

## ¿QUÉ SUCEDE CON EL AHORRO Y LA RIQUEZA DE LOS HOGARES? PREVISIONES PARA ESPAÑA EN 2002

Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández (\*)

### 1. La riqueza financiera de las familias en un entorno incierto

En los últimos años, se viene prestando especial atención al ahorro y la riqueza financieros de las economías domésticas. Este interés responde tanto a la relevancia de este grupo institucional y sus decisiones de financiación/inversión en el conjunto de la economía, como a la preocupación en torno a la evolución de la posición financiera neta de los hogares —definida como la diferencia entre los flujos “adquisición neta de activos” y “contracción neta de pasivos”—, una magnitud que se ha venido deteriorando progresivamente en los últimos años. La evolución de las variables flujo se había visto, en cierta medida, “compensada” hasta hace unos años por el aumento en el valor del patrimonio financiero, fundamentalmente en la segunda mitad de la década de 1990. Sin embargo, el elevado crecimiento del endeudamiento a través del crédito —principalmente mediante financiación hipotecaria para la adquisición de vivienda— y la progresiva pérdida de valor de los activos bursátiles, están deteriorando la riqueza financiera de los hogares españoles.

Las decisiones financieras de las familias en 2001 y los tres primeros trimestres de 2002 se encontraron dominadas por un contexto de debilidad económica en el que los reducidos niveles de tipos de interés y una inflación mayor que la esperada no contribuyeron a mejorar las perspectivas respecto al ahorro. Paralelamente, el panorama financiero internacional y, en particular, los mercados bursátiles, se han encontrado dominados por la incertidumbre, con una elevada volatilidad y sustanciales pérdidas de valor. La consecuencia inmediata, desde el punto de vista de la riqueza financiera, ha sido una recomposición de las carteras de activos, donde los productos tradicionales (depósitos) y los de aseguración (seguros y fondos de pensiones) han ganado protagonismo.

Sin embargo, el contexto de incertidumbre no parece haber afectado de forma significativa el pasivo financiero de las economías domésticas, donde el endeudamiento a través del crédito ha continuado creciendo durante la primera mitad de 2002 de forma considerable. Teniendo en cuenta la relevancia de estas cuestiones, en este artículo se pretende ofrecer, en primer lugar, una comparación internacional de la composición del activo financiero de los hogares, con objeto de analizar las similitudes y discrepancias en las pautas ahorradoras entre España y otros países. Por otro lado, se estudia la evolución del ahorro financiero familiar en España y los principales determinantes de los cambios recientes. Por último, se presentan desde FUNCAS, por cuarto año consecutivo, las previsiones sobre la magnitud y composición de los activos y pasivos de las economías domésticas para 2002.

### 2. La distribución de los activos financieros: una comparación internacional

Los procesos de liberalización del sistema financiero a escala internacional han propiciado, entre otras cuestiones, una mayor diversificación del patrimonio financiero de las economías domésticas, una mayor integración entre los mercados, los intermediarios y los ahorradores y, en general, una convergencia en las pautas de inversión de los hogares a escala internacional. En cualquier caso, aún persisten diferencias entre los distintos países que resulta de interés analizar. El entorno macroeconómico en que las familias han desarrollado sus decisiones de inversión ha presentado algunos rasgos comunes, sobre todo en los países europeos. En particular, se ha afrontado un proceso de convergencia, principalmente a la baja, en los tipos de interés de referencia y, si bien se han experimentado algunos repuntes en los últimos años, los niveles medios resultan significativa-

mente más reducidos que hace una década. Por otro lado, la debilidad del crecimiento económico desde 2001 ha sido generalizada en el contexto internacional, aunque esto no ha parecido propiciar, al menos en Europa, un aumento en el ahorro por motivo precaución. Este hecho, se explica en gran medida, por la reducción del coste de la financiación, que ha propiciado un incremento notable de la demanda de financiación crediticia, principalmente para la adquisición de vivienda. En este sentido, la desaceleración generalizada del consumo y del empleo no parece estar propiciando una mejora del ahorro financiero familiar.

