarias. En lo que respecta al valor de estos activos (véase cuadro 2), en España la mediana del importe tanto de la vivienda principal como de otras propiedades inmobiliarias es superior a la del resto de países. Además, la distribución de estos importes está más concentrada en España si la comparamos con los otros países estudiados (esto se observa en la ratio entre el tercer cuartil y el primer cuartil<sup>11</sup>). Por su parte, a diferencia de las de España y Estados Unidos, la encuesta italiana refleja que la mayoría de las familias italianas poseen otros activos reales, tales como obras de arte o joyas, aunque con un importe mediano inferior.

En relación a los activos financieros, España es el país donde el porcentaje de hogares que posee estos activos es más elevado. Este hecho se debe, principalmente, al elevado número de hogares que posee depósitos de pagos. No obstante, si comparamos la tenencia de los diferentes activos financieros de forma individualizada entre los tres países se observa que, en términos generales, es Estados Unidos el país donde un mayor número de hogares invierte en las distintas clases de activos financieros.

Por su parte, para el conjunto de los activos financieros, el importe mediano invertido en Estados Unidos es también superior al de España e Italia. Sin embargo, estudiando los activos financieros de forma individual se observa que existen algunos cuyas cantidades invertidas medianas en este país son menores que en el resto, en concreto, los activos de renta fija, los depósitos de pagos, los depósitos de no pagos y los seguros. Además, cabe destacar que un porcentaje de hogares muy elevado, en comparación con Italia y España, posee este tipo de activos. Por ejemplo, es llamativo el caso de los depósitos de no pagos, ya que más de la mitad de los hogares posee este tipo de activo en Estados Unidos frente a un porcentaje menor al 20% en España<sup>12</sup>, mientras que las cantidades medianas destinadas a este activo en aquel país son sustancialmente inferiores a las de España e Italia.

---

11 El hecho de que esta ratio sea menor en España que en los otros dos países se debe a que el valor del primer cuartil es mayor en este país.

12 El porcentaje de Italia no es comparable al de los otros dos países, ya que, como se ha mencionado con anterioridad, no incluye las cuentas de ahorro. En la IBF de 2008, no obstante, sí que se pueden aislar las

Dentro de estos activos, también merecen mención especial los activos de renta fija. La proporción de hogares españoles que posee este activo es aproximadamente diez veces menor que en Italia o Estados Unidos, mientras que el importe mediano es sustancialmente mayor, sobre todo en comparación con Estados Unidos. En cuanto al tipo de activo de renta fija, destaca el hecho de que en Estados Unidos la mayoría de estos hogares tienen dicha inversión en deuda pública, aunque son cantidades, en general, muy reducidas (la mediana se sitúa en menos de 900 euros); en cambio, las inversiones en deuda pública en Italia son relativamente elevadas<sup>13</sup>.

### Porcentaje de hogares que invierten en cada tipo de activo

CUADRO 1

	España	EE.UU.	Italia
<b>Activos reales</b>	<b>87,4</b>	<b>73,2</b>	<b>95,8</b>
Vivienda principal	81,3	69,1	68,1
Otras propiedades inmobiliarias	34,5	18,1	22,4
Negocios por trabajo por cuenta propia	11,1	11,5	15,3
Otros activos reales (joyas, obras de arte, antigüedades, etc.)	19,3	7,5	88,7
<b>Activos financieros</b>	<b>96,5</b>	<b>92,6</b>	<b>82,9</b>
Acciones cotizadas	11,4	20,7	6,8
Acciones no cotizadas	2,2	0,1	0,7
Renta fija	1,5	18,8	12,0
Pública	0,5	18,4	7,4
Privada	0,9	0,9	5,7
Fondos de inversión	8,7	25,7	8,1
Renta fija	2,9	13,9	3,2
Renta variable	3,5	13,3	3,2
Mixtos	1,8	2,7	3,7
Garantizados	2,5	n.d.	n.d.
Otros	0,5	7,8	n.d.
Depósitos de pagos	92,5	88,1	85,9
Depósitos de no pagos	18,2	54,3	6,6
Planes de pensiones	27,9	49,3	8,1
Seguros	1,7	24,2	
Otros activos financieros	3,6	10,1	4,4

Fuente: Elaboración propia.

Del resto de activos financieros destaca que en Estados Unidos muchos hogares poseen algún fondo de inversión (el 25% de la población frente al 8% en Italia y España). Es importante mencionar que en esta partida se han incluido los fondos de inversión monetarios (dentro de la categoría de fondos de renta fija) que, a diferencia de en España e Italia, en Estados Unidos tienen unas características semejantes a las de los depósitos más que a las de los fondos de inversión<sup>14</sup>. Parte de las diferencias

cuentas de ahorro e incluirlas, por tanto, en los depósitos de pagos. Con este cambio, se puede observar que en 2008 el porcentaje de tenencia de depósitos de no pagos pasa del 7,2% si no se incluyen las cuentas de ahorro al 22% si se incluyen. Si estos resultados no fueran muy distintos en 2004, se podría afirmar que las tenencias de depósitos de no pagos en Italia y en España son muy similares.

13 En España no se puede distinguir, del total invertido en renta fija, qué cantidad es renta fija privada y qué cantidad es renta fija pública.

14 Pese a las diferencias entre los fondos monetarios de Estados Unidos y de España e Italia, se han incorporado los fondos monetarios dentro de los fondos de inversión en todas las jurisdicciones para homoge-

en las tenencias de fondos de inversión entre los tres países analizados se deben precisamente a los fondos monetarios, que en Estados Unidos son más populares (un 10,8% de la población posee este activo). Las cantidades invertidas en fondos de inversión en Estados Unidos son también mucho mayores que en España e Italia. Por otra parte, los planes de pensiones están también mucho más extendidos y la tenencia mediana es más elevada en Estados Unidos que en los dos países europeos estudiados, probablemente como consecuencia, al menos en parte, de las notables diferencias existentes en la cobertura de los sistemas públicos de pensiones entre Estados Unidos y Europa<sup>15</sup>.

## Importe mediano y dispersión\* para cada tipo de activo

CUADRO 2

Importes en euros de finales de 2005<sup>1</sup>

	España		EE.UU.		Italia	
	Mediana	p75/p25	Mediana	p75/p25	Mediana	p75/p25
<b>Activos reales</b>	<b>210.354</b>	<b>2,7</b>	<b>153.358</b>	<b>3,7</b>	<b>129.438</b>	<b>9,8</b>
Vivienda principal	180.303	2,1	140.213	3,1	152.880	2,5
Otras propiedades inmobiliarias	105.075	5,8	78.651	11,5	81.536	8,8
Negocios por trabajo por cuenta propia	60.101	10,2	87.633	16,7	50.960	5,0
Otros activos reales <sup>2</sup>	2.592	6,7	13.145	10,0	2.038	5,0
<b>Activos financieros</b>	<b>6.010</b>	<b>16,0</b>	<b>21.558</b>	<b>43,5</b>	<b>9.733</b>	<b>5,8</b>
Acciones cotizadas	6.240	6,9	13.145	17,5	10.192	4,2
Acciones no cotizadas	12.362	15,0	21.908	6,2	10.192	5,0
Renta fija	24.040	7,0	876	24,8	16.298	3,3
Pública	n.d.	n.d.	876	20,0	15.288	3,0
Privada	n.d.	n.d.	26.290	9,7	13.608	3,5
Fondos de inversión	18.000	6,4	31.548	14,8	15.288	3,0
Renta fija	15.225	6,7	14.898	10,4	n.d.	n.d.
Renta variable	14.000	8,3	35.053	11,8	n.d.	n.d.
Mixtos	18.000	4,0	17.527	9,2	n.d.	n.d.
Otros	18.030	4,2	39.435	9,2	n.d.	n.d.
Depósitos de pagos	3.000	9,3	1.753	8,3	6.115	3,8
Depósitos de no pagos	12.020	6,4	4.382	20,0	8.154	4,8
Planes de pensiones	6.010	7,2	30.672	11,3	n.d.	n.d.
Seguros	47.466	7,0	5.258	9,0	n.d.	n.d.
Otros activos financieros	3.700	12,0	3.505	16,0	15.288	8,0

Fuente: Elaboración propia.

\* Se ha utilizado como medida de dispersión la ratio entre el tercer y el primer cuartil (p75 y p25, respectivamente).

1 Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (el 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar).

2 Incluye joyas, obras de arte, antigüedades, etc.

neizar las variables incluidas en el estudio. La principal diferencia entre este activo en Estados Unidos y en Europa es que en el primero los partícipes de la mayoría de los fondos monetarios pueden escribir cheques contra las cuentas de dichos fondos sin tener que vender las participaciones. Para un mayor detalle, véase Villanueva (2009).

15 Hay que recordar que la cifra de los hogares italianos que poseen planes de pensiones es tan sólo un límite inferior, ya que sólo están contabilizados los hogares que aportaron dinero al plan de pensiones durante 2004.

En el cuadro 3 se indica qué porcentajes de la totalidad invertida por parte de los hogares pertenecen a cada tipo de activo. En cuanto a la proporción correspondiente a activos financieros frente a los reales, se observa que, de los tres países estudiados, en Estados Unidos es donde se destina una menor proporción a la inversión en activos reales. No obstante, dentro de este tipo de activos, las inversiones asociadas a negocios o actividades por cuenta propia tienen un peso relativamente alto en este país.

### Distribución de los activos reales y financieros de los hogares

CUADRO 3

% sobre total			
	España	EE.UU.	Italia
<b>Activos reales sobre el total</b>	<b>89,0</b>	<b>62,1</b>	<b>89,0</b>
<b>Activos financieros sobre el total</b>	<b>11,0</b>	<b>37,9</b>	<b>11,0</b>
<b>Distribución de los activos reales</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Vivienda principal	66,2	53,0	67,6
Otras propiedades inmobiliarias	23,8	18,2	19,1
Negocios por trabajo por cuenta propia	9,4	27,2	10,9
Otros activos reales (joyas, obras de arte, antigüedades)	0,6	1,6	2,5
<b>Distribución de los activos financieros</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Acciones cotizadas	11,1	17,4	7,9
Acciones no cotizadas	9,2	0,1	1,7
Renta fija	1,7	5,8	17,1
Pública	n.d.	4,7	10,4
Privada	n.d.	0,9	6,7
Fondos de inversión	13,2	26,0	11,5
Renta fija	3,9	6,3	n.d.
Renta variable	3,5	9,8	n.d.
Mixtos	2,1	1,1	n.d.
Garantizados	3,1	n.d.	n.d.
Otros	0,5	8,9	n.d.
Depósitos de pagos	26,6	4,8	49,3
Depósitos de no pagos	14,7	9,4	4,5
Planes de pensiones	15,3	31,5	n.d.
Seguros	4,7	2,9	n.d.
Otros activos financieros	3,5	2,0	8,0

Fuente: Elaboración propia.

Por su parte, la totalidad de la inversión en activos financieros está dividida de forma bastante distinta si comparamos España, Italia y Estados Unidos<sup>16</sup>. En primer lugar, mención especial merece el porcentaje que representan los depósitos de pagos y no pagos en Italia y España frente a Estados Unidos: mientras que en los dos primeros éstos suponen algo más del 50% y del 40%, respectivamente<sup>17</sup>, este porcenta-

16 No hay que olvidar que en Italia estos porcentajes están calculados sin tener en cuenta el valor de los planes de pensiones y seguros de inversión (datos no disponibles), con lo que los resultados obtenidos son límites superiores de los porcentajes reales que representa cada partida.

17 Hay que recordar que el dato correspondiente a los depósitos de pagos en Italia incluye las cuentas de ahorro, que en los otros dos países están incluidas en los depósitos de no pagos. Si se hace el cálculo

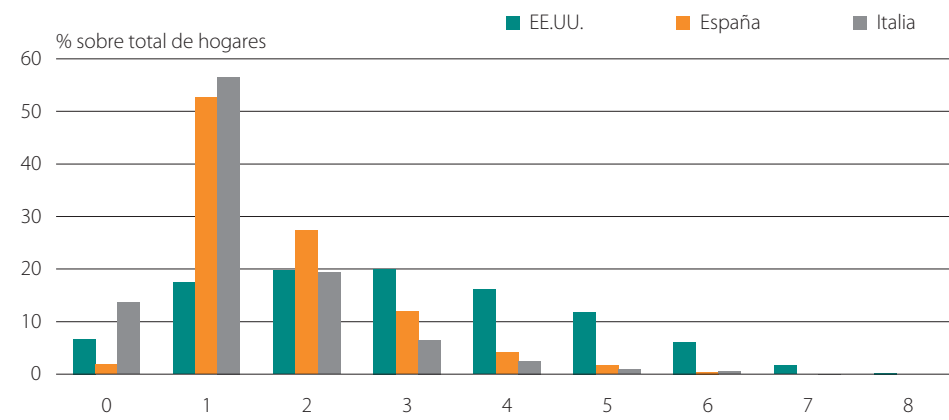
je es del 15% en Estados Unidos. Esto hace que en el resto de partidas, en términos generales, se observen porcentajes mayores en Estados Unidos. La única excepción son los activos de renta fija, que en Italia son el activo financiero con un mayor peso (exceptuando los depósitos de pagos), muy superior a los valores de Estados Unidos y, sobre todo, de España.

### 3.2 Diversificación de los hogares

Como ya se ha mencionado, los hogares de Estados Unidos son los que más invierten en activos financieros: mientras que los hogares de Estados Unidos poseen en mediana tres tipos de activos financieros distintos, en España e Italia sólo poseen un tipo<sup>18</sup> (véase cuadro 4). En concreto, en estos dos últimos países, el 53% y el 57% del total de los hogares, respectivamente, tan sólo posee un tipo de activo financiero que, prácticamente en su totalidad, corresponde a los depósitos de pagos; y tan sólo el 18% en España y el 10% en Italia invierten en tres o más tipos de activos financieros (véase gráfico 1). Por su parte, la distribución del número de tipos de activos financieros en Estados Unidos difiere sustancialmente de los dos países anteriores. Como puede observarse en el gráfico, la distribución es bastante simétrica alrededor de la media; así, el 56% de los hogares invierte en tres o más tipos de activos financieros. Por otro lado, también es destacable el hecho de que el 7% de los hogares no posee ningún activo financiero, ni siquiera depósitos de pagos, aunque este porcentaje es mayor en Italia, concretamente del 13,6%.

