

UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL AHORRO Y LA RIQUEZA FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS. PREVISIONES PARA ESPAÑA EN 2001

Equipo de Sistema Financiero de Funcas(*)

1. La riqueza financiera de las familias. Una comparación a escala internacional

Durante los últimos años se ha atendido a un proceso de internacionalización, tanto de los flujos como de los mercados y los intermediarios financieros. En este proceso destaca el papel jugado por el ahorro procedente de las familias. La obtención de una correcta interpretación de su evolución en los últimos años requiere la consideración de dos tipos de análisis. Por una parte, el estudio de las principales transformaciones del entorno macroeconómico. Por otro lado, las implicaciones derivadas de la incorporación de la metodología SEC-95 en la elaboración de las cuentas financieras nacionales. Con respecto a las condiciones económicas agregadas, el pronunciado descenso de los tipos de interés, especialmente significativo en aquellos países que partían de tipos más elevados, ha reducido el coste de oportunidad del consumo futuro, a la par que ha permitido aumentar la confianza de las economías domésticas. Esta tendencia ha quedado reforzada por el continuado y notable crecimiento del nivel de renta. De este modo, el ahorro por motivo precaución se ha visto reducido, mientras que la demanda de crédito ha experimentado un aumento notable. Junto a ello, la intensa liberalización e innovación financiera ha propiciado, junto con otros factores, una pérdida de protagonismo de los productos bancarios tradicionales en favor de los activos denominados "de mercado". Estas tendencias han propiciado un incremento y diversificación de los activos financieros familiares, junto a un crecimiento considerable del nivel de endeudamiento. No obstante, durante el año 2000 se observó un cierto cambio de tendencia en el ahorro financiero de las economías domésticas ante los síntomas de desaceleración en la actividad económica reflejado, fundamentalmente, en el estancamiento del crecimiento del balance financiero.

Con respecto a las implicaciones de la adopción de la metodología SEC-95 en la elaboración de las cuentas financieras nacionales, éstas han sido variadas. Destacan las relativas a:

a) Valoración de los balances y saldos de los activos y pasivos a precios de mercado, en lugar de por su valor nominal;

b) Variación en los procedimientos de valoración, identificándose para cada instrumento financiero los sectores tenedores y emisores de forma separada. De este modo, las imperfecciones contables no se trasladan a los distintos sectores, dado que las estimaciones se realizan de forma residual para cada uno de ellos –como es el caso de las economías domésticas;

c) Separación entre los balances financieros y las cuentas de flujo, así como la desagregación de estas últimas.

Teniendo en cuenta los cambios metodológicos mencionados y a partir de la información proporcionada por las cuentas financieras nacionales de los países considerados en esta nota –Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido y Estados Unidos–, es posible determinar algunas de las pautas de comportamiento del ahorro familiar a escala internacional para 1995–1999, período para el que se dispone de información homogénea en estos términos. En particular, conviene destacar la relevancia de los cambios metodológicos derivados de la aplicación del sistema SEC-95 ya que permiten, por vez primera, ofrecer una comparación internacional en función de valores de mercado, a la vez que una mayor homogeneidad entre la información obtenida para los países de la UE y la derivada de las cuentas financieras estadounidenses.

En términos generales, la mayor parte de los

países han experimentado un menor crecimiento en la adquisición de activos financieros respecto a etapas anteriores, acompañado por el notable avance registrado por la contracción de pasivos (ambos en términos netos). Ambas tendencias se han traducido en una ralentización generalizada de la tasa de ahorro financiero neto. Esta desaceleración resulta más intensa en España, donde las operaciones financieras netas en términos de PIB representaban el 1,8 por 100 en 1999 (6,1 por 100 en 1995), y en los sistemas financieros anglosajones –Reino Unido y Estados Unidos–, donde esta tasa se tornaba incluso negativa en 1999 (–0,7 y –1,5 por 100, respectivamente). Esta evolución viene explicada fundamentalmente por el espectacular crecimiento del nivel de endeudamiento financiero de las familias (de naturaleza fundamentalmente hipotecaria), tras el ya mencionado abaratamiento de los tipos y del coste de financiación.