Más allá de las tendencias generales, resulta de interés analizar cómo han materializado los ahorradores sus inversiones financieras en el contexto europeo, así como su comparación con el caso estadounidense. En este sentido, la incorporación por parte de los distintos países europeos a sus Cuentas Financieras Nacionales de la metodología SEC-95 permite realizar un análisis homogéneo de la composición de la riqueza financiera de las economías domésticas desde el año 1995. Entre las ventajas de esta metodología contable se destaca que las comparaciones entre los saldos de los distintos activos se realizan por su valor de mercado (en lugar del nominal); que se realiza una separación de la valoración entre los tenedores y emisores de cada instrumento financiero; y que se desagregan las cuentas de flujo.

A partir de las Cuentas Financieras Nacionales de Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido y Estados Unidos, se realiza la comparación del patrimonio financiero familiar para 2000, último período del que se dispone de información homogénea (gráfico 1). En primer lugar, resultan destacables las diferencias en el porcentaje de participación de los instrumentos de ahorro tradicional. De este modo, la reducción del peso relativo del conjunto del efectivo y los depósitos es generalizada, aunque sigue siendo más elevada en 2000 en aquellos países donde las instituciones bancarias tienen un gran peso en el sistema financiero. Así pues, este porcentaje es del 33,9 por 100 en Alemania (41,7 por 100 en 1995) y del 36,2 por 100 en España (52,0 por 100 en 1995), se mueve en valores en torno al 22-25 por 100 en Francia, Italia y Reino Unido y es tan solo del 13,6 por 100 en Estados Unidos.

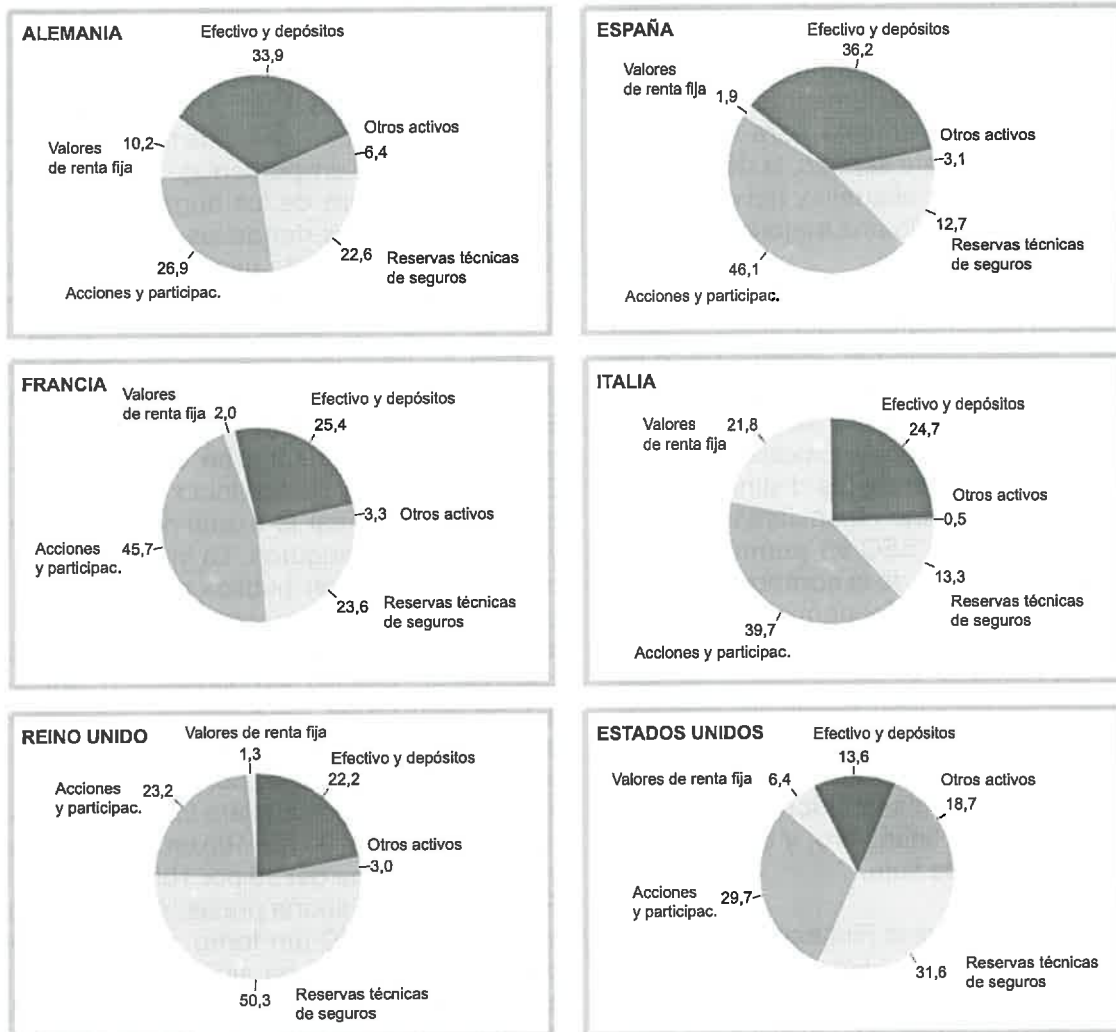
De la reducción paulatina en el peso del efectivo y los depósitos bancarios se han bene-