**Distribución del total de hogares según el número de tipos de activos financieros**

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

para el año 2008, año en el cual las cuentas de ahorro se pueden aislar, se observa que los depósitos de no pagos (incluyendo aquéllas) representan el 11,2% del total invertido en activos financieros, frente al 4,6% si no se incluyeran.

18 Téngase en cuenta que el número máximo de activos financieros posibles es de ocho para España y Estados Unidos, mientras que para Italia es de siete, ya que las inversiones en planes de pensiones y seguros no pueden distinguirse entre sí. Además, como se ha mencionado anteriormente, el número de hogares contabilizados como poseedores de estos activos corresponde al límite inferior del verdadero valor, debido a que en la encuesta sólo se identifican aquéllos que hicieron aportaciones durante 2004.

## Diversificación de los inversores en los principales activos financieros

CUADRO 4

% sobre total de inversores que poseen otros activos

	España			Estados Unidos			Italia		
	Inversores en:			Inversores en:			Inversores en:		
	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión
Acciones cotizadas	100,0	38,7	41,3	100,0	37,9	40,6	100,0	22,7	27,1
Acciones no cotizadas	4,8	12,3	3,4	0,1	0,0	0,1	4,3	4,9	4,2
Renta fija	5,0	100,0	5,8	35,7	100,0	26,9	33,7	100,0	38,7
Fondos de inversión	30,6	33,7	100,0	53,1	37,4	100,0	30,4	29,2	100,0
Renta fija	13,5	4,9	38,9	33,2	21,0	52,9	12,5	11,2	36,2
Renta variable	22,5	20,8	43,0	31,9	21,9	49,7	18,5	15,1	43,8
Mixtos	5,0	7,2	17,2	7,3	5,2	10,1	10,0	10,7	44,0
Depósitos de pagos	99,4	99,5	98,3	98,5	97,7	99,0	100,0	99,1	99,9
Depósitos de no pagos	26,3	34,5	25,2	72,9	75,6	64,3	9,2	10,7	5,8
Planes de pensiones	3,7	9,0	4,2	35,6	35,5	37,2	22,1	17,0	22,9
Seguros	63,3	59,4	55,9	78,1	73,7	70,3			
<b>Nada más (excepto depósitos de pagos)</b>	<b>22,7</b>	<b>17,0</b>	<b>22,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>5,2</b>	<b>30,6</b>	<b>48,5</b>	<b>37,1</b>
<b>Ninguno de los otros dos activos principales</b>	<b>65,5</b>	<b>43,4</b>	<b>54,8</b>	<b>29,3</b>	<b>41,7</b>	<b>43,3</b>	<b>48,7</b>	<b>63,7</b>	<b>51,7</b>
<b>Pro memoria: Número de activos financieros distintos</b>									
Media		1,7			2,9			1,3	
Mediana		1,0			3,0			1,0	

Fuente: Elaboración propia.

Si nos centramos en aquellos hogares que poseen uno de los tres principales activos financieros estudiados, cabe destacar que en Estados Unidos los inversores en acciones cotizadas son los que más diversifican: únicamente un 2,6% de ellos no invierte en ningún otro activo financiero (exceptuando los depósitos de pagos) y un 29,3% no posee ni activos de renta fija ni fondos de inversión. Estos porcentajes son muy inferiores a los observados para el resto de los países, destacando que en España el 65% de los inversores en acciones cotizadas no tienen ni activos de renta fija ni fondos de inversión.

Por otra parte, muchos inversores italianos en activos de renta fija sólo invierten en ese activo; en concreto, poco menos de la mitad de éstos no tienen ningún otro activo financiero (sin incluir depósitos de pagos). Por el contrario, prácticamente todos los inversores en activos de renta fija de Estados Unidos tienen otro activo financiero, aunque en muchos de los casos son activos distintos a las acciones cotizadas o los fondos de inversión.

## 4 Rasgos sociodemográficos y comportamiento inversor

El objetivo de esta sección es identificar cómo se distribuye la totalidad de la inversión realizada por los hogares de cada país analizado tanto en activos reales como en los diferentes activos financieros en función de distintas características del hogar. En concreto, las características consideradas en este trabajo son la edad, la situación laboral y el nivel educativo del cabeza de familia y el percentil de riqueza neta del hogar. Dado que las conclusiones en relación a las características del cabeza de familia analizadas pueden estar directamente influenciadas por el nivel de riqueza neta, se ha analizado la distribución de la cantidad total invertida por los hogares españoles, estadounidenses e italianos controlando por esta última variable. En esta sección se muestran los resultados obtenidos para el caso de los activos reales (cuadro 5), los activos financieros totales (cuadro 6), las acciones cotizadas (cuadro 7), los activos de renta fija (cuadro 8) y los fondos de inversión (cuadro 9). Todos los comentarios en relación a dichos cuadros se realizan teniendo en cuenta el porcentaje de hogares que pertenecen a cada uno de los subgrupos (véase cuadro A1 del anexo).

También se analiza el efecto que tienen las características del hogar en el porcentaje de hogares que poseen los diferentes activos en las distintas jurisdicciones. Para ello, se presenta el gráfico 2 para los activos reales y el gráfico 3 para los financieros. En estos gráficos se puede observar el porcentaje de hogares que invierten en cada uno de los activos y que pertenecen a un grupo determinado según sus características (líneas coloreadas) frente al porcentaje que dichos grupos representan en la población (zona sombreada en gris).

### 4.1 Activos reales: inversión total y participación de los hogares

En relación a los activos reales, se observa que mientras en Italia la decisión de invertir en cada uno de los tipos de activos reales y el nivel educativo son independientes, existe un ligero sesgo hacia los universitarios en los casos español y estadounidense (véase gráfico 2). Por su parte, al comparar la edad del cabeza de familia se percibe, como parece lógico, que un menor porcentaje de hogares jóvenes, en relación al resto, posee propiedades inmobiliarias (tanto vivienda principal como otras propiedades inmobiliarias). Adicionalmente, destaca que muchos hogares que poseen negocios por trabajos por cuenta propia tienen entre 45 y 54 años en España, mientras que en Italia la mayoría están entre los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 54 años, y en Estados Unidos se reparten de forma muy similar entre los grupos de 35 a 64 años. En lo que respecta a la situación laboral del cabeza de familia, esta característica no tiene efectos sobre la decisión de invertir en activos reales excepto para aquéllos cuyo cabeza de familia es trabajador por cuenta propia, que poseen en un porcentaje muy elevado negocios propios, como cabría esperar.

**Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos reales, según características del hogar**

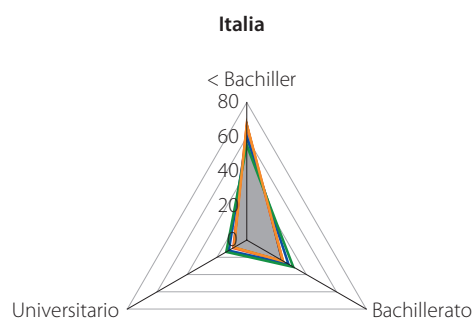
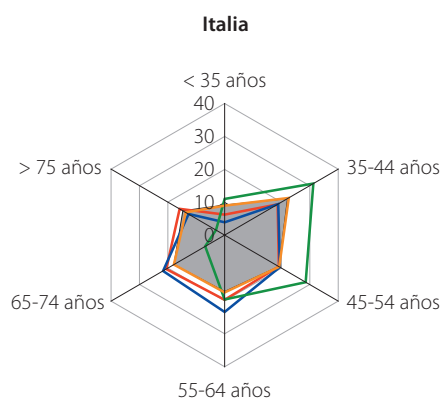
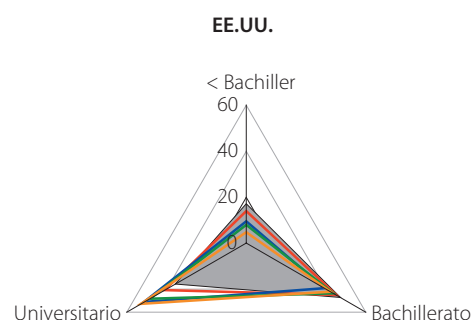
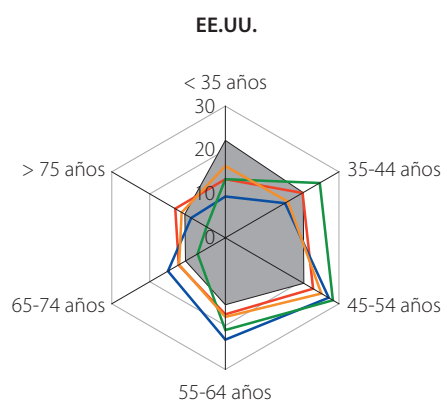
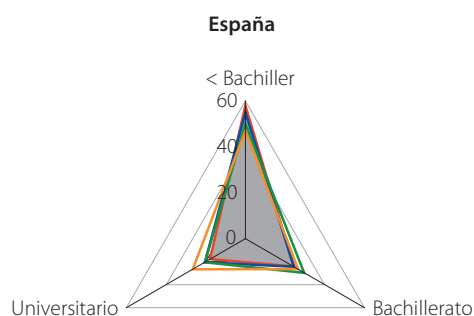
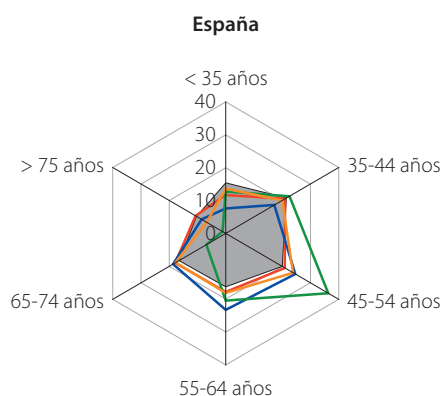
GRÁFICO 2

% sobre total

- Población
- Negocios
- Vivienda principal
- Otros activos reales
- Otras propiedades

**Edad cabeza familia**

**Educación cabeza familia**



Fuente: Elaboración propia.



**Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos reales, según características del hogar (continuación)**

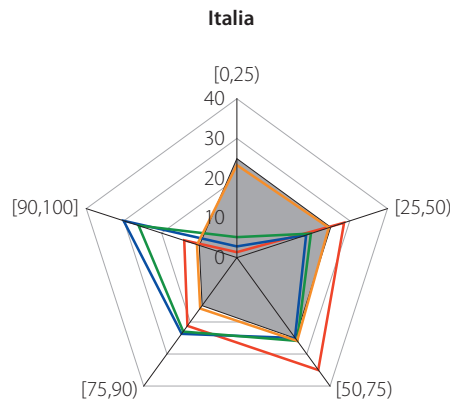
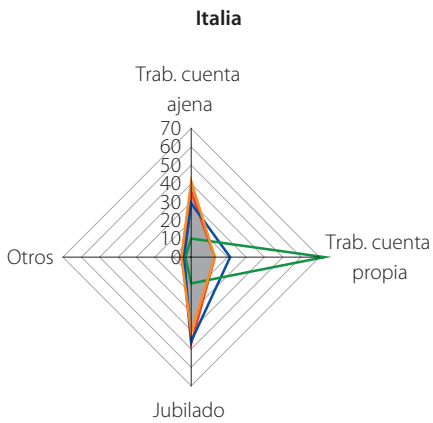
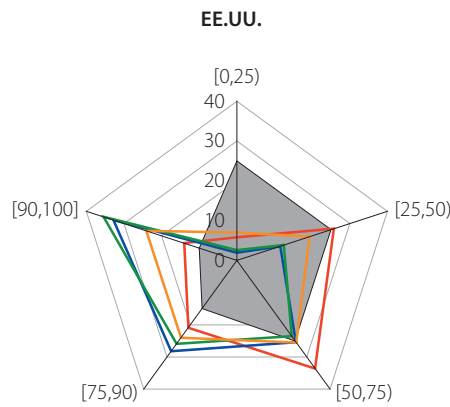
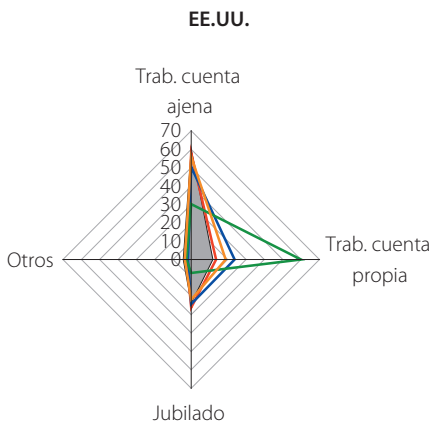
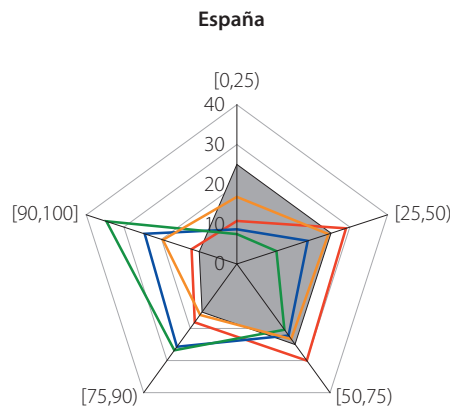
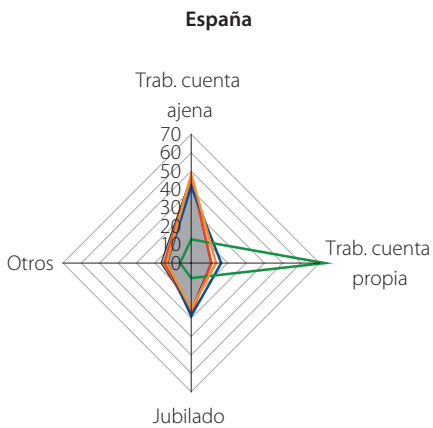
GRÁFICO 2

% sobre total

- Población
- Vivienda principal
- Otras propiedades
- Negocios
- Otros activos reales

**Situación laboral cabeza familia**

**Percentil riqueza neta**



Fuente: Elaboración propia.

