

## Comentario Gráfico

---

### EL AHORRO Y LA RIQUEZA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS. PREVISIONES PARA 2000

---

Santiago Carbó Valverde, Rafael López del Paso, Francisco Rodríguez Fernández(\*)

#### 1. Claves del comportamiento financiero de las familias en España

---

La atención por la dimensión financiera del ahorro familiar en España se ha acrecentado sensiblemente en los últimos años debido a varios factores. Por una parte, se han observado cambios sustanciales en el entorno macroeconómico. Entre otros factores, destaca el pronunciado descenso de los tipos de interés, cuyas consecuencias más significativas han sido un sensible incremento de la demanda de crédito y el abandono paulatino de los productos bancarios tradicionales, cediendo parte del protagonismo hacia los activos "de mercado". A esta evolución del precio del dinero debe unirse el crecimiento de la renta, que ha propiciado tanto el incremento como la diversificación de los activos financieros familiares y, paralelamente, un aumento considerable del endeudamiento, habida cuenta de la mejora en las expectativas.

Con este panorama, las operaciones financieras netas del sector hogares han presentado una evolución decreciente como resultado de una ralentización en el crecimiento de los flujos de adquisición neta de activos financieros y un crecimiento sustancial en la contracción neta de pasivos financieros. Así pues, el ahorro financiero neto (en la actualidad, definido por "operaciones financieras netas", según el SEC-95) sobre el PIB de las familias españo-

las ha descendido de forma continuada desde el 6,3 por 100 en 1995 hasta el 1,7 por 100 en 1999, casi la mitad que en 1998 (3,1 por 100). Si bien en el año 2000 esta magnitud podría situarse muy cerca del 0 por 100, es probable que en periodos sucesivos el ciclo descendente se cierre y se inicie una paulatina recuperación de las tasas de ahorro financiero, habida cuenta de los recientes cambios al alza en los tipos de interés y los menores ritmos de crecimiento económico previstos.

En lo que se refiere al comportamiento financiero de las familias debe destacarse, asimismo, el considerable aumento de la racionalidad en las decisiones de inversión y, sobre todo, de financiación, hechos que reflejan una sensible mejora de la cultura financiera familiar. El comportamiento financiero de los hogares resulta, asimismo, relevante por su importancia en los mecanismos de transmisión de la política monetaria y la rapidez con que se producen las transformaciones en la composición de la riqueza financiera, merced a la intensificación de la innovación financiera y de los cambios registrados en el entorno macroeconómico. Por otro lado, el crecimiento de la riqueza financiera de las familias representa un factor favorable para la inversión (aunque fundamentalmente residencial) tanto por el incremento de los recursos disponibles como por la mejora del colateral para la obtención de la financiación necesaria.

CUADRO 1  
 PORCENTAJE SOBRE EL PIB DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DEL SECTOR HOGARES

	1995	1996	1997	1998	1999	2000e (FUNCAS)
Adquisición neta de activos.....	9,9	8,9	10,0	9,7	9,5	8,8
Contracción neta de pasivos .....	3,6	4,1	5,9	6,8	8,0	8,7
Operaciones financieras netas.....	6,3	4,8	4,1	2,9	1,5	0,1

Fuente: Banco de España (según metodología SEC-95) y FUNCAS.

Junto a estos factores, las decisiones de inversión y financiación de los hogares reflejan, en gran medida, las transformaciones estructurales acontecidas en los mercados y en los activos y pasivos de las instituciones financieras. Es destacable tanto la importancia cuantitativa del patrimonio financiero neto de las economías domésticas como su papel en la configuración del sistema financiero. En este sentido, se suele aducir que en los sistemas financieros de corte institucional, como el español, la estructura del ahorro financiero de los hogares sigue un patrón tradicional y, en cierto modo, estable en el medio plazo. De acuerdo con esta hipótesis, estos sistemas contarían con una ventaja de eficiencia dado que sus intermediarios se servirían de la estabilidad del ahorro tradicional (a través de los depósitos bancarios) para realizar un alisamiento intertemporal del riesgo, pudiendo reducir el precio de sus créditos ante una situación económica no favorable, e incrementarlo en épocas de expansión. Por el contrario, en aquellos sistemas financieros que residen principalmente en el mercado, el ahorro suele tener un comportamiento más dinámico y los hogares no mantienen un patrimonio estable, por lo que las entidades de depósito encuentran mayores dificultades en la captación de recursos ajenos a lo largo del tiempo y el riesgo debe diversificarse entre los diferentes agentes inversores. Sin embargo, estas hipótesis resulta cada vez más difícilmente conciliables con la realidad del comportamiento financiero familiar dado que en España y, en general, en los sistemas financieros de corte continental, la estructura del ahorro financiero de las economías domésticas se ha vuelto progresivamente más dinámica y, en cualquier caso, diversificada, con una clara tendencia hacia el mercado.