ficiado, en primer lugar, el conjunto de acciones y participaciones (incluidos los fondos de inversión). En particular, el porcentaje que representaban estos activos de renta variable en 2000 alcanzaba ya el 46,1 por 100 en España (28,5 por 100 en 1995), siendo, asimismo, destacado en Francia (45,7 por 100) e Italia (39,7 por 100) y algo más reducido en Estados Unidos (31,6 por 100), Alemania (26,9 por 100) y Reino Unido (23,2 por 100). Los valores de renta fija no parecen representar un porcentaje significativo del balance financiero de los hogares, sobre todo en aquellos países donde los mercados de bonos no han alcanzado una profundidad destacable. Constituyen excepciones en este sentido, en 2000, los casos de Italia (21,8 por 100) —dada su tradición histórica en los títulos de deuda pública—, Alemania (10,2 por 100) y Estados Unidos (6,4 por 100) mientras que este porcentaje se encuentra en el 1-2 por 100 en España, Francia y Reino Unido. Sin duda, el crecimiento más lineal lo experimentan las reservas técnicas de seguros. La incertidumbre respecto a la provisión pública de pensiones y el envejecimiento de la población en algunos países son los principales factores explicativos del crecimiento relativo experimentado por estos activos financieros. En particular, los seguros y fondos de pensiones representan, desde hace unos años, porcentajes por encima del 50 por 100 de patrimonio financiero familiar en el Reino Unido, en torno al 30 por 100 en Estados Unidos y algo por encima del 20 por 100 en Alemania y Francia. Italia y España presentan las cifras más modestas en 2000 (en torno al 13 por 100), si bien su crecimiento ha sido continuo año tras año, lo cual puede interpretarse como un signo de madurez y desarrollo de la riqueza de las economías domésticas de estos países.

### 3. Tendencias en los flujos del ahorro financiero familiar en España

Tras el análisis de las distintas pautas de ahorro a escala internacional, conviene estudiar la evolución reciente de la posición financiera neta (magnitud flujo del ahorro) de las familias españolas. El período 1995-2001 se ha caracterizado por una reducción generalizada de las tasas de ahorro financiero neto en relación al PIB en España (cuadro 1). En concreto, esta ratio ha descendido desde el 6,7 por 100 en 1995 al 1,3 por 100 en 2001. En cualquier caso, la cota mínima se alcanzó en 2000 (0,9 por 100), si bien el repunte posterior no ha sido muy sensible.

**GRÁFICO 1**  
**DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR HOGARES.**  
**COMPARACIÓN INTERNACIONAL (2000)**  
 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).