**Distribución del total invertido por los hogares en activos reales según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares**

CUADRO 5

% sobre total

	España					Total
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	3,1	13,8	23,4	22,1	37,6	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	1,7	6,3	8,1	6,7	5,8	28,6
Entre 45 y 64 años	0,8	4,0	8,9	10,3	25,5	49,5
Mayor de 64 años	0,6	3,5	6,4	5,2	6,4	21,9
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	1,8	8,5	13,9	9,8	9,8	43,8
Bachillerato	1,0	3,7	5,7	6,6	10,7	27,6
Universidad	0,3	1,6	3,9	5,7	17,0	28,6
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	1,8	7,8	11,9	9,7	10,2	41,5
Empleado por cuenta propia	0,2	0,7	2,3	4,3	17,6	25,1
Jubilado	0,5	2,8	6,6	5,7	6,7	22,3
Inactivo o parado	0,5	2,4	2,7	2,4	3,1	11,0
<b>EE.UU.</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	1,1	5,7	15,0	17,8	60,4	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,9	3,4	6,2	4,6	9,7	24,8
Entre 45 y 64 años	0,2	1,7	5,8	9,3	35,8	52,8
Mayor de 64 años	0,0	0,6	3,0	3,9	14,8	22,4
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,1	0,8	1,8	0,9	2,7	6,3
Bachillerato	0,6	3,0	6,7	7,2	11,4	29,1
Universidad	0,4	1,9	6,5	9,6	46,2	64,7
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	1,0	4,5	9,7	8,9	15,6	39,7
Empleado por cuenta propia	0,0	0,4	1,9	4,1	34,6	41,1
Jubilado	0,1	0,7	2,9	4,4	9,6	17,7
Inactivo o parado	0,0	0,1	0,5	0,4	0,5	1,5
<b>Italia</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	0,5	9,6	23,0	24,5	42,3	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,3	3,1	6,9	7,2	8,6	26,0
Entre 45 y 64 años	0,2	3,1	8,6	11,0	21,0	43,8
Mayor de 64 años	0,1	3,4	7,5	6,4	12,8	30,2
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,4	7,3	15,8	12,8	15,4	51,6
Bachillerato	0,1	1,7	5,7	8,6	15,9	32,0
Universidad	0,0	0,6	1,5	3,1	11,1	16,4
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,3	3,9	9,0	9,5	7,6	30,3
Empleado por cuenta propia	0,1	1,0	2,9	5,3	18,1	27,4
Jubilado	0,1	4,2	10,1	9,1	15,1	38,6
Inactivo o parado	0,0	0,5	1,0	0,7	1,5	3,7

Fuente: Elaboración propia.

La variable más influyente en la toma de decisión de invertir o no en activos reales es el nivel de riqueza neta, siendo este efecto algo menor en España que en los otros dos países (a excepción de otros activos reales en Italia, que tienen casi todos los hogares de la población, España es el país donde un mayor porcentaje de los hogares pertenecientes al 20% con menor nivel de riqueza neta, posee activos reales).

Estos resultados están en línea con los obtenidos en Bover et al. (2005), donde, de acuerdo a los datos de la ola de la EFF correspondiente a 2002, ya se observaba que en España, para el 20% de los hogares con menores ingresos, el porcentaje de hogares que eran propietarios de la vivienda en la que residían era muy superior al de Estados Unidos, Italia y Reino Unido. Asimismo, Bover et al. (2005) también encuentran un elevado porcentaje relativo de hogares españoles que poseen otras propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal.

Este efecto riqueza también puede apreciarse cuando se analiza la distribución del total de la inversión en activos reales según características. Así, en el cuadro 5 se puede observar que existe una relación creciente entre el nivel de riqueza neta y la cantidad invertida en activos reales. No obstante, existen diferencias significativas entre las diferentes economías. Por un lado, en España los hogares con menor nivel de riqueza neta invierten una mayor cantidad en activos reales si los comparamos con Estados Unidos y, especialmente, con Italia (en concreto, en España estos hogares concentran el 3,1% de la inversión, mientras que en Italia alcanzan tan sólo el 0,5%). Por otro lado, la concentración de la inversión en activos reales en el último decil de riqueza, es decir, en el 10% de los hogares más ricos, es mucho mayor en Estados Unidos que en España e Italia.

En cuanto al resto de características, y siempre teniendo en cuenta la proporción de hogares que pertenecen a cada grupo, no existen diferencias significativas, para cada percentil de riqueza neta, entre la inversión en activos reales realizada por unos y por otros.

## **4.2 Activos financieros: inversión total y participación de los hogares**

Respecto a los activos financieros, y a diferencia de lo que sucedía con los activos reales, el nivel educativo del cabeza de familia sí provoca cambios en la proporción de hogares que poseen estos activos (véase gráfico 3). En general, son los hogares cuyo cabeza de familia tiene estudios universitarios los que, en un mayor porcentaje, deciden invertir en este tipo de activos. En el caso de Italia este efecto es más suave, ya que el grueso de los inversores en activos financieros está entre los hogares que han realizado tanto estudios secundarios como universitarios. Por otro lado, tanto en Italia como en España (no en Estados Unidos), la decisión de invertir en activos de renta fija se ve menos afectada por el nivel de estudios del cabeza de familia, si se compara con la decisión de invertir en acciones cotizadas o fondos de inversión.

En cuanto a la edad del cabeza de familia, se puede destacar que la inversión en renta fija tiene un efecto contrario en España e Italia, por un lado, y Estados Unidos por el otro: en los dos primeros, un mayor porcentaje de hogares cuyo cabeza de familia tiene más de 55 años invierte en este tipo de activos, mientras que en el último son los hogares hasta 54 años los que más tienden a hacerlo. Esto también puede apreciarse si se observa el efecto de la situación laboral: en Italia y España los hoga-

res cuyo cabeza de familia es jubilado (y/o pensionista en Italia) son los que en mayor porcentaje poseen activos de renta fija, mientras que en Estados Unidos son los trabajadores por cuenta ajena.

Como en el caso de la inversión en activos reales, el nivel de riqueza neta es la variable más influyente a la hora de tomar la decisión de invertir en activos financieros, siendo mayor el sesgo hacia los hogares con los niveles de riqueza neta más elevados que en el caso de los activos reales. Esto sucede en las tres jurisdicciones, aunque es más notorio en España para los tres tipos de activos estudiados con detalle y en Italia para el caso concreto de la inversión en acciones cotizadas. En Estados Unidos, la decisión de invertir en activos de renta fija es la que se ve menos influenciada por el nivel de riqueza (aunque el efecto no es despreciable)<sup>19</sup>.

Atendiendo a la distribución del total invertido en activos financieros (véase cuadro 6), se aprecia un patrón creciente con el nivel de riqueza neta, especialmente acentuado en Estados Unidos, donde el 10% de los hogares más ricos posee el 71,4% de la inversión total. Este patrón creciente es más pronunciado que en el caso de los activos reales tanto en Estados Unidos como en España, pero no en Italia, donde la distribución de los activos financieros está algo menos concentrada en los estratos superiores de riqueza neta. Resulta destacable que, en este último país, los hogares pertenecientes al primer cuartil de riqueza poseen el 5,3% del total de activos financieros, pero sólo el 0,3% de los activos reales.

El efecto del resto de características en la inversión total en activos financieros está causado, en la mayoría de las ocasiones, por el nivel de riqueza neta subyacente. Así, por ejemplo, los empleados por cuenta propia son hogares que poseen alrededor del 25% del total de la inversión en activos financieros en las tres economías analizadas, mientras que representan alrededor del 12% de la población (véase anexo). No obstante, se observa que estos hogares pertenecen principalmente a los últimos percentiles de riqueza neta, sugiriendo que es esta característica, básicamente, la que más influye en la cantidad total invertida en activos financieros, por encima de la situación laboral del cabeza de familia.

Es reseñable el hecho de que los hogares con estudios universitarios poseen un elevado porcentaje del total de la inversión, sobre todo en Estados Unidos, aunque cabe destacar que en este país también existe un mayor porcentaje de este tipo de hogares<sup>20</sup>. Sin embargo, si se controla por el percentil de riqueza neta, vemos que, al igual que sucede con la situación laboral del cabeza de familia, estos hogares tienden a pertenecer en mayor medida a los percentiles altos de riqueza. Aun así, el efecto de la educación se sigue observando dentro de cada percentil, siendo Estados Unidos el país donde esto sucede de una forma más notoria e Italia donde el efecto está más diluido.

En relación a la edad, cabe destacar que, tanto en Estados Unidos como en España, los hogares de mediana edad (cabeza de familia entre 45 y 64 años) son los que mayores cantidades invierten en activos financieros, sobre todo en detrimento de los

---

19 Si se analizan por separado la renta fija pública y privada en Estados Unidos, se observa que esta última, que es minoritaria (véase cuadro 1), sí que está muy influenciada por el nivel de riqueza, mientras que la pública lo está mucho menos. Así, por ejemplo, de todos los hogares que poseen renta fija privada, más del 62% pertenecen al último decil de riqueza neta, mientras que este porcentaje es del 19% en el caso de la renta fija pública.

20 Los hogares cuyo cabeza de familia posee un título universitario representan un 35% en Estados Unidos, mientras que en España e Italia estos porcentajes son del 15% y el 8%, respectivamente (véase anexo).

hogares jóvenes (cabeza de familia menor de 45 años). Esto no parece suceder en Italia, donde, al igual que sucede con otras características, la distribución es más igualitaria entre grupos. No obstante, hay que mencionar que esta característica se ve, en parte, influenciada por el hecho de que más hogares de edad media se sitúan en percentiles altos de riqueza neta, si lo comparamos con el resto de los grupos.

**Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos financieros, según características del hogar**

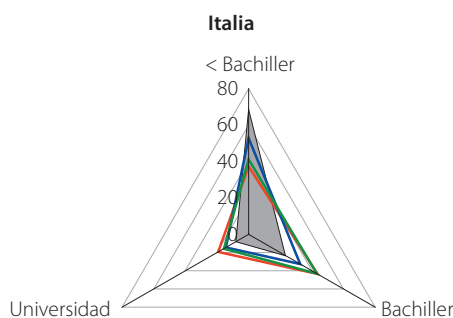
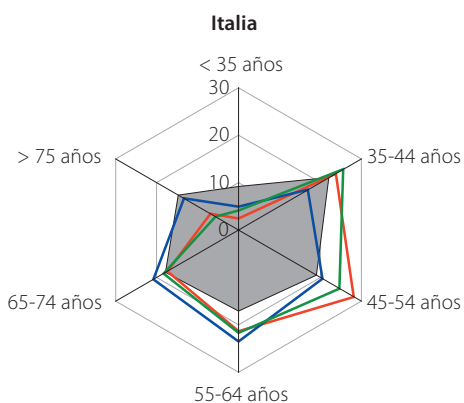
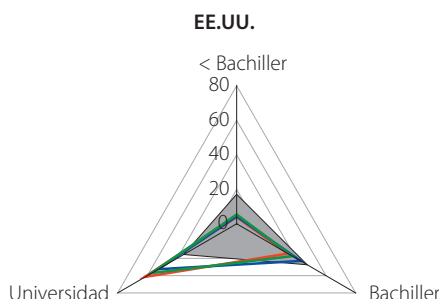
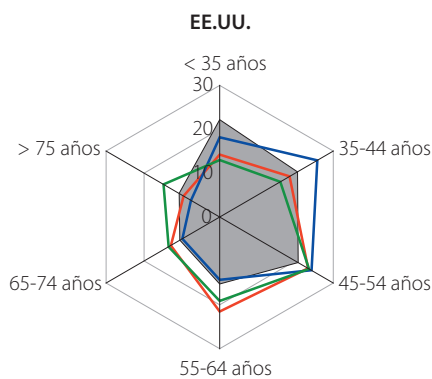
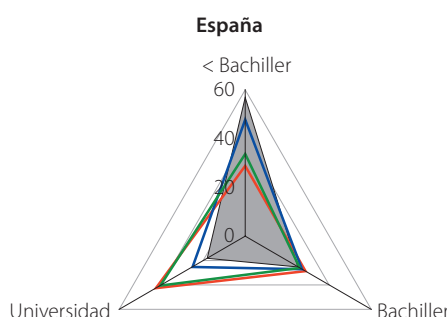
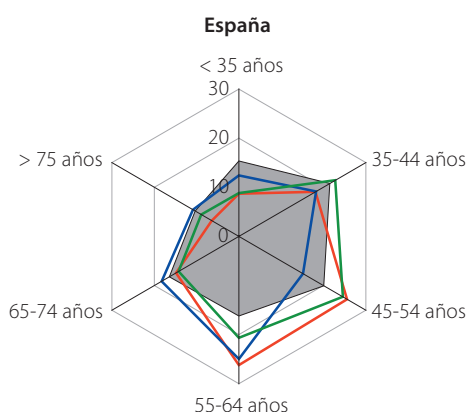
GRÁFICO 3

% sobre total

- Población
- Acciones cotizadas
- RF
- Fondos

**Edad cabeza familia**

**Educación cabeza familia**



Fuente: Elaboración propia.

**Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos financieros, según características del hogar (continuación)**

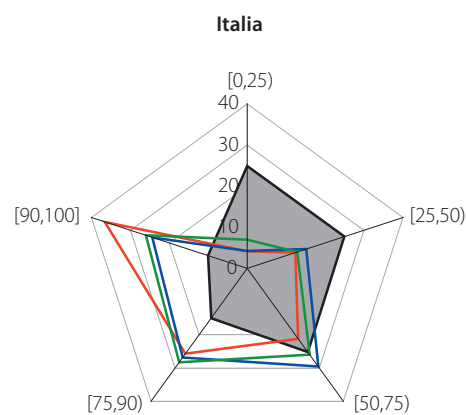
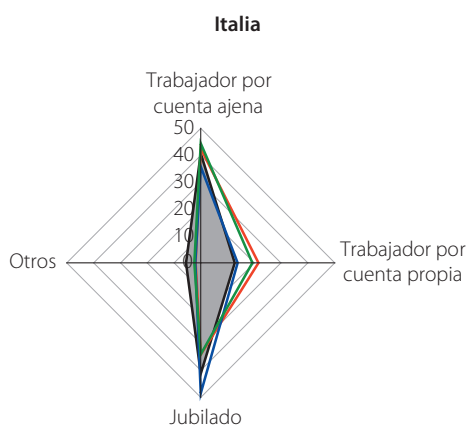
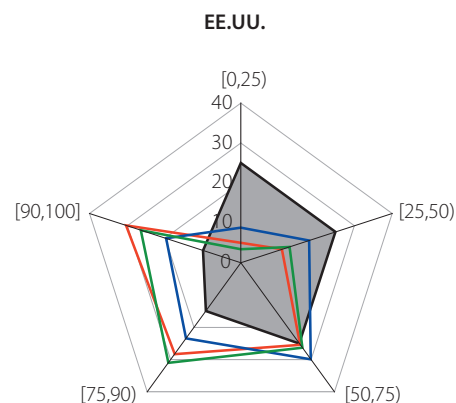
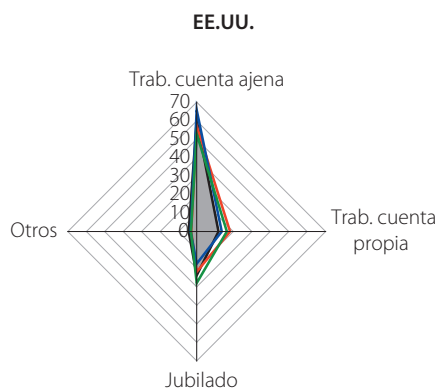
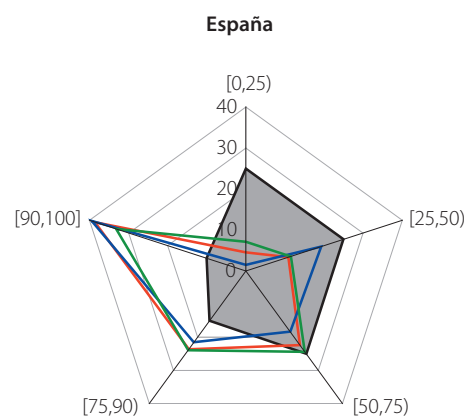
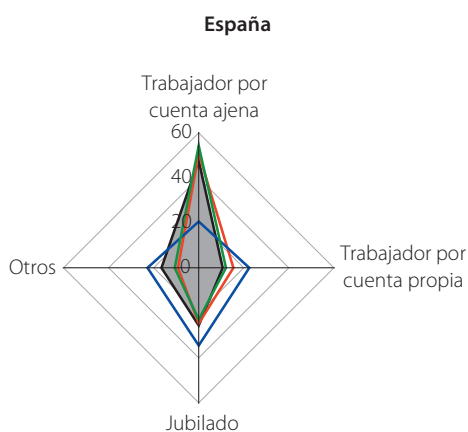
GRÁFICO 3

% sobre total

■ Población    □ Acciones cotizadas    □ RF    □ Fondos

**Situación laboral cabeza familia**

**Percentil riqueza neta**



Fuente: Elaboración propia.

**Distribución del total invertido por los hogares en activos financieros según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares**

CUADRO 6

% sobre total

	España					Total
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	3,7	7,7	14,9	20,0	53,6	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	2,0	3,0	5,4	6,3	5,4	22,0
Entre 45 y 64 años	0,9	2,7	5,6	8,6	38,8	56,7
Mayor de 64 años	0,8	2,1	3,8	5,1	9,4	21,2
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	1,8	8,5	13,9	9,8	9,8	43,8
Bachillerato	1,0	3,7	5,7	6,6	10,7	27,6
Universidad	0,3	1,6	3,9	5,7	17,0	28,6
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	1,8	7,8	11,9	9,7	10,2	41,5
Empleado por cuenta propia	0,2	0,7	2,3	4,3	17,6	25,1
Jubilado	0,5	2,8	6,6	5,7	6,7	22,3
Inactivo o parado	0,5	2,4	2,7	2,4	3,1	11,0
<b>EE.UU.</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	0,3	2,2	8,5	17,6	71,4	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,3	1,2	3,1	2,8	7,2	14,7
Entre 45 y 64 años	0,1	0,7	3,3	9,8	39,8	53,6
Mayor de 64 años	0,0	0,2	2,0	5,0	24,4	31,7
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,0	0,2	0,5	0,7	1,9	3,2
Bachillerato	0,2	1,2	3,8	6,5	12,4	24,1
Universidad	0,1	0,8	4,1	10,5	57,1	72,7
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,3	1,7	5,7	9,6	23,7	41,0
Empleado por cuenta propia	0,0	0,2	0,6	2,2	23,6	26,6
Jubilado	0,0	0,2	1,9	5,6	22,6	30,3
Inactivo o parado	0,0	0,1	0,3	0,2	1,5	2,0
<b>Italia</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	5,3	12,5	19,4	21,3	41,5	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	2,5	3,5	5,8	4,9	8,2	24,9
Entre 45 y 64 años	1,5	4,7	7,5	10,5	18,5	42,8
Mayor de 64 años	1,3	4,3	6,1	5,9	14,8	32,4
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	3,4	8,7	12,5	9,9	11,3	45,8
Bachillerato	1,5	2,6	5,1	8,5	16,5	34,2
Universidad	0,4	1,1	1,9	2,9	13,7	20,0
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	3,3	5,4	7,5	7,5	9,8	33,5
Empleado por cuenta propia	0,3	1,4	2,2	4,2	13,3	21,4
Jubilado	1,5	5,3	8,9	8,9	16,9	41,6
Inactivo o parado	0,2	0,4	0,8	0,6	1,6	3,6

Fuente: Elaboración propia.

Si se analizan algunos de los activos financieros de forma individualizada, se observan algunas diferencias destacables entre ellos. En el cuadro 7 se muestran los porcentajes invertidos en **acciones cotizadas** según las características del hogar. Se aprecian, en general, los mismos patrones que para el total de activos financieros, pero de una forma más llamativa. Las variables que en este caso tiene el mayor efecto sobre las cantidades de acciones cotizadas que poseen los hogares son, en primer lugar, la riqueza neta y, en segundo lugar, el nivel educativo. El efecto de la riqueza es especialmente notable en Estados Unidos, donde el 89% del total de la inversión en acciones cotizadas está en manos de los hogares situados en el último decil de riqueza neta. Por su parte, el efecto de la educación también es más destacable que en el caso del total de activos financieros. En Estados Unidos y España, la mayor parte de la inversión en acciones cotizadas está en manos de los hogares cuyo cabeza de familia posee un título universitario, mientras que en Italia se reparte, como sucede con otros activos, entre hogares con estudios tanto secundarios como universitarios. Merecen especial atención las cifras relativas a la proporción de la inversión correspondientes al grupo de universitarios que pertenecen al último decil, especialmente en Estados Unidos: este grupo posee el 76% de la inversión total frente a cerca del 52% en España<sup>21</sup>. En cuanto a la edad, los resultados son muy similares al del total de activos financieros.

En las cantidades invertidas en **activos de renta fija** (véase cuadro 8), las características del hogar definitorias de la inversión difieren entre los tres países. Mientras en España e Italia la relación creciente entre la cantidad invertida por los hogares en función del nivel de riqueza neta es menos acusada que en el caso de las acciones cotizadas, en Estados Unidos es todo lo contrario: la práctica totalidad de la inversión en renta fija (casi un 92%) la poseen el 10% de hogares con mayor riqueza neta<sup>22</sup>. En cuanto a la educación, el patrón es muy similar: mientras que en Estados Unidos más del 80% del total está en manos de hogares que poseen un título universitario, en España e Italia esta inversión se encuentra más repartida. Es decir, para estos dos últimos países, el efecto que tiene la educación sobre la cantidad invertida en activos de renta fija es menor que para las acciones cotizadas, mientras que en Estados Unidos este efecto es mayor.

Por otro lado, las cantidades invertidas en renta fija están ligeramente sesgadas hacia los hogares de mayor edad. Para el caso de España, los hogares con cabeza de familia mayor de 64 años y niveles de riqueza neta medios invierten más en estos activos que en el resto de activos financieros<sup>23</sup>. Resultados similares encontramos en Italia, mientras que en Estados Unidos, aun siendo el país con mayor inversión en renta fija por parte de los hogares de mayor edad, ésta se concentra en los hogares con mayor riqueza neta.

---

21 Aunque el porcentaje en España es inferior al de Estados Unidos, cabe señalar que también lo es el porcentaje de universitarios: el 15% frente al 36% en Estados Unidos.

22 A pesar de que prácticamente la totalidad de la inversión en activos de renta fija está en manos de este grupo, las cantidades invertidas suponen una proporción baja dentro de su cartera financiera. Este resultado tan abultado es consecuencia, básicamente, de que para el resto de los grupos con menores percentiles de riqueza neta, las cantidades invertidas en renta fija son extremadamente bajas si las comparamos con las invertidas en otros activos, como acciones cotizadas o fondos de inversión. A modo de ejemplo, se tiene que la mediana de la inversión en renta fija de los cuatro primeros grupos de riqueza neta (excluyendo el 10% de hogares con mayor riqueza) es aproximadamente diez veces menor a la de la inversión en acciones cotizadas y 25 veces menor a la de fondos de inversión.

23 Para los hogares cuyo cabeza de familia es mayor de 64 años y están situados entre el percentil 25 y 75, la inversión en renta fija representa en términos medianos unas tres cuartas partes del total invertido por el hogar en activos financieros, mientras que para el total de hogares esta cifra es de aproximadamente un 25%.



**Distribución del total invertido por los hogares en acciones cotizadas según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares**

CUADRO 7

% sobre total

	España					Total
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	0,5	2,4	5,8	14,2	77,1	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,2	0,8	1,2	3,3	9,3	14,7
Entre 45 y 64 años	0,2	0,8	2,9	5,5	46,6	55,9
Mayor de 64 años	0,1	0,8	1,8	5,5	21,2	29,4
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,2	1,1	2,0	4,2	8,9	16,3
Bachillerato	0,1	0,7	1,9	3,5	16,7	23,0
Universidad	0,2	0,7	1,8	6,5	51,5	60,6
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,2	1,5	2,9	7,4	18,8	30,8
Empleado por cuenta propia	0,0	0,0	0,2	0,5	26,9	27,6
Jubilado	0,2	0,8	2,4	5,6	20,4	29,4
Inactivo o parado	0,0	0,1	0,3	0,7	11,0	12,2
<b>EE.UU.</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	0,1	0,4	2,5	7,8	89,1	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,1	0,3	1,2	1,3	7,5	10,4
Entre 45 y 64 años	0,0	0,1	0,6	4,1	46,4	51,3
Mayor de 64 años	0,0	0,0	0,7	2,4	35,2	38,3
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,0	0,0	0,1	0,3	1,2	1,6
Bachillerato	0,0	0,2	1,1	2,7	11,9	15,9
Universidad	0,1	0,2	1,4	4,8	76,0	82,5
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,1	0,3	1,5	3,5	29,1	34,6
Empleado por cuenta propia	0,0	0,1	0,3	1,5	26,7	28,5
Jubilado	0,0	0,0	0,6	2,8	31,2	34,6
Inactivo o parado	0,0	0,0	0,1	0,1	2,1	2,3
<b>Italia</b>						
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	1,3	4,8	10,2	16,7	67,0	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,8	1,3	2,3	4,1	19,8	28,3
Entre 45 y 64 años	0,2	2,0	4,4	9,9	27,9	44,4
Mayor de 64 años	0,4	1,5	3,5	2,6	19,3	27,3
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,8	2,7	6,1	3,4	10,7	23,8
Bachillerato	0,5	0,9	3,4	11,5	37,6	54,0
Universidad	0,0	1,1	0,7	1,7	18,7	22,2
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,9	2,0	4,2	9,0	17,5	33,6
Empleado por cuenta propia	0,0	0,6	0,7	3,4	25,2	29,9
Jubilado	0,2	2,2	5,1	4,2	22,7	34,4
Inactivo o parado	0,2	0,0	0,2	0,1	1,5	2,1

Fuente: Elaboración propia.