Junto con las transformaciones agregadas y el aumento de la cultura financiera, el tratamiento fiscal ha representado un elemento central en la determinación cuantitativa y, sobre todo, cualitativa de la estructura del ahorro

financiero de las economías domésticas. Destaca la ausencia de neutralidad en la fiscalidad de los distintos instrumentos de ahorro, resultando la comparación del tratamiento de los depósitos y de los fondos de inversión un ejemplo significativo. Así pues, las reformas contenidas en la Ley 18/1991 y en el Real Decreto-Ley 7/1996 favorecieron de manera considerable la inversión en productos de inversión colectiva, tanto por la consideración de sus rendimientos como variación patrimonial –los de los depósitos se consideraron rendimientos del capital mobiliario– como por sus menores retenciones. La reforma del IRPF contenida en la Ley 40/1998, si bien redujo algunas de estas diferencias, no supuso una mejora sustancial de la neutralidad entre los activos tradicionales y los fondos de inversión, mejorando el tratamiento relativo de otros productos como los seguros. De este modo, la conjunción de la evolución de los tipos de interés y la ausencia de neutralidad impositiva han acelerado los cambios estructurales en el ahorro financiero familiar en España.

Antes de analizar la evolución de los activos y pasivos financieros de las economías domésticas y las previsiones de FUNCAS para 2000 sobre la composición del patrimonio financiero familiar, resulta necesario realizar una precisión metodológica, dado que la incorporación de la metodología SEC-95 a las Cuentas Financieras de la Economía Española ha introducido numerosas novedades de gran trascendencia. En el cuadro 2 se señalan algunas de las más representativas, relativas a la posición y el balance financiero de los distintos sectores. Entre ellas, destaca fundamentalmente la valoración de los balances y saldos de los instrumentos financieros a precios de mercado, en lugar de por su valor nominal, como venía siendo habitual con el sistema SEC-79. La principal diferencia que surge de la aplicación del SEC-95 respecto al SEC-79 para el período 1995-1999, es que las tenencias de activos presentan valores superiores a los nominales

CUADRO 2  
PRINCIPALES NOVEDADES EN LAS CUENTAS FINANCIERAS DERIVADAS DE LA APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA SEC-95

CONCEPTO	NOVEDADES
Separación entre los balances financieros y las cuentas de flujo. Desagregación de las cuentas de flujo.	Por una parte, el llamado balance financiero incluye tanto los activos como los pasivos familiares. Por otro lado, el apartado II.1 ofrece el enlace entre el balance financiero a finales y a principios de año ofreciendo las cuentas de flujo que incluyen tanto las operaciones financieras como otras variaciones de los activos (pasivos) financieros. Estas últimas comprenden, a su vez, tanto las cuentas de variaciones en el volumen de los activos (adquisiciones, saneamientos, etc.) como las cuentas de revalorización de los activos por cambios en los precios o en los tipos de cambio.
Valoración a precios de mercado	Los balances financieros y los saldos de activos y pasivos financieros se realizan a precios de mercado. El SEC-97 recogía información por su valor nominal, principalmente. Debe destacarse la importancia tanto informativa como cuantitativa (sobre todo en la rúbrica de valores de renta variable) de este cambio.
Variación en los procedimientos de valoración	La valoración de las distintas operaciones y balances resulta, a priori, más precisa dado que para cada instrumento financiero se identifican los sectores tenedores y emisores de forma separada. Anteriormente, la valoración se desprendía de la información de los balances financieros (fundamentalmente de instituciones financieras), cuya contabilidad no era homogénea, trasladándose las imprecisiones contables a los sectores cuya estimación se realiza de forma residual, como las economías domésticas.