Este comportamiento de los flujos de ahorro de las economías domésticas responde tanto a las decisiones de inversión como a las de financiación. En este sentido, se ha observado tanto una reducción de la adquisición neta de activos (del 10 por 100 al 7,8 por 100) como un aumento paralelo, tanto o más significativo, de la contracción neta de pasivos (del 3,3 por 100 al 6,5 por 100). El elevado apalancamiento financiero hacia el final de la década de 1990 elevó la contracción neta de pasivos hasta el 8 por 100 en 2000 y en esta cifra pareció encontrar un punto de inflexión hacia una mayor moderación en la

demanda de crédito. En cualquier caso, desde esta fecha se observa, asimismo, una aceleración en la tendencia a la baja en la adquisición neta de activos.

Con esta perspectiva, la previsión de FUNCAS para 2002 es un mantenimiento de la tasa de ahorro financiero neto sobre PIB en el 1,3 por 100, con un descenso tanto del flujo de adquisición de activos (hasta el 7,4 por 100), como de la contracción neta de pasivos (hasta el 6,1 por 100). Esta predicción se encuentra explicada, entre otros factores, por el inesperado

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

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002e (FUNCAS)
Adquisición neta de activos.....	10,0	9,1	9,9	9,8	9,6	9,0	7,8	7,4
Contracción neta de pasivos.....	3,3	3,9	5,4	6,5	7,6	8,0	6,5	6,1
Operaciones financieras netas.....	6,7	5,2	4,5	3,3	2,0	0,9	1,3	1,3

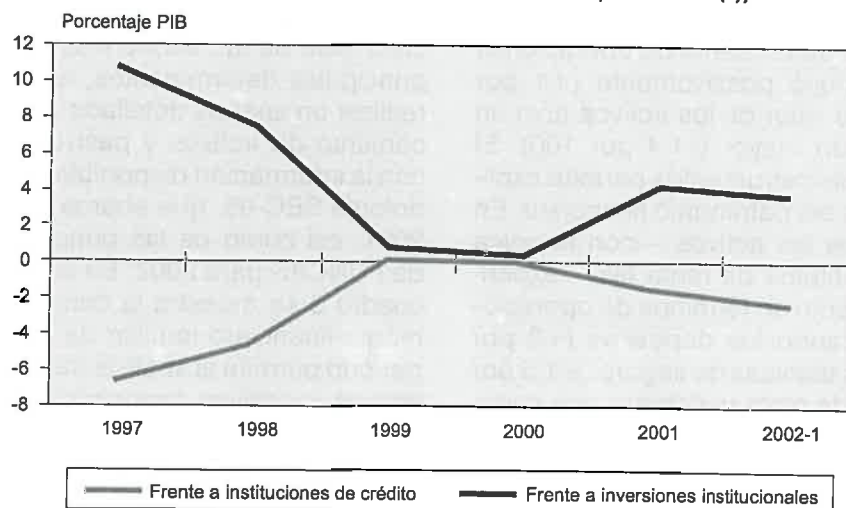
Fuente: Banco de España (según metodología SEC-95) y FUNCAS.

sesgo inflacionario de la economía, el paupérrimo comportamiento de los productos de renta variable y la escasa rentabilidad de los productos tradicionales, dada la moderación en los niveles de los tipos de interés de referencia.

Con objeto de profundizar en el estudio de las tendencias en los flujos financieros conviene realizar un doble análisis relativo a los flujos intersectoriales, por un lado, y al enlace entre el balance financiero al principio y al final del primer trimestre de 2002 (última información disponible). En lo que respecta a los flujos intersectoriales de las familias, resulta de utilidad analizar estos flujos respecto a las instituciones de crédito y los inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva y empresas de seguros). Estos flujos se muestran en el gráfico 2 en porcentaje del PIB. Los valores positivos indican que se otorga financiación al sector de contrapartida y los negativos que se recibe financiación del sector de contrapartida. Se observa un comportamiento asimétrico en los flujos con respecto a