La contribución de los distintos instrumentos financieros al balance financiero permite obtener una visión comparativa de las diferencias en la riqueza financiera familiar a escala internacional. Por el lado del activo, se constata (véase Gráfico 1) la importancia de la inversión directa en valores de renta variable (acciones y participaciones), especialmente en España, Francia y Estados Unidos, representando el 51,3, 37,4 y 30,5 por 100 del total, respectivamente. No obstante, el análisis de los flujos de fondos (no mostrado en este trabajo), revela cómo el ligero enfriamiento de los mercados, debido a la creciente volatilidad en las cotizaciones, se ha traducido en una menor contribución de este componente a la variación de activos, llegando incluso a ser negativo para el último de los países citados. El consiguiente deterioro del binomio rentabilidad–riesgo al que se han enfrentado los hogares en su acceso al mercado de valores se ha traducido en un aumento de la participación de los productos de previsión (seguros y fondos de pensiones). Así, éstos alcanzan el 52,5 por 100 en el Reino Unido, el 31 por 100 en los Estados Unidos, el 23,1 por 100 en Francia, y el 21 por 100 en Alemania, mientras que en España e Italia ya supera el 10 por 100. Esta última tendencia se ha visto favorecida por la creciente preocupación de las familias por el sostenimiento futuro de los sistemas de pensiones públicos, así como por la reducción de la tasa de descuento del paso del tiempo, ambos síntomas del desarrollo económico al que éstas se encuentran sometidas. En cuanto a la renta

fija, el cambio al alza en su remuneración ha contribuido a una ligera recuperación en la participación patrimonial de este tipo de activos, reflejada en gran medida por la creciente instrumentación de los fondos de inversión colectiva en este tipo de valores. A pesar de ello, sólo supone entre el 1 y el 6 por 100 de los activos financieros de las familias, con la excepción de Italia, donde representa el 28,8 por 100 del total. Comportamiento similar le corresponde al conjunto de efectivo y depósitos, debido a la mejora relativa en la retribución de éstos últimos, vinculada al repunte de los tipos de interés oficiales y a la intensificación de las preferencias de los hogares por una mayor liquidez. Este componente representa el 13,1 y el 21,6 por 100 en los Estados Unidos y Reino Unido, respectivamente, mientras que para el resto de países supone entre el 30 y el 40 por 100 del total.