(especialmente los de renta variable), mientras que los pasivos se ven corregidos a la baja (en términos relativos respecto a los activos) dado el efecto precio.

## 2. Evolución reciente de los activos y pasivos financieros

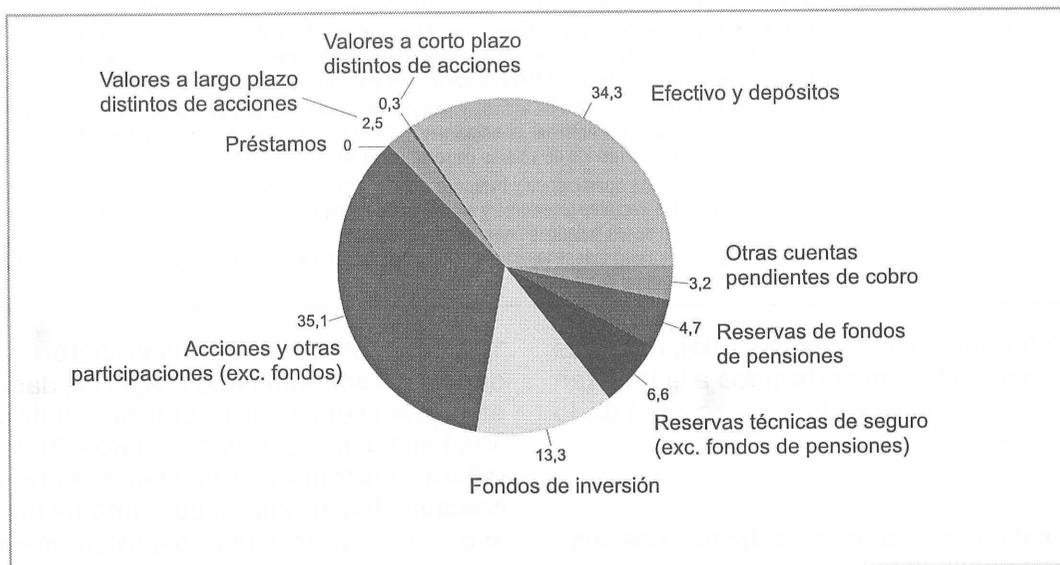
Según la información que se deriva de las Cuentas Financieras de la Economía Española, la evolución de los activos financieros de las familias para el período 1994–1999 es un fiel reflejo de las tendencias anteriormente comentadas. En primer lugar, la adquisición neta (sobre PIB) de efectivo y depósitos se vio sensiblemente deteriorada durante gran parte de este período, alcanzado tasas incluso negativas. Sin embargo, a partir de 1999, se observa una recuperación de este flujo (7,2 por 100 sobre PIB), merced a la reducción del diferencial de rentabilidad financiero–fiscal de estos productos frente a otros competidores como los fondos de inversión.

En cuanto a los valores, la renta fija ha presentado una variación neta sobre el PIB bastante reducida (0,1 por 100), si bien el cambio al alza en la remuneración de estos activos augura mayores crecimientos en los próximos años. La inversión directa en valores de renta variable y los fondos de inversión han gozado de los mayores crecimientos durante la segunda mitad de los noventa, hecho que se fundamenta en el comportamiento alcista de los mercados de valores y la rentabilidad después de impuestos de la inversión colectiva, destacando los años 1997 y 1998, para los cuales el flujo de acciones y participaciones sobre el PIB aumentó más claramente (10 por 100 y 5,4 por

100, respectivamente). Sin embargo, esta tendencia parece asimismo invertirse, dado el alza en el precio del dinero y el aumento de la volatilidad en los mercados de valores. En lo que se refiere a los fondos de inversión, tras el enorme crecimiento experimentado durante los últimos años, estos productos presentan un cierto estancamiento en 2000, tanto en las cifras relativas a su patrimonio como en la rentabilidad media de sus carteras. Esta tendencia podría explicarse por la conjunción de varios factores tales como la reducción de sus ventajas fiscales y el aumento de la remuneración de los depósitos y otros activos de renta fija. Sin embargo, es probable, asimismo, que la industria de los fondos se haya consolidado, tras realizar una incursión sustancial en el sistema financiero español, y debe tenerse en cuenta que sus amplias posibilidades de inversión garantizan en cierta medida un cierto crecimiento a medio plazo, aunque con un más que previsible sesgo hacia la renta fija.