cada uno de estos sectores entre 1997 y el primer trimestre de 2002, dada la relación inversa que se ha producido en este período entre la rentabilidad de los productos bancarios tradicionales y aquellos más ligados a la evolución de los mercados de valores. De este modo, los hogares redujeron la financiación neta de las entidades de crédito hasta 1999, fecha a partir de la cual han aumentado los recursos netos recibidos de estas entidades en relación al PIB, en un contexto en el que el coste de la financiación se mantiene en niveles moderados. Del mismo modo, las familias españolas realizaron una significativa aportación de financiación neta a través de los inversores institucionales que se redujo paulatinamente a medida que los mercados de valores presentaron un comportamiento más irregular y los inversores liquidaron posiciones. A partir de 2000, sin embargo, se observa un ligero repunte de la financiación concedida a los inversores institucionales que se explica, principalmente, por la creciente inversión en seguros y fondos de pensiones y, en menor medida, por una recom-

GRÁFICO 2  
 FLUJOS INTERSECTORIALES DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1997-2002(\*))



(\*) Primer trimestre.

CUADRO 2  
ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2002  
Millones de euros

	Balance financiero al inicio del período	Cuenta de operaciones financieras	Cuenta de otras variaciones de activos y pasivos			Balance financiero al final del período
			Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	
TOTAL INSTRUMENTOS.....	1.175.553	11.848	-16.016	-15.417	-598	1.171.385
Efectivo y depósitos .....	446.938	8.745	21	21	-	455.704
Valores distintos de acciones .....	17.436	-823	83	83	-	16.695
Préstamos.....	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones .....	511.227	293	-15.645	-15.645	-	495.875
Reservas técnicas de seguro.....	163.480	2.415	124	124	-	166.018
Otras cuentas pendientes de cobro/pago.....	36.473	1.218	-598	-	-598	37.093

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

posición de cartera —hacia la renta fija— de los fondos de inversión.

El segundo de los aspectos que permite profundizar en la evolución de los flujos de ahorro es el enlace entre el balance financiero al principio y al final del último período disponible, el primer trimestre de 2002. Este enlace se muestra en el cuadro 2 para el conjunto de activos financieros del balance de los hogares y permite analizar la transición desde las magnitudes flujo hacia el stock de riqueza financiera mediante un cómputo sencillo. En concreto, la suma del balance financiero al inicio de un período más las operaciones netas realizadas y las variaciones en el valor de los activos y pasivos, da como resultado el balance financiero al final del período. En los primeros tres meses de 2002, este balance experimentó una reducción del 0,4 por 100 (de 1,175 a 1,171 billones de euros), dado que si bien la variación en la adquisición y contracción de activos de la cuenta de operaciones financieras contribuyó positivamente (+1 por 100), la pérdida de valor de los activos tuvo un efecto negativo aún mayor (-1,4 por 100). El análisis por tipos de instrumentos permite explicar esta reducción del patrimonio financiero. En este sentido, todos los activos —con la única excepción de los títulos de renta fija— experimentaron un aumento en términos de operaciones netas, destacando los depósitos (+2 por 100) y las reservas técnicas de seguro (+1,5 por 100). Los valores de renta variable —que suponían prácticamente la mitad del balance financiero familiar— apenas aumentaron, en términos de operaciones, un 0,6 por 100. Sin embargo, son las cuentas de revalorización las que explican la disminución en el valor total de los activos dado que el incremento del valor de los

activos distintos de acciones y otros títulos de renta variable fue testimonial, mientras que la reducción en el valor de las acciones, fondos de inversión y otras participaciones fue muy significativo en este trimestre (-3,1 por 100).

En conjunto, los flujos financieros de los hogares españoles en 2002 se hallan condicionados negativamente por un contexto de incertidumbre en el que no parecen existir incentivos al ahorro financiero cuando la rentabilidad de los distintos títulos apenas puede batir el sesgo inflacionario y los índices bursátiles retroceden de forma notable.