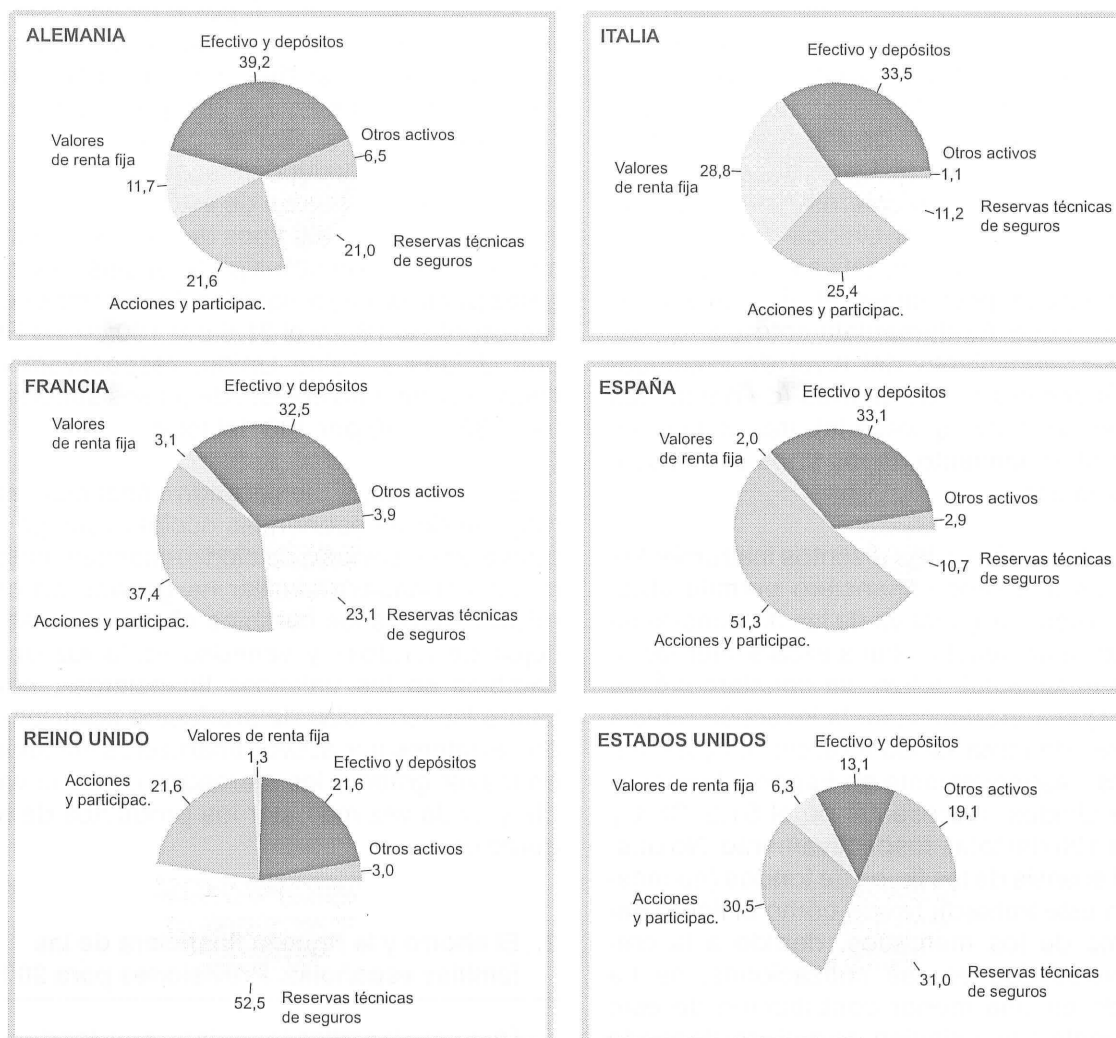
En resumen, si bien el ahorro financiero en la mayoría de las economías occidentales parece atravesar un periodo de cierto estancamiento, la riqueza financiera familiar ha ganado en dinamismo –dados los cambios observados en los flujos de fondos– y variedad –a la luz de los cambios en los balances financieros–, conciliando las tenencias de productos tradicionales con el interés por activos financieros vinculados en mayor grado a los mercados de renta variable y, cada vez más, por los productos de aseguración.

2. El ahorro y la riqueza financiera de las familias españolas. Previsiones para 2001

Una vez descritas las principales tendencias en el ahorro y la riqueza financiera a escala internacional, conviene analizar cuál es la situación de estas magnitudes en España, a partir de la información anual disponible y elaborada según la metodología SEC-95 (que cubre el período 1995-2000 para las cuentas de operaciones financieras y 1994-2000 para el balance financiero). Asimismo, y como viene siendo habitual en los últimos años, se ofrecen las previsiones de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas (FUNCAS) para 2001 en relación al ahorro financiero neto sobre el PIB y la composición de los activos y pasivos financieros de los hogares españoles.

En el análisis de la evolución reciente de las cuentas financieras de las economías domésticas debe tenerse en cuenta un cierto cambio de

GRÁFICO 1
DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR HOGARES. UNA COMPARACIÓN
A ESCALA INTERNACIONAL PARA 1999
 En porcentaje



Fuente: Cuentas Financieras Nacionales: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Office for National Statistics (Reino Unido) y Federal Reserve Board (Estados Unidos).