**Distribución del total invertido por los hogares en activos de renta fija según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares**

CUADRO 8

% sobre total

	España					Total
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	<b>0,1</b>	<b>5,5</b>	<b>12,7</b>	<b>22,7</b>	<b>59,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,0	0,6	5,0	4,3	4,0	13,9
Entre 45 y 64 años	0,0	1,9	0,5	5,0	41,2	48,6
Mayor de 64 años	0,1	3,0	7,2	13,4	13,9	37,6
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,1	3,1	11,8	14,7	14,4	44,1
Bachillerato	0,0	1,4	0,1	2,4	29,0	32,9
Universidad	0,0	1,0	0,8	5,5	15,6	23,0
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,0	0,8	0,7	6,7	7,4	15,6
Empleado por cuenta propia	0,0	0,0	4,8	0,1	10,7	15,6
Jubilado	0,1	1,4	6,3	9,5	29,8	47,0
Inactivo o parado	0,0	3,4	0,9	6,4	11,2	21,8
<b>EE.UU.</b>						
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>5,9</b>	<b>91,7</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,1	0,6	0,3	0,6	3,7	5,2
Entre 45 y 64 años	0,0	0,2	0,7	2,8	42,3	45,9
Mayor de 64 años	0,0	0,1	0,5	2,5	45,7	48,8
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,0	0,1	0,1	0,0	2,3	2,5
Bachillerato	0,1	0,5	0,8	1,8	12,4	15,6
Universidad	0,0	0,3	0,6	4,1	76,9	81,9
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,1	0,6	0,7	2,2	15,2	18,8
Empleado por cuenta propia	0,0	0,0	0,2	0,7	40,4	41,4
Jubilado	0,0	0,2	0,3	2,9	35,9	39,2
Inactivo o parado	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,6
<b>Italia</b>						
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	<b>1,3</b>	<b>8,0</b>	<b>18,3</b>	<b>27,2</b>	<b>45,2</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,5	1,8	3,2	2,9	6,6	14,9
Entre 45 y 64 años	0,4	2,8	8,3	15,1	18,8	45,3
Mayor de 64 años	0,4	3,4	6,9	9,2	19,9	39,8
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,7	5,4	11,3	14,7	12,2	44,3
Bachillerato	0,4	1,8	5,6	9,8	14,7	32,3
Universidad	0,2	0,7	1,5	2,7	18,4	23,4
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,6	2,9	6,5	8,8	9,9	28,7
Empleado por cuenta propia	0,1	0,5	1,2	4,1	11,1	17,0
Jubilado	0,5	4,3	10,4	14,2	23,4	52,8
Inactivo o parado	0,0	0,2	0,2	0,2	0,9	1,5

Fuente: Elaboración propia.

**Distribución del total invertido por los hogares en fondos de inversión según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares**

CUADRO 9

% sobre total

	España					Total
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	1,7	2,9	10,5	17,1	67,7	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	1,3	1,1	3,2	5,8	3,1	14,4
Entre 45 y 64 años	0,2	1,2	2,9	5,6	49,3	59,2
Mayor de 64 años	0,3	0,6	4,4	5,7	15,4	26,4
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	1,4	1,4	3,7	9,3	13,5	29,3
Bachillerato	0,1	0,7	2,4	2,5	16,9	22,6
Universidad	0,2	0,8	4,4	5,3	37,3	48,1
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	1,2	2,2	5,0	7,3	29,6	45,3
Empleado por cuenta propia	0,1	0,0	0,6	2,1	11,3	14,1
Jubilado	0,3	0,6	3,8	5,8	19,5	30,0
Inactivo o parado	0,2	0,0	1,1	1,9	7,3	10,6
<b>EE.UU.</b>						
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	0,1	0,7	4,8	14,6	79,9	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	0,0	0,4	1,3	1,9	11,1	14,8
Entre 45 y 64 años	0,0	0,2	1,7	6,8	41,8	50,4
Mayor de 64 años	0,0	0,1	1,8	5,9	27,0	34,8
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	0,0	0,0	0,2	0,6	3,8	4,7
Bachillerato	0,0	0,4	2,0	4,7	15,7	22,9
Universidad	0,0	0,3	2,5	9,2	60,4	72,5
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	0,1	0,5	2,4	6,5	23,8	33,3
Empleado por cuenta propia	0,0	0,0	0,2	1,5	25,4	27,1
Jubilado	0,0	0,1	1,8	6,4	28,4	36,8
Inactivo o parado	0,0	0,0	0,3	0,2	2,3	2,8
<b>Italia</b>						
	[0,25]	[25,50]	[50,75]	[75,90]	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	2,2	7,1	15,3	23,4	52,0	100,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	1,3	2,0	4,7	3,3	5,7	16,9
Entre 45 y 64 años	0,7	3,1	5,6	14,6	26,6	50,7
Mayor de 64 años	0,1	2,0	5,0	5,5	19,7	32,4
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	1,3	3,1	8,8	9,8	10,0	33,0
Bachillerato	0,7	3,3	5,5	10,7	28,0	48,2
Universidad	0,1	0,7	1,0	3,0	14,0	18,8
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	1,8	4,0	5,6	7,4	14,7	33,6
Empleado por cuenta propia	0,0	0,6	1,8	5,3	12,6	20,3
Jubilado	0,3	2,3	7,7	9,2	24,0	43,5
Inactivo o parado	0,0	0,2	0,2	1,4	0,7	2,6

Fuente: Elaboración propia.

Por último, en el cuadro 9 se muestra la distribución de la inversión total en **fondos de inversión**. Si se comparan los efectos de las diferentes características del hogar en esta inversión con las otras dos clases de activos financieros analizados, se observa que en los tres países la distribución en función de la riqueza neta está algo menos sesgada hacia los hogares con los niveles más altos de riqueza que en el caso de la inversión en acciones cotizadas. Lo mismo sucede con el nivel educativo: en los tres países el efecto del nivel de estudios sobre la cantidad total invertida es menor que en el caso de las acciones cotizadas. No obstante, en Italia y España, este efecto es superior que para el caso de la inversión en renta fija.

En cuanto al resto de las características, cabe mencionar que el efecto de la edad es muy similar al caso de las acciones cotizadas: los hogares de mediana edad son los que más invierten, en parte debido a que pertenecen en mayor grado que el resto a niveles altos de riqueza.

### 4.3 Consideraciones finales

A modo de recapitulación de los resultados presentados en esta sección, cabe mencionar que en relación a los activos reales se ha podido observar que España es el país donde una mayor proporción de hogares poseen propiedades inmobiliarias y las cantidades invertidas en ellas son más altas. También es el país, de los tres estudiados, donde más hogares con niveles bajos de riqueza neta tienen la vivienda principal en propiedad.

En cuanto a los distintos activos financieros estudiados, las conclusiones difieren según el activo. En las tres economías, tanto la decisión de invertir en acciones cotizadas como las cantidades invertidas en este activo están muy influenciadas por el nivel de riqueza neta y también, en menor medida, por la educación del inversor. Lo mismo sucede en el caso de los fondos de inversión, aunque estos efectos son algo más suaves. En cambio, el comportamiento en la inversión en activos de renta fija es dispar entre países: mientras que en España e Italia los efectos riqueza y educación son menos decisivos que para los otros dos activos anteriores, en Estados Unidos es todo lo contrario. Asimismo, en los dos primeros países también se observa una mayor inversión por parte de los hogares de mayor edad, hecho que no se percibe en Estados Unidos. De los tres activos analizados, en la renta fija es donde existen más diferencias entre los países, tanto en las cantidades invertidas como en el número de hogares inversores: en España son mucho menos populares que en Estados Unidos e Italia, aunque las cantidades invertidas son relativamente altas, al igual que en Italia pero no en Estados Unidos, donde más de la mitad de los inversores invierte cantidades inferiores a los mil euros.

## 5 Análisis de conglomerados activo a activo

El objetivo de este apartado es identificar el perfil del inversor en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión para los tres países analizados. Para ello, se utiliza el mismo método de análisis de conglomerados (clusters) empleado en Ispuerto y Villanueva (2010), el método bietápico<sup>24</sup>, y se comparan los distintos conglomerados obtenidos para los tres países. Esta metodología permite clasificar a los individuos en grupos o clases por su semejanza o similitud, es decir, en categorías en las que los individuos presentan valores similares respecto de las variables consideradas. Así, en este trabajo se obtienen, para cada activo financiero analizado, distintos perfiles de los inversores tales que cada uno representa a inversores con características similares entre sí (homogeneidad dentro del grupo) y distintas entre los perfiles (heterogeneidad entre grupos).

Las características de los hogares utilizadas en el análisis cluster han sido las mismas que en Ispuerto y Villanueva (2010): la edad del cabeza de familia, la educación<sup>25</sup> del cabeza de familia y la riqueza neta del hogar. Los tres cuadros presentados en esta sección muestran las medias de los resultados de los conglomerados obtenidos para los inversores en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión, respectivamente. Además de las características empleadas en el análisis cluster, se añade la información referente a otras variables correspondientes a estos inversores, tales como la renta del hogar, el perfil de riesgo<sup>26</sup>, el importe invertido en cada activo analizado y el peso que dicho importe tiene sobre la cartera financiera, así como el tipo de activo de renta fija y el tipo de fondo de inversión para los cuadros correspondientes a cada uno de estos activos. Asimismo, los tres gráficos de este apartado representan la distribución (primer, segundo y tercer cuartil) de las características utilizadas en el análisis cluster para cada uno de los activos (acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión) y para los tres países estudiados. El objetivo de estos gráfi-

---

24 Para un mayor detalle de la metodología, véase el anexo metodológico de Ispuerto y Villanueva (2010).

25 Para el análisis cluster, se ha codificado la variable educación para hacerla lo más continua posible. En España, los valores se sitúan en un intervalo que va del 1 al 12, donde valores entre 1 y 5 corresponden a educación inferior a bachillerato, valores entre 6 y 9 a bachillerato y valores entre 10 y 12 a educación universitaria. En Estados Unidos, esta variable se ha modificado sustancialmente para homogeneizarla con el resto de los países y difiere de la obtenida en la encuesta. Así, la variable está codificada entre el 1 y el 12, donde los estudios inferiores a bachillerato corresponden a valores del 1 al 6, bachillerato corresponde a los valores 7 y 8 y estudios universitarios a valores comprendidos entre 9 y 12. La variable en Italia se obtiene directamente de la encuesta y sus valores van del 1 al 8, siendo los valores entre el 1 y el 4 indicativos de estudios inferiores a bachillerato, el 5 de bachillerato y del 6 al 8, de estudios universitarios.

26 Esta variable sólo está disponible para todos los hogares en las encuestas de España y Estados Unidos. Las posibles respuestas en ambas encuestas son las mismas, al hogar le gusta: (1) asumir muchos riesgos a la espera de obtener muchos beneficios, (2) asumir bastantes riesgos a la espera de obtener beneficios por encima de lo normal, (3) asumir riesgos medios a la espera de obtener beneficios medios, y (4) no están dispuestos a asumir riesgos financieros.

cos es ofrecer la distribución de las principales variables empleadas eliminando el efecto de los valores extremos que se produce en las medias expuestas en los cuadros.

## 5.1 Acciones cotizadas

Si se comparan las características del conjunto de inversores en acciones cotizadas y las del total de hogares de la población, tanto en España como en Italia y Estados Unidos se observa que estos inversores tienen una edad ligeramente superior (excepto en Italia), una mayor educación y una riqueza neta sustancialmente superior a la poblacional. Las diferencias entre los países son muy pequeñas. Aparte de la ya mencionada en la edad, en España las diferencias de educación entre el conjunto de inversores en acciones cotizadas y la población son mayores que en el resto de los países. Por otra parte, la dispersión en la distribución de la riqueza neta para los inversores en acciones cotizadas de Estados Unidos es mucho mayor a la obtenida en España, la cual, a su vez, es mayor que en Italia.

Al analizar los conglomerados obtenidos de forma individualizada, se observa una diferencia entre los tres países en el número de clusters óptimo<sup>27</sup>: mientras que los inversores en acciones cotizadas de España e Italia se agrupan en cuatro conglomerados (incluido el cluster con los valores atípicos<sup>28</sup>), en Estados Unidos el número óptimo es uno más, cinco clusters. Es decir, mientras que en España e Italia se identifican cuatro perfiles diferentes de inversores, en Estados Unidos se distinguen cinco. Los clusters obtenidos en España e Italia son muy similares, siendo la principal diferencia el porcentaje de hogares que cada uno representa. En Italia el conglomerado más importante, con algo menos de la mitad de los hogares que invierten en acciones cotizadas, es el que engloba a inversores jóvenes, con una educación en la media de los inversores y con una riqueza neta inferior a la del total de inversores pero superior a la poblacional (cluster 1). Por su parte, en España los conglomerados de inversores de más edad son los que tienen un mayor peso, especialmente el tercer cluster, que contiene a aquéllos con una edad ligeramente superior a la del resto de inversores, una educación alta y concentrada casi únicamente en estudios universitarios y una riqueza neta con una media muy elevada pero, a la vez, muy dispersa.

En Estados Unidos, el conglomerado adicional obtenido agrupa al 25% de los inversores y representa a aquellos hogares más jóvenes (en torno a 36 años de media y mediana), con una elevada educación y una riqueza neta similar a la del otro cluster de inversores jóvenes (cluster 2) e inferior a la del resto de inversores en acciones cotizadas. Este tipo de inversor tan joven no está representado ni en España ni en

---

27 El método bietápico permite identificar el número óptimo de conglomerados para un conjunto de datos a través de un procedimiento que utiliza el BIC (*Bayesian information criterion*) como criterio de decisión. Para un mayor detalle véase el anexo metodológico de Isperto y Villanueva (2010).

28 El método bietápico permite eliminar del análisis observaciones que denomina "ruido" y que corresponden a los valores atípicos. Al igual que en Isperto y Villanueva (2010), el porcentaje que se ha tenido en cuenta es el 10%: en la primera etapa del proceso, donde se agrupan los datos en muchos grupos de tamaño reducido, aquellos grupos con un número de datos inferior al 10% del grupo mayor se consideran valores atípicos (para un mayor detalle véase el anexo metodológico de Isperto y Villanueva [2010]). Como se observa en los cuadros, con este tratamiento se eliminan del análisis cluster entre el 0,5 y el 1% de las observaciones.

