

# Sistema Financiero y Realidad Empresarial

---

## EL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS: COMPARACIÓN INTERNACIONAL Y PREVISIONES PARA 2003

---

Francisco Rodríguez Fernández (\*)

La dimensión financiera del ahorro de los hogares se ha convertido en una de las variables económicas a las que mayor atención se ha prestado en los últimos años desde un punto de vista tanto académico como institucional. Este interés surge tanto de la relevancia que tiene el ahorro de las economías domésticas en los flujos de financiación-inversión de la economía como por la evolución descendente que estos flujos han mostrado en los últimos años y que ha despertado la preocupación de analistas y autoridades económicas. Asimismo, en un entorno económico-financiero de crecientes dinamismo e integración, resulta de gran utilidad conocer las similitudes, diferencias y tendencias en el comportamiento financiero de las familias y la procedencia y el destino de sus flujos de ahorro en los distintos territorios.

En la perspectiva europea, una de las manifestaciones más evidentes del creciente interés por el ahorro financiero familiar ha sido el esfuerzo acometido por los diferentes bancos centrales para la elaboración de cuentas financieras nacionales homogéneas, con un enfoque contable actualizado siguiendo la metodología estadística SEC-95. Esta metodología, entre otros factores, permite que las comparaciones entre los saldos de los distintos activos se realicen por su valor de mercado (en lugar del nominal); que en la evaluación de la evolución de cada instrumento financiero se establezca una separación entre tenedores y emisores, y que se desagreguen las cuentas de flujo. La mayor parte de los bancos centrales de los estados miem-

bro de la Unión Europea ha elaborado cuentas financieras en estos términos en los últimos años, expandiendo, de forma progresiva, el horizonte temporal de las series. Como resultado de estos avances, el Banco Central Europeo publicó, en octubre de 2002, un informe sobre la estructura financiera en distintos sectores institucionales para cada uno de los países de la UE en el período 1995-2000 (1). Sin embargo, este esfuerzo por ofrecer información desagregada no ha tenido, hasta el momento, continuidad. Debe señalarse, en cualquier caso, que, desde agosto de 2002, el Banco Central Europeo ofrece estadísticas periódicas en su *Boletín Mensual* sobre el ahorro —incluyendo su vertiente financiera— en la Eurozona, si bien esta información se produce, únicamente, a escala agregada.

Teniendo en cuenta estas tendencias, en este artículo se persiguen, principalmente, dos grandes objetivos. En primer lugar, se ha recopilado información actualizada sobre las operaciones financieras del sector hogares en un conjunto de diez países de la Unión Europea en los que estos datos se encontraban disponibles para el período 1998-2002, con objeto de analizar las similitudes y diferencias entre la estructura del balance financiero de los hogares europeos y la de nuestro país. En segundo lugar, se ofrece, un año más, desde FUNCAS, un análisis de la situación y las perspectivas del ahorro financiero de las economías domésticas españolas, incluyendo las previsiones para el cierre de 2003, tanto en lo que se refiere a los flujos

de fondos —desagregado por tipos de activos— como a la composición del balance financiero.

## 1. EVOLUCIÓN Y DESTINOS FINANCIEROS DEL AHORRO DE LOS HOGARES EUROPEOS

Las tasas de ahorro bruto en las principales economías occidentales han presentado un estancamiento generalizado desde principios de la década de 1990. El sector hogares, como parte fundamental de los flujos de ahorro-inversión, no ha constituido una excepción dentro de esta tendencia general. En algunos países, incluso, más que estancarse, el ahorro de las economías domésticas parece haber disminuido y, en muchos casos, de forma significativa. Estas tendencias se reflejan cuando se analizan las tasas de ahorro bruto en relación con el PIB en los países de la Unión Europea entre 1990 y 2002, tal y como se muestra en el cuadro 1, del que pueden desprenderse dos conclusiones de interés:

1) Existen diferencias significativas entre los niveles de ahorro familiar de los países de la UE. Sirvan como ejemplo las diferencias en 2002

entre países como Italia (16 por 100), Irlanda (13,8 por 100) y Bélgica (13,7 por 100), con tasas de ahorro más elevadas, y las observadas en Dinamarca (6,2 por 100), Reino Unido (5,2 por 100) y Finlandia (-0,3 por 100).