tendencia en el ciclo económico, expresado en una desaceleración de las tasas de crecimiento. Si bien no parece claro el alcance final de estos cambios, no cabe duda de que los principales indicadores revelan un incremento de la incertidumbre respecto a la evolución de las principales economías occidentales y, entre ellas, la española. Esta circunstancia se ha visto agravada, a escala internacional –en el tercer trimestre de 2001– por los trágicos sucesos ocurridos en Estados Unidos recientemente. En este sentido, existe un cierto consenso en cuanto a que la incidencia final de los mismos dependerá en ma-

yor medida de los acontecimientos que de ellos se deriven que del alcance económico coyuntural del propio fenómeno. En segundo lugar, es necesario subrayar la incidencia diferencial de las variaciones de los tipos de interés sobre las decisiones de financiación e inversión de los hogares españoles. Este comportamiento se manifiesta en el modo en que las familias han interpretado el ambiente macroeconómico. En particular, tal y como muestra el cuadro 1, la contracción neta de pasivos refleja un crecimiento continuo en relación al PIB durante 1995-2000, siendo la previsión de FUNCAS para

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

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001e (FUNCAS)
Adquisición neta de activos	9,4	9,2	9,9	10,2	9,9	8,6	8,1
Contracción neta de pasivos	3,3	3,9	5,4	6,9	8,1	8,0	8,2
Operaciones financieras netas	6,1	5,3	4,5	3,3	1,8	0,6	-0,1

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

2001 un crecimiento del 8,2 por 100. Estas cifras parecen confirmar que las reducidas variaciones al alza en el precio del dinero no han alterado de forma significativa el crecimiento de la demanda de crédito (con destino principalmente hacia la vivienda) de los hogares, teniendo en cuenta las sustanciales diferencias en el coste de la financiación respecto al de hace tan sólo una década.

En cuanto a la adquisición neta de activos en relación al PIB, tras mostrar una evolución positiva entre 1995 y 1998, presenta desde este último año una disminución continuada. Si se analiza la contribución por tipos de instrumentos de estas variaciones en 2000, se pueden señalar de forma más detallada algunas de las causas que explican la evolución de la adquisición de activos. Así pues, se observa cómo el conjunto de efectivo y depósitos participa de forma muy significativa (82,08 por 100) en el cambio, contrastando con la contribución negativa de las acciones y otras participaciones (-38,26 por 100). Este contraste refleja la transformación de las tendencias ahorradoras de los hogares españoles, en la que las cuentas bancarias muestran una cierta recuperación, merced a la elevación de su remuneración financiero-fiscal respecto a otros activos sustitutivos, principalmente los fondos de inversión. Estas participaciones expresaron la mayor reducción en su contribución al cambio (-43,22), mientras que las acciones (sin considerar los fondos) aún mantuvieron una participación positiva en la variación de la adquisición neta de activos en 2000 (4,47 por 100). En cuanto a la renta fija, acorde con el comportamiento mostrado en los últimos años, su participación fue reducida (2,30 por 100), reflejando la escasa vinculación reciente de las economías domésticas en España con este tipo de activos financieros. Por otro lado, mantuvieron su tendencia al alza las reservas técnicas de seguro (seguros y fondos de pensiones), con una significativa participación en la variación (42,38 por 100). La variación total de activos (52.264 millones de euros) en 2000 se

completa con la partida de otras cuentas pendientes de cobro (12 por 100).

El efecto conjunto de la evolución reflejada por la adquisición neta de activos y la contracción neta de pasivos es una reducción continuada de las operaciones financieras netas en relación al PIB (del 6,1 por 100 en 1995 al 0,6 por 100 en 2000). La previsión de FUNCAS para 2001 sitúa esta magnitud incluso en valores negativos (-0,1 por 100). Esta previsión expresa la dificultad de determinar si realmente se producirá una inflexión a medio plazo en el comportamiento del ahorro financiero familiar, ya que su posible recuperación se halla fuertemente condicionada por el crecimiento del endeudamiento financiero, con una evolución muy significativa al alza.