#### 4. La riqueza financiera de los hogares españoles. Previsiones de FUNCAS para 2002

Conocida la evolución de la posición financiera neta de las economías domésticas y sus principales determinantes, resulta conveniente realizar un análisis detallado de la evolución del conjunto de activos y pasivos de los hogares con la información disponible mediante la metodología SEC-95, que abarca desde 1994 hasta 2001, así como de las principales previsiones de FUNCAS para 2002. En la parte superior del cuadro 3 se muestra la composición del patrimonio financiero familiar de 1994 a 2001. Este período permite el análisis de la evolución de los activos y pasivos financieros familiares en varios puntos del ciclo económico, de modo que pueda analizarse en qué medida la diversificación de este patrimonio observada en los últimos años responde a cambios en las pautas de inversión y en la cultura financiera de los hogares con independencia de la evolución macroe-

CUADRO 3  
**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1994-2001)**  
 (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 seguro 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.....	304.167	5.227	10.692	6314	98.818	59.440	29.402	25.141	26.725	565.926	129.570	46.780	176.350
Porcentaje.....	53,7	0,9	1,9	1,1	17,5	10,5	5,2	4,4	4,8	100	73,5	26,5	100
1995.....	325.405	7.554	12.429	6304	119.209	64.769	35.161	28.292	28.892	627.835	199.784	48.698	188.482
Porcentaje.....	51,8	1,2	2,0	1,0	19,0	10,3	5,6	4,5	4,6	100	74,2	25,8	100
1996.....	330.455	4.810	12.703	6208	157.699	99.548	42.271	33.515	26.266	713.474	153.125	51.227	204.351
Porcentaje.....	46,3	0,7	1,8	0,9	22,1	14,0	5,9	4,7	3,6	100	74,9	25,1	100
1997.....	327.815	3.473	14.003	-	216.825	143.353	50.836	39.099	23.268	818.671	174.291	55.824	230.115
Porcentaje.....	40,0	0,4	1,7	-	26,5	17,5	6,2	4,8	2,9	100	75,7	24,3	100
1998.....	337.760	2.183	11.218	-	294.098	177.254	58.281	46.156	27.129	954.080	206.560	58.322	264.882
Porcentaje.....	35,4	0,2	1,2	-	30,8	18,6	6,1	4,8	2,9	100	78,0	22,0	100
1999.....	375.077	2.538	17.438	-	350.419	171.473	71.365	52.476	31.678	1.072.463	246.561	61.610	308.171
Porcentaje.....	35,0	0,2	1,6	-	32,7	16,0	6,7	4,9	2,9	100	80,0	20,0	100
2000.....	417.407	3.469	18.586	-	387.635	142.769	85.099	60.797	36.047	1.151.809	288.784	66.224	355.008
Porcentaje.....	36,2	0,3	1,6	-	33,7	12,4	7,4	5,3	3,1	100	81,3	18,7	100
2001.....	446.938	2.937	14.499	-	370.846	140.381	98.189	65.291	36.473	1.175.553	324.730	71.019	395.749
Porcentaje.....	38,0	0,2	1,2	-	31,5	11,9	8,4	5,6	3,2	100	82,1	17,9	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

## ESTIMACIÓN FUNCAS (2002)

2002e.....	460.131	3.451	12.654	-	335.895	127.686	104.680	69.020	36.810	1.150.327	345.837	74.378	420.215
Porcentaje.....	40,0	0,3	1,1	-	29,2	11,1	9,1	6,0	3,2	100	82,3	17,7	100

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

conómica. A lo largo de este período, el dinamismo y la diversificación del balance financiero resulta evidente. El conjunto de activos alcanzó ya los 1,175 billones de euros en 2001, lo que supone un crecimiento del 2,1 por 100 respecto al período precedente. De este modo, las familias españolas han ido abandonado progresivamente el modelo tradicional de ahorro, anclado en los productos tradicionales, fundamentalmente los depósitos. Así pues, éstos han pasado de representar el 53,7 por 100 del activo total en 1994 al 38,0 en 2001. En este sentido, resulta destacable la recuperación experimentada en la participación del efectivo y los depósitos bancarios desde 1999, coincidente con un ligero repunte en los tipos de interés y la mejora en su rentabilidad financiero-fiscal respecto a los fondos de inversión. Sin embargo, la renta fija no parece suponer una alternativa atractiva para los hogares en los últimos años, ni en los valores a corto plazo —que reducen su peso relativo del 0,9 al 0,2 por 100 en 1994-2001— ni en los títulos a largo plazo —que pasan del 1,9 al 1,2 por 100 en el mismo período.