Una de las posibilidades de inversión que gana paulatinamente peso en el patrimonio de los hogares son los productos de previsión (seguros y fondos de pensiones). Si bien su ritmo de penetración es lento, su crecimiento es continuado y, año tras año, presentan un flujo neto sobre el PIB entre el 2 y el 3 por 100. Estas variaciones son comunes a las registradas en otros países a medida que el nivel de vida y la cultura financiera de los hogares aumentan. Asimismo, las recientes reformas fiscales han podido favorecer la inversión a medio y largo plazo en estos activos. A estos factores debe unirse la incursión creciente de los *unit-linked*, seguros cuyas primas pueden invertirse en fondos de inversión, pudiéndose incluso variar las inversiones sin que se produzca penalización fiscal alguna.

**GRÁFICO 1**  
**COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS FAMILIARES**  
 (Estimación FUNCAS 2000. En porcentaje)



En cuanto a la contracción neta de pasivos, la variación neta sobre el PIB de los préstamos ha resultado patente, con ritmos medios de crecimiento del 5,3 por 100 en el período considerado, alcanzando el 8 por 100 en 1999. Sin duda, la reducción del precio de los préstamos ha inducido a las familias a aumentar sustancialmente su endeudamiento y desplazar sus inversiones al sector vivienda. Resulta conveniente señalar que el cambio al alza en los tipos de interés registrado recientemente no ha reducido notablemente la demanda de crédito de las economías domésticas dado que los tipos aplicables se mantienen en niveles considerablemente reducidos teniendo en cuenta los valores históricos. Por lo que respecta a otras cuentas pendientes de pago, entre las que se encuentran los créditos comerciales y los anticipos, su variación neta sobre el PIB se ha mantenido en porcentajes muy reducidos, por debajo del 1 por 100, en comparación con el endeudamiento con garantía real.

### 3. La riqueza financiera de los hogares. Previsiones para 2000

La riqueza financiera neta de las familias españolas alcanzó los 795.100 millones de euros en 1999, creciendo así un 13,4 por 100 con res-

pecto a 1998. Sin embargo, esta tasa de crecimiento resulta inferior a la de períodos precedentes dado que, al contrario que en estos, la variación del *stock* de pasivos financieros (15,7 por 100) fue superior en términos relativos a la de los activos (14,5 por 100), según las valoraciones a precios de mercado de la normativa SEC-95.

El enlace entre el balance financiero a principios y finales de 1999 que ofrecen las Cuentas Financieras de la Economía Española permite apreciar cómo la diferencia entre los activos al final y al principio del período del sector hogares se debió en un 37 por 100 a cambios en las operaciones financieras y en un 63 por 100 a revalorizaciones y otros cambios en volumen. El cuadro 3 ofrece la evolución de la riqueza financiera familiar para el período 1994-1999 y las previsiones realizadas por FUNCAS para 2000.

En 1999, destacó la aportación absoluta de los depósitos, aunque su participación en el conjunto de activos continúa manteniéndose en torno al 33 por 100. Este estancamiento en la participación de los depósitos puede explicarse por el aumento del peso relativo de las acciones y las participaciones. Si bien las operaciones financieras de los hogares con valo-

CUADRO 3

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1994-2000)

(Datos stock a 31 de diciembre. Millones de euros)