Italia. Otro cluster que difiere significativamente de los obtenidos en España e Italia es el tercero, que aunque sólo supone el 15% de los inversores, recoge hogares cuyo cabeza de familia tiene una edad en media muy alta (poco más de 70 años), con una educación baja y una riqueza neta bastante elevada (aunque no tanto como la del último conglomerado). Es llamativo que estos hogares de edad elevada tengan un alto peso de su cartera financiera invertida en acciones cotizadas (en media un 27%) comparado con el resto de inversores (un 22%).

## Resultados del análisis de conglomerados para inversores en acciones cotizadas\*

CUADRO 10

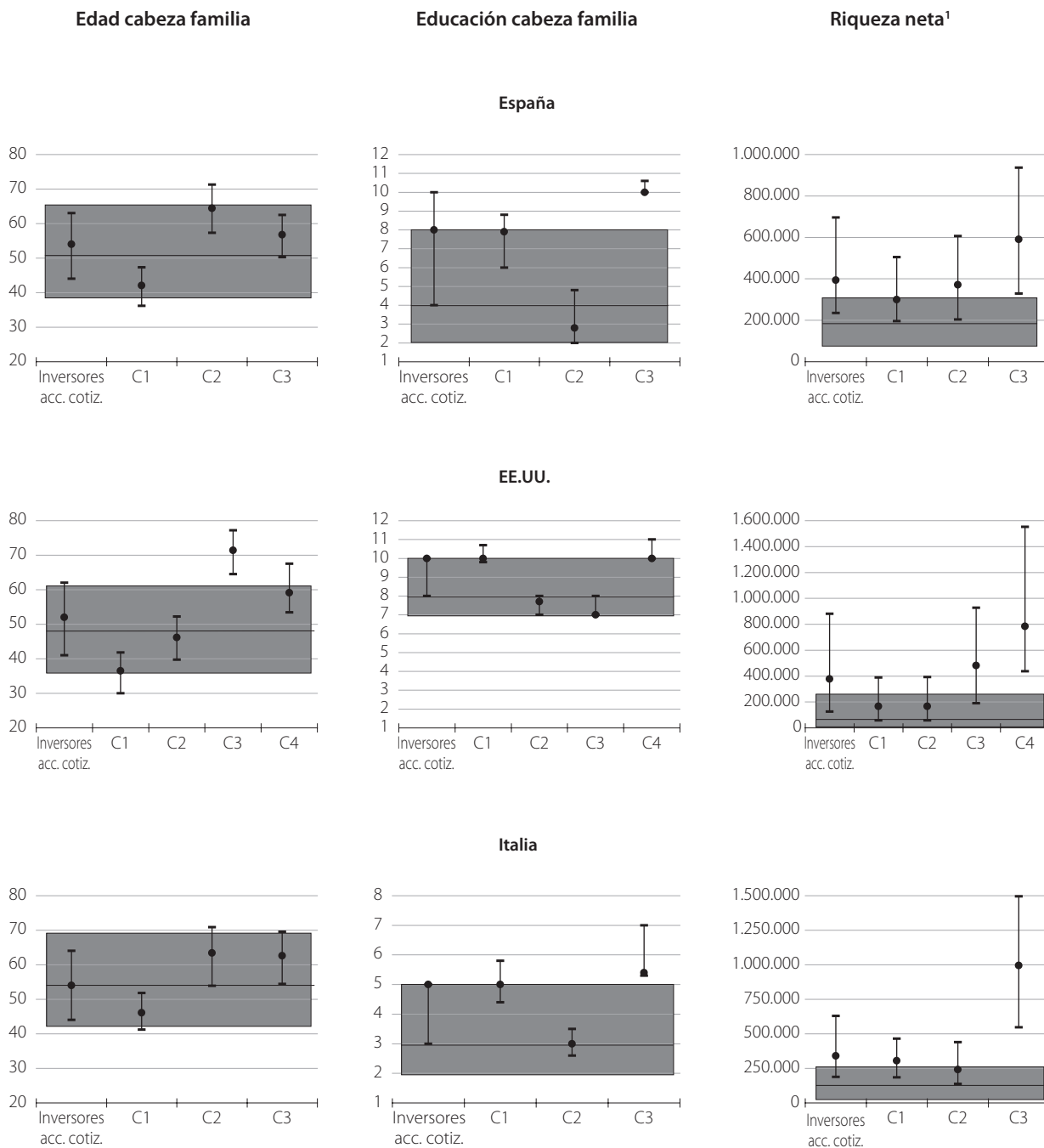
	España					Total población	
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4 Inversores en (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en acc. cotizadas		
Número de hogares (%)	37,0	25,0	37,7	0,3	—	—	
<b>Características</b>							
Edad	42,0	66,7	57,5	57,1	53,6	52,4	
Educación	7	3	10	9	7	5	
Riqueza neta	420.470	458.576	814.683	18.072.116	628.758	256.964	
<b>Características adicionales</b>							
Renta	55.965	32.446	79.225	416.342	59.974	30.420	
Perfil de riesgo	4	4	3 / 4	3	4	4	
Importe invertido en acc. cotizadas	14.260	23.568	46.090	723.269	30.262	3.449	
Peso acc. cotiz. en cartera financiera	21,6%	32,1%	28,8%	29,8%	26,6%	n.a.	
<b>EE.UU.</b>							
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5 Inversores en (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en acc. cotizadas	Total población
Número de hogares (%)	24,7	24,7	14,7	35,5	0,4	—	—
<b>Características</b>							
Edad	35,9	45,1	71,6	61,0	59,4	52,3	49,6
Educación	10	8	7	11	10	9	8
Riqueza neta	396.400	349.565	897.201	1.636.050	43.544.578	1.060.538	378.383
<b>Características adicionales</b>							
Renta	99.626	72.055	65.570,0	170.448,0	2.589.731	122.375	61.928
Perfil de riesgo	3	3	3	3	2	3	4
Importe invertido en acc. cotizadas	34.952	31.301	118.946,8	220.385,7	7.733.062	140.094	28.930
Peso acc. cotiz. en cartera financiera	21,3%	21,6%	27,1%	21,6%	35,4%	22,3%	n.a.
<b>Italia</b>							
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4 Inversores en (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en acc. cotizadas	Total población	
Número de hogares (%)	47,3	30,7	21,5	0,5	—	—	
<b>Características</b>							
Edad	46,3	62,7	61,7	54,1	54,5	55,3	
Educación	5	3	6	7	5	3	
Riqueza neta	345.739	311.969	1.169.489	5.215.590	522.406	202.553	
<b>Características adicionales</b>							
Renta	51.352	40.585	86.618	205.997	56.110	30.175	
Importe invertido en acc. cotizadas	23.003	14.895	39.204	5.292	23.663	1.610	
Peso acc. cotiz. en cartera financiera	38,2%	36,5%	35,1%	12,8%	36,9%	n.a.	

Fuente: Elaboración propia.

n.a.: No aplica.

\* Los datos mostrados son la media de las medias obtenidas de la característica para cada uno de los diez conglomerados, excepto para la situación laboral y el perfil de riesgo, donde se da el valor más repetido de la moda (valor con mayor frecuencia). Los datos en importes están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

1 Este conglomerado recoge el total de inversores denominados "ruido" o valores atípicos (para un mayor detalle, véase la nota 26 del Documento de Trabajo).



Fuente: Elaboración propia.

\* Los gráficos muestran el primer, el segundo (mediana) y el tercer cuartil para el total de inversores, para los distintos clusters (C1, C2, etc.) y para el total de hogares de la población (cuadro gris).

1 Los datos de la riqueza neta están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).



## 5.2 Activos de renta fija

Analizando al conjunto de inversores en activos de renta fija, cabe señalar que tienen una edad media superior a la del resto de la población (a excepción de Estados Unidos), una educación superior a la poblacional y una riqueza neta que supera a la del resto de la población pero no resulta tan elevada como la observada para los inversores en el resto de activos financieros analizados (exceptuando España, donde estas diferencias no se observan). De forma individual, cabe destacar que en España los inversores situados entre el primer y el tercer cuartil son hogares de prácticamente todas las edades, ya que la distribución está muy dispersa, siendo algo más numerosos aquéllos cuyo cabeza de familia tiene una edad avanzada (el 25% de los inversores tiene una edad superior a los 67 años). Por su parte, al igual que ocurre con el resto de los activos financieros analizados, en España los universitarios tienen una participación más significativa. No obstante, y a diferencia de los otros dos activos financieros analizados, los hogares con educación inferior a bachillerato representan un porcentaje relativamente elevado del total de inversores en activos de renta fija, concretamente el 48%.

Por último, destacan las diferencias que existen entre los tres países analizados en el peso que la renta fija tiene sobre la cartera financiera. Los inversores en activos de renta fija tienen invertido en este tipo de activo, en términos medios, el 50% de su cartera financiera en Italia, el 34% en España y únicamente el 10% en Estados Unidos. Es decir, como ya se ha mencionado a lo largo del documento, en este último país la posesión de este activo es tan sólo complementaria a la inversión en otros tipos de activos financieros: muchos hogares tienen además otros activos financieros y el importe invertido en activos de renta fija es bajo. Por su parte, para muchos hogares de Italia la posesión de activos de renta fija es la principal inversión financiera, de manera que la mitad de ellos poseen únicamente este tipo de activo financiero.

El número de conglomerados óptimo difiere entre países: en España y Estados Unidos se obtienen cinco clusters, mientras que en Italia se alcanzan únicamente tres. Aunque el número de clusters óptimo en España y en Estados Unidos es el mismo, existen diferencias entre ambos países. En España, destaca la existencia de dos conglomerados con inversores muy jóvenes (en torno a los 37 años de media), aunque apenas suponen el 35% de los inversores totales. Llama la atención que uno de estos dos clusters, el primero, está formado por hogares con una educación no muy elevada y una riqueza neta baja (en media, inferior a la poblacional). Por su parte, en ambos países existe un tipo de inversor (cluster 3) de avanzada edad (especialmente en Estados Unidos), con una educación muy baja y una riqueza neta relativamente elevada. Adicionalmente, cabe señalar que mientras que en España el mayor porcentaje de inversores en activos de renta fija está representado por hogares de mayor edad (los dos últimos clusters), en Estados Unidos se trata de inversores jóvenes y de baja riqueza neta (los dos primeros clusters).

En Italia, por su parte, los tres conglomerados obtenidos parecen estar fuertemente influenciados por la educación. El primer cluster, que engloba al 60% de los inversores, está compuesto por hogares cuyo cabeza de familia posee un título de estudios medios (bachillerato), tiene una edad media por debajo del resto de inversores y de la población y una riqueza neta que supera a la del resto de los inversores.