En lo que se refiere al balance financiero de las economías domésticas españolas (cuadro 2), se reflejan igualmente algunas transformaciones relevantes. Por el lado del activo, el crecimiento del conjunto de activos financieros en 2000 (2,46 por 100) presentó una notable desaceleración respecto a 1999 (18,6 por 100), situándose su valor en torno a 1,16 billones de euros. Desde 1994, se ha asistido a una progresiva diversificación en los instrumentos financieros de los hogares, claramente reflejada en la pérdida de importancia relativa de los pasivos bancarios y el efectivo (del 53,6 por 100 en 1994 al 36,0 por 100 en 2000) en relación a la renta variable (del 17,4 por 100 al 33,8 por 100), los fondos de inversión (del 10,5 por 100 al 12,3 por 100) y los productos de aseguración (del 9,8 por 100 al 13 por 100).

Resulta de interés destacar cómo la aplicación del sistema SEC-95 revela un porcentaje significativamente mayor de participación de los activos denominados "de mercado" (renta variable y fondos de inversión, fundamentalmente) que el que reflejaría los valores nominales del anterior sistema SEC-79. Entre las tendencias señaladas, cabe destacar la pérdida de

CUADRO 2
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1994-2000)
 (Datos stock a 31 de diciembre) Millones de euros

	Valores a corto plazo efectivos y depósitos de acciones	Valores a largo plazo distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otras participaciones excepto fondos de inversión	Fondos de inversión	Reservas técnicas de seguro excepto fondos de pensiones	Reservas de fondos de pensiones	Otras cuentas pendientes de cobro	Préstamos	Otras cuentas pendientes de pago	TOTAL ACTIVOS	TOTAL PASIVOS
1994.....	304.167	10.692	6314	98.853	59.440	30.384	25.141	26.738	129.582	47.224	566.956	176.806
Porcentaje.....	0,9	1,9	1,1	17,4	10,5	5,4	4,4	4,7	73,3	26,7	100	100
1995.....	325.405	12.249	6304	119.220	64.769	36.453	28.292	28.902	139.784	48.711	629.148	188.495
Porcentaje.....	1,2	1,9	1,0	18,9	10,3	5,8	4,5	4,6	74,2	25,8	100	100
1996.....	330.455	12.703	6.208	157.591	99.548	43.747	33.515	26.275	153.125	51.243	714.852	204.368
Porcentaje.....	0,7	1,8	0,9	22,0	13,9	6,1	4,7	3,7	74,9	25,1	100	100
1997.....	327.815	14.003	-	216.747	143.353	52.443	39.099	23.294	174.291	56.590	820.227	230.881
Porcentaje.....	0,4	1,7	-	26,4	17,5	6,4	4,8	2,8	75,5	24,5	100	100
1998.....	337.760	11.265	-	294.065	178.026	60.441	46.156	26.959	206.560	60.349	956.855	266.909
Porcentaje.....	0,2	1,2	-	30,7	18,6	6,3	4,8	2,8	77,4	22,6	100	100
1999.....	375.370	17.364	-	404.187	174.236	73.879	52.476	34.623	246.561	64.673	1.134.710	311.234
Porcentaje.....	0,2	1,5	-	35,6	15,4	6,5	4,6	3,1	79,2	20,8	100	100
2000.....	418.309	17.898	-	393.390	143.328	89.200	62.091	34.623	288.757	71.619	1.162.631	360.376
Porcentaje.....	0,3	1,5	-	33,8	12,3	7,7	5,3	3,0	80,1	19,9	100	100
Fuente: Banco de España y elaboración propia.												
ESTIMACIÓN FUNCAS (2001)												
2001e.....	453.627	16.453	-	376.064	123.396	97.542	66.986	37.606	327.036	76.214	1.175.200	403.250
Porcentaje.....	0,3	1,4	-	32,0	10,5	8,3	5,7	3,2	81,1	18,9	100	100