Mención aparte merece la evolución de las acciones y las participaciones en fondos de inversión. En lo que respecta a las primeras, su participación ha aumentado considerablemente desde el 17,5 por 100 en 1994, hasta el 31,5 por 100 en 2001, si bien en este último año disminuyó en dos puntos porcentuales respecto a 2000 cuando la rentabilidad bursátil comenzó a acentuar su tendencia a la baja. De forma similar, los fondos de inversión pasaron de representar el 10,5 por 100 de los activos familiares en 1994 al 18,6 por 100 en 1998. Sin embargo, a partir de este año, disminuyó su atractivo para los inversores en beneficio de los depósitos a plazo y los productos de aseguración, siendo ya su participación en 2001 del 11,9 por 100.

En cuanto a los seguros y fondos de pensiones, su participación relativa ha aumentado del 9,6 por 100 al 14 por 100 en 1994-2001. Si bien esta participación resulta aún modesta comparada con la de los depósitos o los activos de renta variable, son estos productos los que experimentan un crecimiento más regular y con mayores perspectivas de crecimiento a largo plazo, en consonancia con la experiencia observada en otros sistemas financieros como Reino Unido, Alemania o Estados Unidos.

En cuanto al pasivo, éste alcanzó los 395.749 millones de euros. En concreto, el peso de los

préstamos —fundamentalmente hipotecarios— ha experimentado un incremento desde el 73,5 por 100 en 1994 al 82,1 por 100 en 2001, mientras que otras formas de financiación han reducido su peso relativo del 26,5 al 17,9 por 100 en el mismo período.

Por otro lado, en la parte inferior del cuadro 3 se ofrecen las previsiones de FUNCAS para 2002 en relación a la composición del balance financiero de los hogares. En primer lugar, cabe destacar una reducción prevista en el volumen total de activos, hasta los 1,15 billones de pesetas. Esta reducción respondería, principalmente, a las pérdidas de valor en la cartera de renta variable, con una disminución del peso relativo de las acciones desde el 31,5 al 29,2 por 100 y de los fondos de inversión desde el 11,9 al 11,1 por 100. En cuanto a la renta fija, su participación permanecería prácticamente inalterada. Sin embargo, cabe esperar un crecimiento en el porcentaje que representan el efectivo y los depósitos hasta situarse en el 40 por 100 de los activos familiares, siguiendo su senda de recuperación en un entorno de incertidumbre. Del mismo modo, continuaría ascendiendo la participación relativa de los seguros y los fondos de pensiones, que en conjunto llegaría ya a superar el 15 por 100.

Por último, la reducción de la riqueza financiera se confirmaría por el lado del pasivo, dado que tanto los préstamos —que se mantendrían por encima del 80 por 100 de la financiación— como el resto del endeudamiento, aumentarían hasta los 420.215 millones de euros. Ante este deterioro del balance financiero —y considerando las perspectivas poco halagüeñas que sugieren las magnitudes flujo— es difícil esperar que se produzca una mejora en la posición financiera neta o la riqueza financiera de las economías domésticas en España en el corto plazo. En cualquier caso, la conjunción de una esperada recuperación de los mercados de valores, de la consolidación de la recuperación económica y de las reformas fiscales para 2003 —que pueden suavizar los efectos negativos de la inflación sobre las tenencias de activos financieros—, pueden suponer el comienzo de una esperada y deseada recuperación del ahorro financiero familiar.

#### NOTAS

(\*) Universidad de Granada y FUNCAS.