## Resultados del análisis de conglomerados para inversores en activos de renta fija\*

CUADRO 11

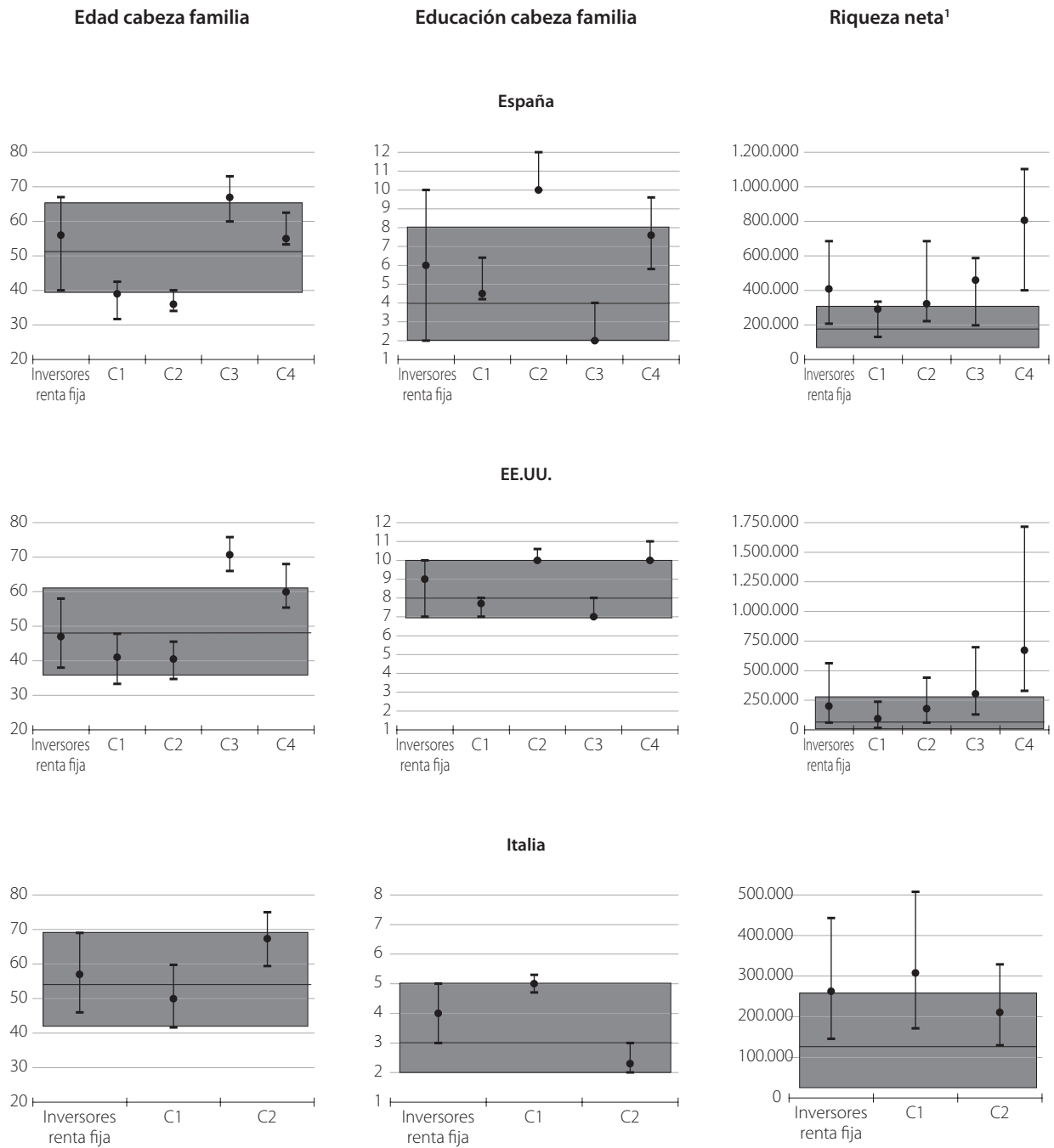
España							
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en act. de renta fija	Total población
Número de hogares (%)	17,0	17,7	36,9	28,3	0,2	—	—
<b>Características</b>							
Edad	36,6	37,2	66,3	61,5	64,7	54,8	52,4
Educación	5	11	3	8	9	6	5
Riqueza neta	193.034	470.449	402.986	939.332	11.863.918	550.675	256.964
<b>Características adicionales</b>							
Renta	44.203	75.338	25.377	59.093	398.909	47.581	30.420
Perfil de riesgo	4	4	4	4	3	4	4
Importe invertido en RF	15.345	17.389	34.907	59.109	114.274	35.476	3.449
Peso RF en cartera financiera	31,0%	16,2%	51,9%	23,4%	3,3%	33,9%	n.a.
<b>% de hogares tiene activos de RF</b>							
Pública	12,3%	33,9%	35,9%	52,7%	30,6%	36,2%	n.a.
De entidades bancarias	51,7%	37,2%	54,1%	45,7%	44,9%	48,3%	n.a.
De otras instituc. financieras	36,9%	0,0%	9,2%	0,6%	3,3%	9,8%	n.a.
De soc. no financieras	0,0%	28,2%	1,1%	3,8%	17,4%	6,5%	n.a.
EE.UU.							
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en act. de renta fija	Total población
Número de hogares (%)	36,1	29,3	13,4	20,9	0,3	—	—
<b>Características</b>							
Edad	39,9	39,8	71,2	62,5	58,8	48,8	49,6
Educación	7	10	7	10	11	9	8
Riqueza neta	199.318	393.416	600.479	1.690.240	41.919.794	738.455	378.383
<b>Características adicionales</b>							
Renta	59.428	97.464	50.570	159.335	2.361.967	96.993	61.928
Perfil de riesgo	3	3	3	3	3	3	4
Importe invertido en RF	3.669	6.099	30.739	136.033	5.613.797	50.926	9.599
Peso RF en cartera financiera	12,3%	5,4%	7,8%	11,0%	24,7%	9,4%	n.a.
<b>% de hogares tiene activos de RF</b>							
Pública	99,7%	99,3%	96,9%	62,2%	89,6%	91,3%	n.a.
Privada	0,0%	2,4%	6,9%	15,6%	34,6%	5,0%	n.a.
Otros (de emisores extranjeros)	0,2%	0,2%	0,0%	1,2%	9,7%	0,0%	n.a.
Italia							
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en act. de renta fija	Total población		
Número de hogares (%)	59,4	39,5	1,1	—	—		
<b>Características</b>							
Edad	51,4	67,1	56,1	57,5	55,3		
Educación	5	3	5	4	3		
Riqueza neta	417.854	256.320	3.979.823	390.510	202.553		
<b>Características adicionales</b>							
Renta	52.125	33.052	298.948	47.206	30.175		
Importe invertido en RF	31.475	23.400	88.564	28.822	3.458		
Peso RF en cartera financiera	46,3%	56,9%	32,6%	50,3%	n.a.		
<b>% de hogares tiene activos de RF</b>							
Pública	56,1%	69,7%	35,5%	61,3%	n.a.		
Privada	55,6%	35,2%	76,0%	47,8%	n.a.		

Fuente: Elaboración propia.

n.a. No aplica.

\* Los datos mostrados son la media de las medias obtenidas de la característica para cada uno de los diez conglomerados, excepto para la situación laboral y el perfil de riesgo, donde se da el valor más repetido de la moda (valor con mayor frecuencia). Los datos en importes están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

1 Este conglomerado recoge el total de inversores denominados "ruido" o valores atípicos (para un mayor detalle, véase la nota 26 de este Documento de Trabajo).



Fuente: Elaboración propia.

\* Los gráficos muestran el primer, el segundo (mediana) y el tercer cuartil para el total de inversores, para los distintos clusters (C1, C2, etc.) y para el total de hogares de la población (cuadro gris).

<sup>1</sup> Los datos de la riqueza neta están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

### 5.3 Fondos de inversión

Al igual que se observa para el resto de los activos financieros analizados, los inversores en fondos de inversión tienen en media una edad mayor a la poblacional (a excepción de Italia). De todos los países analizados cabe destacar Estados Unidos, donde las diferencias en la edad entre los inversores y la población son muy significativas. Por su parte, tanto la educación como la riqueza neta de estos inversores son superiores a las del resto de los hogares en todos los países. Como se ha resaltado en el resto de los activos financieros, muchos inversores en fondos de inversión poseen un título de educación universitaria en España (39%), un porcentaje bastante alto teniendo en cuenta los universitarios que hay en la población española (15%). Asimismo, los inversores en fondos de inversión en Italia, al igual que los inversores en activos de renta fija, tienen una riqueza neta inferior a la de los inversores en acciones cotizadas, aunque en todos los casos es superior a la poblacional. Con respecto a la cartera financiera de los inversores en fondos de inversión, el importe invertido en éstos es relativamente alto y mayor al de los inversores del resto de activos financieros estudiados, principalmente en España (donde la cantidad invertida en fondos de inversión supone en media el 45% del total de activos financieros) y en Estados Unidos (donde representa el 35%).

Mientras que en España y Estados Unidos el número óptimo de conglomerados es de cinco, en Italia es sólo de cuatro. Lo más destacado entre los clusters obtenidos es que en España y Estados Unidos existe un cluster (el tercero) que representa a inversores con edad muy elevada (el 25% de los inversores de este grupo tienen más de 80 años), con una educación muy baja y una riqueza neta media.

## Resultados del análisis de conglomerados para inversores en fondos de inversión\*

CUADRO 12

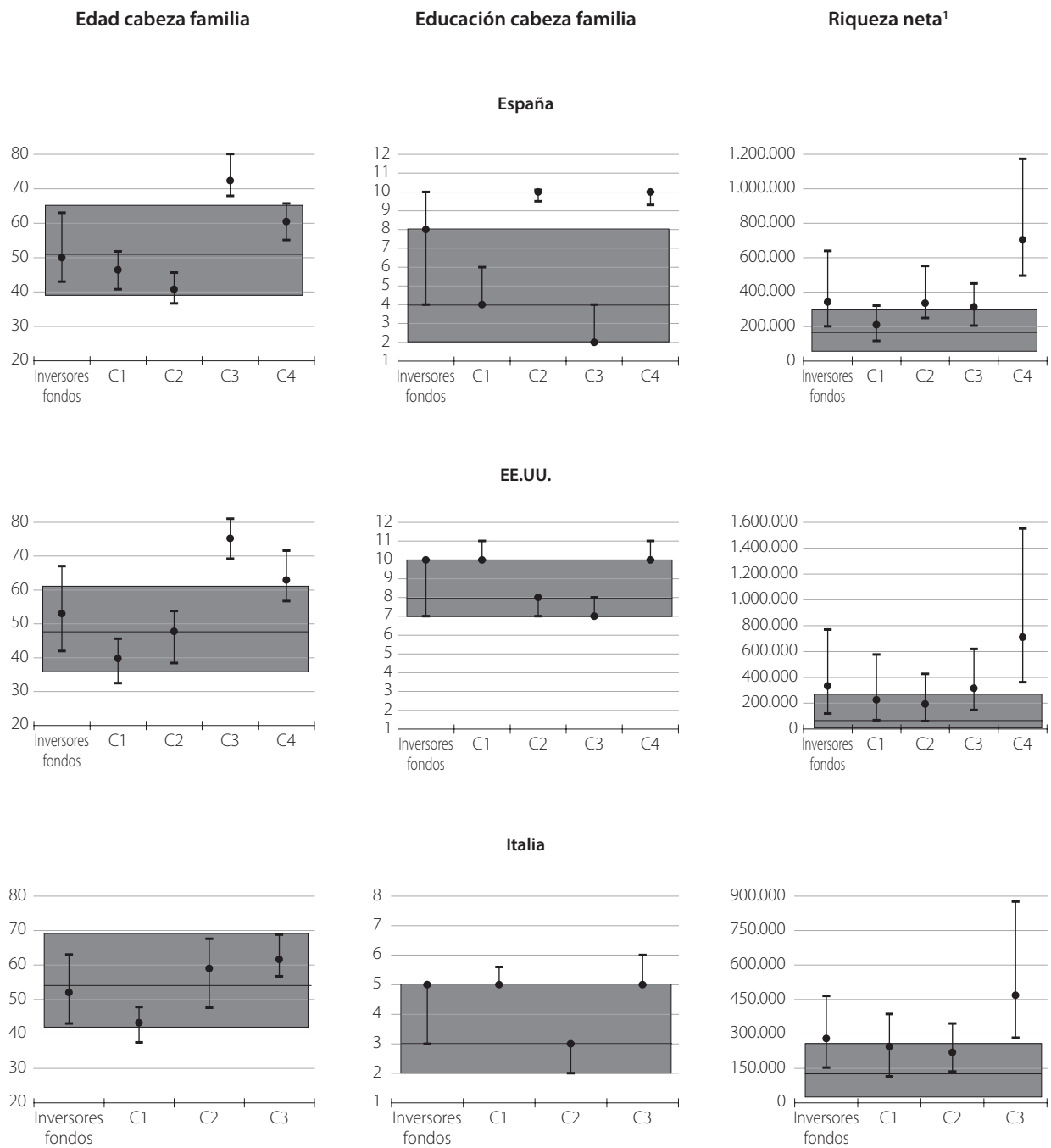
	España					Cluster 5 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en fondos	Total población
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5			
Número de hogares (%)	29,7	26,7	18,8	24,5	0,3	—	—	
<b>Características</b>								
Edad	45,1	40,4	72,8	61,5	58,0	53,1	52,4	
Educación	5	10	3	10	9	7	5	
Riqueza neta	287.385	441.488	382.393	959.873	12.581.444	550.409	256.964	
<b>Características adicionales</b>								
Renta	43.434	66.810	24.077	85.780	432.363	57.672	30.420	
Perfil de riesgo	4	3 / 4	4	3	3	4	4	
Importe invertido en fondos	24.066	26.958	45.503	89.762	689.713	47.112	3.449	
Peso fondos en cartera financiera	45,3%	38,6%	59,5%	40,5%	29,6%	44,9%	n.a.	
<b>Tipo de fondo de inversión</b>								
Garantizados	30,5%	25,3%	35,8%	26,1%	43,9%	29,0%	n.a.	
Renta fija	26,7%	31,1%	35,8%	40,6%	29,0%	32,9%	n.a.	
Renta variable	31,9%	48,1%	25,9%	50,1%	53,3%	39,8%	n.a.	
Mixtos	19,0%	26,2%	10,8%	25,1%	25,0%	20,9%	n.a.	
Internacional	0,0%	4,5%	0,0%	4,0%	11,0%	2,2%	n.a.	
Inmobiliario	4,6%	4,4%	0,4%	4,4%	9,0%	3,7%	n.a.	
Otros fondos	0,0%	0,6%	0,0%	0,6%	1,1%	0,3%	n.a.	
<b>EE.UU.</b>								
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4	Cluster 5 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en fondos	Total población	
Número de hogares (%)	27,3	27,0	18,2	27,2	0,4	—	—	
<b>Características incluidas en el cluster</b>								
Edad	38,7	45,9	75,3	64,8	57,9	54,4	49,6	
Educación	10,4	7,6	6,6	10,6	10,3	9	8	
Riqueza neta	505.566	371.468	577.598	1.563.215	38.670.498	935.883	378.383	
<b>Características adicionales</b>								
Renta	111.798	65.754	45.493	155.273	2.231.501	124.576	70.667	
Perfil de riesgo	3	3	3	3	2	3	4	
Importe invertido en fondos	83.174	64.717	127.768	267.818	7.460.730	29.110	10.954	
Peso fondos en cartera financiera	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	35,6%	n.a.	
<b>Tipo de fondo de inversión</b>								
Renta fija	55,5	49,5	47,3	61,6	61,8	54,1%	n.a.	
de los cuales, monetarios	45,9	40,3	34,8	45,0	33,2	42,1%	n.a.	
Renta variable	56,7	49,7	42,5	55,2	72,7	51,9%	n.a.	
Mixtos	12,7	10,7	5,4	12,1	11,4	10,7%	n.a.	
Otros fondos	23,4	22,4	44,4	35,8	47,9	30,4%	n.a.	
<b>Italia</b>								
	Cluster 1	Cluster 2	Cluster 3	Cluster 4 (ruido <sup>1</sup> )	Inversores en fondos	Total población		
Número de hogares (%)	37,1	36,9	24,8	1,2	—	—		
<b>Características</b>								
Edad	42,7	58,2	62,8	59,1	53,5	55,3		
Educación	5	3	5	6	4	3		
Riqueza neta	287.026	269.291	674.322	4.997.159	429.250	202.553		
<b>Características adicionales</b>								
Renta	46.062	38.589	59.171	221.353	48.547	30.175		
Importe invertido en fondos	20.620	22.869	47.934	61.802	28.626	2.326		
Peso fondos en cartera financiera	46,0%	52,6%	47,5%	37,6%	48,7%	n.a.		
<b>Tipo de fondo de inversión</b>								
Renta fija	39,2%	37,7%	42,2%	57,0%	39,6%	n.a.		
Renta variable	45,8%	33,0%	38,9%	58,8%	39,5%	n.a.		
Mixtos	44,0%	44,4%	47,7%	68,0%	45,3%	n.a.		