	Efectivo y depósitos	Valores a corto plazo distintos de acciones	Valores a largo plazo distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otras participaciones excepto fondos de inversión	Fondos de inversión	Reservas técnicas de seguros excepto fondos de pensiones	Reservas de fondos de pensiones	Otras cuentas pendientes de cobro	TOTAL ACTIVOS	Préstamos	Otras cuentas pendientes de pago	TOTAL PASIVOS
1994 .....	304.115	5.417	11.086	6.314	98.773	59.440	28.955	25.141	26.625	565.866	144.688	47.251	191.939
Porcentaje .....	53,7	1,0	2,0	1,1	17,5	10,5	5,1	4,4	4,7	100	75,4	24,6	100
1995 .....	325.045	8.501	13.123	6.304	113.502	64.769	34.800	28.292	30.511	624.846	155.554	49.330	204.844
Porcentaje .....	52,0	1,4	2,1	1,0	18,2	10,4	5,6	4,5	4,9	100	75,9	24,1	100
1996 .....	330.032	5.221	13.456	6.208	155.584	99.548	41.608	33.515	27.355	712.527	170.366	51.161	221.527
Porcentaje .....	46,3	0,7	1,9	0,9	21,8	14,0	5,8	4,7	3,8	100	76,9	23,1	100
1997 .....	326.962	3.916	13.642	-	216.709	143.353	50.039	39.018	25.501	819.139	192.884	57.744	250.628
Porcentaje .....	39,9	0,5	1,7	-	26,5	17,5	6,1	4,8	3,1	100	77,0	23,0	100
1998 .....	335.978	2.553	14.200	-	319.908	178.988	57.621	45.714	28.876	983.702	224.806	61.362	286.168
Porcentaje .....	34,2	0,3	1,4	-	32,5	18,2	5,9	4,6	2,9	100	78,6	21,4	100
1999 .....	372.413	2.599	20.242	-	402.446	175.724	69.274	50.738	35.020	1.126.348	264.209	67.039	331.248
Porcentaje .....	33,1	0,2	1,8	-	35,7	15,6	6,2	4,5	3,1	100	79,8	20,2	100

Fuente: Banco de España, y elaboración propia.

ESTIMACIÓN FUNCAS (2000)

2000e.....	451.878	3.952	32.936	-	462.418	175.218	86.950	61.919	42.158	1.317.430	314.202	82.518	396.720
Porcentaje .....	34,3	0,3	2,5	-	35,1	13,3	6,6	4,7	3,2	100	79,2	20,8	100

Fuente: Funcación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

res de renta variable y fondos de inversión se redujeron (-13 por 100 de la variación entre el inicio y el final del período), su valor se vio afectado en mayor medida de forma positiva por las revalorizaciones (+113 por 100 de cambio neto) llegando al 35,7 por 100 su peso en el activo financiero familiar (32,5 por 100 en 1998). Los valores de renta fija a corto y largo plazo presentaron en 1999 un ligero crecimiento en conjunto, posiblemente por el aumento de su remuneración, si bien su peso relativo entre el conjunto de activos financieros sigue siendo reducido (0,2 y 1,8 por 100, respectivamente). Por último, cabe destacar el sostenido crecimiento de los productos de previsión si bien su participación en el conjunto de activos financieros se mantiene entre el 10 y el 11 por 100 a lo largo del período considerado. En cuanto a los pasivos, los préstamos continúan aumentando su representatividad en el total del endeudamiento financiero familiar, alcanzando casi el 80 por 100 del mismo. Este crecimiento se explica por el aumento de la demanda de crédito de los hogares, principalmente de naturaleza hipotecaria.

Las previsiones para 2000, que por segundo año consecutivo elabora FUNCAS, apuntan ciertos cambios de tendencia en la composición del patrimonio financiero de las familias (cuadro 3 y gráfico 1). La riqueza financiera podría elevarse hasta los 920.710 millones de eu-

ros. La tendencia al alza en los tipos de interés se manifiesta como el principal factor de cambio, que ineludiblemente acabará afectando de manera positiva los activos de remuneración fija. Así pues, el efectivo y los depósitos podrían incrementar su participación en el activo hasta el 34,5 por 100 y los valores distintos de acciones hasta el 2,3 por 100. Productos como los fondos de inversión podrían ver reducido su peso relativo hasta el 13,3 por 100, debido al estancamiento tanto en el volumen de contratación como de su revalorización. Las acciones y otras participaciones distintas de fondos de inversión verían igualmente reducida su cuantía si bien el efecto revalorización podría mantener su peso por encima del 35 por 100 de los activos. Por otra parte, los seguros y fondos de pensiones mantendrían su lento pero continuado crecimiento, superando conjuntamente el 11 por 100 del activo financiero familiar. Por último, por lo que respecta a los pasivos, el peso relativo de los préstamos puede mantenerse en torno al 79 por 100 del endeudamiento financiero de los hogares al aumentar, por un lado, su coste y, mantener, en cierta medida, su demanda.

#### NOTAS

(\*) Universidad de Granada y FUNCAS.