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

peso en el conjunto de la riqueza financiera familiar de los fondos de inversión (tras su espectacular crecimiento previo) desde 1999, reflejando la madurez alcanzada por el sector de la inversión colectiva en España, así como el menor atractivo de los mercados de renta variable (en los que se materializaba la mayor parte de estos activos) desde esta fecha. Por otro lado, en lo que respecta a la renta fija, la escasa participación de estos activos tanto a corto como a largo plazo (0,3 por 100 y 1,5 por 100 en 2000) es ilustrativa del escaso atractivo de estos mercados entre las preferencias financieras de los ahorradores españoles, pese a la tendencia al alza de su remuneración. Por el lado del pasivo, el conjunto de los préstamos de los hogares mantuvo en 2000 su ritmo ascendente, con una variación del 17,1 por 100 (19,4 por 100 en 1999). Por su parte, la partida de otros pasivos (fundamentalmente anticipos y créditos comerciales) registró un crecimiento del 10,7 por 100 (7,2 por 100 en 1999). De este modo, el endeudamiento financiero total presentó una tasa de variación similar (15,8 por 100) a la de 1999 (16,6 por 100) y, en cualquier caso, muy por encima del crecimiento del activo. Por tanto, puede hablarse de un cierto deterioro en 2000 de la riqueza financiera familiar en España.

En lo que respecta a las previsiones de FUNCAS para 2001, asimismo reflejadas en el cuadro 2, se constatan algunas de las tendencias observadas en el período precedente. En primer lugar, se confirma la ralentización del crecimiento del activo, en torno al 1,1 por 100, para alcanzar los 1,17 billones de euros. En cuanto a la composición, se prevé, en primer lugar, que el efectivo y los depósitos continúen aumentando su participación sobre el conjunto de activos, situándose en el 38,6 por 100. No parece, sin embargo, que la renta fija (ni a corto ni a largo plazo) vaya a presentar una variación significativa respecto a los porcentajes expresados en 2000. En cuanto a la renta variable, tanto las acciones (32,0 por 100) como, especialmente, las participaciones en fondos de inversión (10,5 por 100), tienden a disminuir su peso en el activo financiero, según nuestras previsiones. En cualquier caso, la suma de estas partidas representa aún el conjunto más significativo de los activos de las economías domésticas, superando el 40 por 100. Por otro lado, con respecto a las reservas técnicas de seguro, la previsión de FUNCAS es de un mantenimiento de su tendencia —prácticamente lineal— al alza, con un porcentaje que alcanzaría ya el 8,3 por 100

para los seguros y del 5,7 por 100 para los fondos de pensiones. Los pasivos financieros, por su parte, muestran un incremento bastante más sustancial (11,9 por 100), reafirmando el deterioro progresivo del balance financiero familiar. En este sentido, destaca el crecimiento de los préstamos (principalmente hipotecarios), en torno al 13,3 por 100, elevando de este modo su peso relativo en el endeudamiento hasta el 81,1 por 100.

En definitiva, la evolución del ahorro y la riqueza financiera, así como las previsiones expresadas para 2001, reflejan el dinamismo adquirido por el ahorro financiero familiar en España, donde recientemente se asiste a una ligera recuperación de los activos bancarios frente a aquellos otros vinculados a los mercados de valores. En cualquier caso, el rasgo más destacable es el incremento de la diversificación del patrimonio financiero, fiel reflejo de la penetración de la innovación financiera entre los hogares. Sin embargo, los datos analizados invitan a una reflexión, cuando menos, conceptual. Por una parte, suele aducirse que el deterioro del ahorro financiero neto en relación al PIB se encuentra compensado, hasta cierto punto, por la riqueza financiera neta, que proporciona mayores garantías a los hogares de cara al endeudamiento. Esta comparación lleva a cuestionarse qué variable debe considerarse para estudiar la salud del ahorro familiar en su dimensión financiera. En este sentido, no debe olvidarse que el balance financiero presenta un cierto deterioro en los últimos años (merced a un mayor crecimiento del endeudamiento que de los activos), que puede entenderse como una expresión retardada del palpable descenso de las operaciones financieras netas. Por lo tanto, si bien es cierto que la visión a corto plazo permite conferir un papel destacado a la riqueza financiera, la evolución a largo plazo invita a una profunda reflexión sobre el futuro del ahorro financiero y, por lo tanto, a la adopción de medidas que permitan su recuperación.

NOTA

(1) Santiago Carbó, Francisco Rodríguez y Rafael López del Paso.