Fuente: Elaboración propia.

n.a. No aplica.

\* Los datos mostrados son la media de las medias obtenidas de la característica para cada uno de los diez conglomerados, excepto para la situación laboral y el perfil de riesgo, donde se da el valor más repetido de la moda (valor con mayor frecuencia). Los datos en importes están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

1 Este conglomerado recoge el total de inversores denominados "ruido" o valores atípicos (para un mayor detalle, véase la nota 26 de este Documento de Trabajo).



Fuente: Elaboración propia.

\* Los gráficos muestran el primer, el segundo (mediana) y el tercer cuartil para el total de inversores, para los distintos clusters (C1, C2, etc.) y para el total de hogares de la población (cuadro gris).

<sup>1</sup> Los datos de la riqueza neta están reflejados en euros del año 2005. Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar) y los de Italia se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

## 5.4 Principales resultados

Comparando las principales características de los inversores en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión en España, Estados Unidos e Italia, cabe destacar las siguientes diferencias:

1. En lo que respecta a la **edad** del cabeza de familia, los hogares cuyo cabeza de familia es muy joven o de edad muy avanzada están poco representados entre los inversores si se compara con la población. Como excepción, existen inversores con una edad elevada entre los hogares que invierten en activos de renta fija en España y en acciones cotizadas y fondos de inversión en Estados Unidos, siendo en este último caso bastante significativo. De hecho, al comparar los conglomerados obtenidos, en Estados Unidos siempre se tiene un cluster que engloba a aquellos inversores de mayor edad, que además tienen una educación baja y una riqueza neta media-alta. Por su parte, en España sólo existe un cluster representativo con aquellos hogares con edad más avanzada y es para los inversores en fondos de inversión.
2. En términos generales, los inversores tienen una **educación** media superior a la del total de hogares de la población. En particular, los inversores españoles destacan en esta característica, ya que los hogares cuyo cabeza de familia ha cursado estudios universitarios tienen una representación elevada entre los inversores en los tres tipos de activos financieros estudiados. Dentro de los clusters óptimos, en España siempre existe al menos un grupo que engloba a inversores con estudios universitarios.
3. De forma generalizada, se observa que los hogares que invierten en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión tienen una **riqueza neta** mucho más elevada que el resto de los hogares de la población. Mientras que en España no existen importantes diferencias en la riqueza neta entre los inversores en los distintos activos financieros analizados, en Estados Unidos e Italia sí difiere según el activo financiero. Así, en Estados Unidos la riqueza neta de los inversores en activos de renta fija es mucho más baja que la de los inversores en acciones cotizadas o en fondos de inversión. Esto puede deberse en parte, como ya se ha comentado, al hecho de que en Estados Unidos mucha gente tiene activos de renta fija pero con importes relativamente reducidos<sup>29</sup>. En Italia, por su parte, se observan diferencias significativas en la riqueza neta de los inversores en activos de renta fija o en fondos de inversión, que en ambos casos es mucho más baja que la observada para los inversores en acciones cotizadas. En todos los países y para todos los activos financieros, excepto en Italia para los activos de renta fija, se obtiene un cluster que incluye a los hogares más ricos de la población (sin tener en cuenta el conglomerado con los valores atípicos). Este cluster engloba a los inversores con las riquezas netas más altas de la población, aunque hay que tener en cuenta que la dispersión en la riqueza neta de estos conglomerados es muy elevada, siendo también un cluster que en muchas ocasiones incluye hogares con riqueza neta inferior.

---

29 Como se veía en el cuadro 2, en Estados Unidos la mediana de la cantidad invertida en renta fija era de 900 euros, mucho menor a la de las acciones cotizadas, de 13 mil euros, o a la de los fondos de inversión, 31 mil euros.





## 6 Conclusiones

En este trabajo se han utilizado encuestas relativas a la situación patrimonial de los hogares realizadas en España (Encuesta Financiera de las Familias), Estados Unidos (Survey of Consumer Finances) e Italia (Indagine sui Bilanci delle Famiglie), para analizar las posibles similitudes y diferencias en los patrones de ahorro financiero entre los hogares españoles, italianos y estadounidenses.

A partir de un primer análisis se puede concluir que en Estados Unidos, en general, los hogares tienden a poseer en mayor medida activos financieros, a la vez que invierten mayores cantidades en ellos. Como excepción, destaca el caso de los depósitos bancarios, que aunque están en manos de más hogares que en Italia y España, en Estados Unidos representan un porcentaje mucho menor de su cartera. No obstante, cabe señalar que en este último país los fondos monetarios, cuya tenencia está bastante generalizada, son habitualmente considerados un producto sustitutivo de los depósitos y, de hecho, muchos de estos fondos operan como medios de pago. Por otro lado, los resultados obtenidos revelan que los hogares estadounidenses, en general, invierten más en aquellos activos financieros que son el objeto principal de estudio de este trabajo (acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión). Respecto a la inversión en activos reales, cabe destacar que en Estados Unidos el porcentaje de hogares con viviendas en régimen de propiedad es menor que en España e Italia.

Dado que las encuestas analizadas permiten relacionar diferentes características sociodemográficas de los hogares con las inversiones realizadas, se ha utilizado esta información con el fin de identificar similitudes y diferencias en el comportamiento inversor de los hogares de estos tres países. De todas las características del hogar estudiadas (la edad, la educación y la situación laboral del cabeza de familia y la riqueza neta del hogar), la riqueza neta es la variable más influyente en los tres países, tanto en lo que se refiere a la decisión de invertir en activos financieros como en las cantidades invertidas en ellos. En particular, España es el país donde el efecto riqueza a la hora de decidir invertir en acciones cotizadas, activos de renta fija o fondos de inversión es mayor; en concreto, el 50% de los hogares con menor riqueza neta apenas invierte en estos activos. Por el contrario, en relación a las cantidades totales invertidas en estos activos, este efecto riqueza es mucho más acusado en Estados Unidos que en España y, sobre todo, que en Italia.

En lo que respecta a los activos reales, se observa que, mientras que un porcentaje relativamente alto de los hogares españoles pertenecientes al cuartil de riqueza neta más baja posee propiedades inmobiliarias, en Estados Unidos y, especialmente, en Italia, la tenencia de propiedades inmobiliarias por parte de los hogares con menor riqueza neta es relativamente reducida.

Del resto de las características del hogar, la única que parece tener un efecto significativo sobre la inversión en activos financieros, descontando el nivel de riqueza, es el nivel educativo del cabeza de familia. Así, se observa que a mayor educación, mayor es la propensión a invertir en acciones cotizadas, activos de renta fija o fondos de inversión. En concreto, en Estados Unidos y España los hogares cuyo cabeza de familia tiene un título universitario tienden a invertir más en los activos mencionados. Este efecto es especialmente relevante para el caso español, dado que el porcentaje de hogares con estudios universitarios es significativamente menor al de Estados Unidos. En Italia, por su parte, este efecto es mucho más modesto, ya que la inversión la realizan en su gran mayoría hogares tanto con estudios universitarios como con estudios secundarios.

En relación a la inversión en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión, además de lo mencionado, se pueden extraer otras conclusiones relevantes. En primer lugar, los inversores de Estados Unidos diversifican más que los del resto de países, en el sentido de que tienen un mayor número de activos financieros en sus carteras, destacando en este sentido, especialmente, los inversores en acciones cotizadas. En segundo lugar, el perfil de los inversores en acciones cotizadas y fondos de inversión es muy similar, siendo algo más moderado el efecto del nivel educativo y de la riqueza neta sobre el patrón de inversión en este último activo, sobre todo para el caso de Italia, donde el nivel de riqueza neta de los inversores en fondos de inversión es sustancialmente menor que el de los inversores en acciones cotizadas.

Por último, resulta destacable que la inversión en activos de renta fija tiene unas características bastante dispares entre países. Por un lado, tanto en Estados Unidos como en Italia, a diferencia de en España, un número sustancial de hogares invierte en estos activos. Sin embargo, las cantidades invertidas por los hogares estadounidenses son, en general, bastante reducidas en comparación con las invertidas en España e Italia. Por otro lado, el perfil del inversor también es algo distinto entre países: (i) una parte sustancial de los inversores italianos y españoles tiene una edad elevada, a diferencia de en Estados Unidos, donde este grupo de inversores está menos representado; y (ii) la riqueza neta de los hogares que poseen activos de renta fija en Estados Unidos e Italia es significativamente inferior a la observada para los inversores en acciones cotizadas y fondos de inversión, aunque mayor a la poblacional.

Una posible línea de investigación a desarrollar en el futuro, en el contexto de las cuestiones abordadas en este artículo, es el análisis de la relación entre las pautas de ahorro/inversión de las familias, para distintos países, y el nivel de cultura financiera media de los hogares. En este sentido, idealmente, la identificación de relaciones robustas entre el perfil sociodemográfico de los hogares y la composición de su cartera financiera, como las documentadas en este trabajo, podría ser de gran utilidad a la hora de diseñar acciones formativas concretas en el campo de la educación financiera.

## 7 Bibliografía

- Banca d'Italia (2006). "Household Income and Wealth in 2004". *Supplements to the Statistical Bulletin*, number 7.
- Banco de España (2007). "Encuesta Financiera de las Familias (EFF): métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005". *Boletín Económico* 12/2007, pp. 32-65.
- (2010). "Encuesta Financiera de las Familias (EFF): métodos, resultados y cambios desde 2005". *Boletín Económico* 12/2010, pp. 29-64.
- Barceló, C. (2006). *Imputation of the 2002 wave of the Spanish Survey of Household Finances (EFF)*. Banco de España, Documentos Ocasionales, nº 0603.
- (2008). *The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish Survey of Household Finances*. Banco de España, Documentos de Trabajo, nº 0829.
- Bover, O. (2004). *Encuesta Financiera de las Familias Españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002*. Banco de España, Documentos Ocasionales, nº 0409.
- Bover, O., Martínez-Carrascal, C. y Velilla, P. (2005). "La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido". Banco de España, *Boletín Económico* 4/2005, pp. 111-133.
- Beer, C., Mooslechner, P., Schürz, M. y Wagner, K. (2006). "Austrian Households' Financial Wealth: An Analysis Based on Microeconomic Data". *Monetary Policy & The Economy*, Q2/2006, pp. 94-110.
- Bucks, B.K., Kennickell A.B. y Moore K.B. (2006). "Evidence from the 2001 and 2004 Survey of Consumer Finances". *Federal Reserve Bulletin*, vol. 92, pp. A1-A38.
- Federal Reserve System (2006). *Codebook for the 2004 Survey of Consumer Finances*. <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/2004/codebk2004.txt>
- Ispierto, A. y Villanueva, M.V. (2010). *Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*. CNMV, Monografía nº 40.
- Leece, D. (1999). "Applying Data Visualization and Knowledge Discovery in Databases to Segment the Market for Risky Financial Assets". *Managerial and Decision Economics*, nº 20, pp. 267-280.
- Villanueva, M.V. (2009). *Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones*. CNMV, Monografía nº 36.



## 8 Anexo

### Distribución del número total de hogares según percentil de riqueza neta y otras características de los hogares ANEXO 1

% sobre total

	España					Total
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	
<b>Total de hogares</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>15,0</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	11,8	9,8	8,2	4,2	2,1	36,1
Entre 45 y 64 años	6,7	7,0	9,9	6,9	5,7	36,2
Mayor de 64 años	6,5	8,1	6,9	3,9	2,2	27,6
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	16,1	17,5	14,6	7,2	3,5	58,8
Bachillerato	6,4	5,3	6,6	4,9	2,7	25,9
Universidad	2,5	2,2	3,9	2,9	3,8	15,2
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	12,1	11,4	12,1	6,5	3,6	45,7
Empleado por cuenta propia	1,2	1,6	2,8	2,7	3,1	11,4
Jubilado	5,0	7,1	6,5	4,1	2,7	25,4
Inactivo o parado	6,6	4,9	3,6	1,8	0,6	17,5
	EE.UU.					
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>15,0</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	16,7	13,1	8,5	3,1	1,4	42,8
Entre 45 y 64 años	5,8	7,6	9,5	7,7	5,4	36,0
Mayor de 64 años	2,5	4,3	6,9	4,2	3,2	21,2
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	7,0	5,1	3,6	0,8	0,5	17,1
Bachillerato	13,2	13,4	11,8	6,3	2,6	47,3
Universidad	4,8	6,5	9,6	7,9	7,0	35,7
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	17,0	17,4	14,5	7,5	3,7	60,1
Empleado por cuenta propia	1,2	1,9	2,7	2,7	3,3	11,8
Jubilado	4,7	4,7	6,9	4,6	2,8	23,7
Inactivo o parado	2,1	1,0	0,8	0,2	0,2	4,4
	Italia					
	[0,25)	[25,50)	[50,75)	[75,90)	[90,100]	Total
<b>Total de hogares</b>	<b>24,9</b>	<b>25,0</b>	<b>25,1</b>	<b>15,0</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 45 años	10,9	6,9	7,2	4,3	1,9	31,3
Entre 45 y 64 años	7,1	8,2	9,3	6,6	4,9	36,1
Mayor de 64 años	6,9	9,8	8,6	4,1	3,2	32,6
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	19,5	19,5	17,7	8,0	4,0	68,6
Bachillerato	4,6	4,0	5,9	5,2	3,6	23,3
Universidad	0,8	1,4	1,6	1,8	2,5	8,1
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	13,8	9,1	9,5	5,9	2,4	40,7
Empleado por cuenta propia	1,2	2,4	2,9	2,9	3,2	12,6
Jubilado	7,9	11,8	11,6	5,8	4,2	41,1
Inactivo o parado	2,0	1,6	1,1	0,4	0,3	5,6

Fuente: Elaboración propia.