2) El ahorro de las economías domésticas, si bien con una evolución irregular, ha disminuido en términos netos en la mayor parte de los países de la UE, con un descenso medio del 39,8 por 100, siendo esta disminución del 22,3 por 100 para la Eurozona. Esta tendencia se encuentra en consonancia con el promedio de la OCDE, donde la tasa de ahorro de los hogares decreció un 43,3 por 100 en el período señalado. Entre los países que experimentan un mayor descenso se encuentran Finlandia (-113,6 por 100), Austria (-46,4 por 100), Dinamarca (-44,6 por 100) e Italia (-42,4 por 100), mientras que en España la variación de la tasa de ahorro ha sido del -17,9 por 100. Irlanda y Francia constituyen las dos excepciones a esta evolución negativa, mostrando un incremento neto de sus tasas de ahorro familiar del 62,4 y el 56,4 por 100, respectivamente. En el cuadro 1 se muestran, asimismo, las previsiones de la OCDE para 2003 y 2004, esperándose un ligero incremento de la tasa de ahorro en relación con el PIB en todos los países,

CUADRO 1  
TASA DE AHORRO BRUTO DE LOS HOGARES EUROPEOS (1990-2002 Y PREVISIONES 2003-2004)  
Porcentaje del ahorro bruto en relación con la renta familiar disponible

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003P	2004P
Austria .....	14,0	14,9	12,0	10,9	11,8	11,7	9,9	7,4	8,4	8,5	8,3	7,4	7,5	7,6	7,8
Bélgica .....	18,0	17,9	19,0	19,4	19,3	18,8	17,0	15,7	14,5	14,1	13,4	13,0	13,7	13,8	14,1
Alemania .....	13,9	13,0	13,0	12,3	11,6	11,2	10,8	10,4	10,3	9,8	9,8	10,1	10,4	10,5	10,8
Dinamarca.....	11,2	10,8	9,7	8,3	4,2	6,9	5,6	3,6	5,0	1,4	4,8	6,0	6,2	6,0	6,1
España .....	12,3	13,4	11,9	14,3	11,9	14,4	14,2	13,4	12,2	11,1	10,6	10,2	10,1	10,4	10,2
Finlandia.....	2,2	7,2	9,5	6,9	1,8	5,2	0,9	2,5	0,7	1,8	-0,9	-0,9	-0,3	1,0	1,3
Francia .....	7,8	8,7	9,7	10,4	9,8	11,2	10,0	11,3	10,8	10,4	10,8	11,5	12,2	12,0	12,1
Reino Unido .....	8,0	10,0	11,4	10,8	9,3	10,0	9,1	9,5	6,0	5,3	4,3	5,5	5,2	5,5	5,8
Grecia.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Irlanda.....	8,5	9,6	9,1	12,0	8,2	11,7	10,1	11,0	13,0	12,1	10,7	12,7	13,8	14,3	15,1
Italia.....	27,8	27,0	25,6	25,2	23,8	22,5	23,5	20,2	17,3	15,4	14,5	15,4	16,0	16,1	15,9
Luxemburgo.....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Holanda.....	11,6	7,2	8,3	6,8	7,1	14,9	13,6	13,4	12,9	9,6	6,7	9,6	10,7	10,9	10,8
Portugal .....	—	—	—	—	—	13,6	11,8	10,3	9,9	8,6	9,5	10,7	11,9	12,2	12,1
Suecia .....	0,0	3,4	8,0	10,7	11,1	8,3	7,1	4,9	2,5	3,3	2,4	5,2	8,2	7,2	6,8
<b>Unión Europea.....</b>	<b>16,6</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>
<b>Eurozona.....</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>14,2</b>	<b>14,1</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>	<b>13,0</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</b>	<b>11,0</b>
<b>OCDE .....</b>	<b>12,0</b>	<b>11,9</b>	<b>11,8</b>	<b>10,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,5</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>

Fuente: Economic Outlook (OCDE).

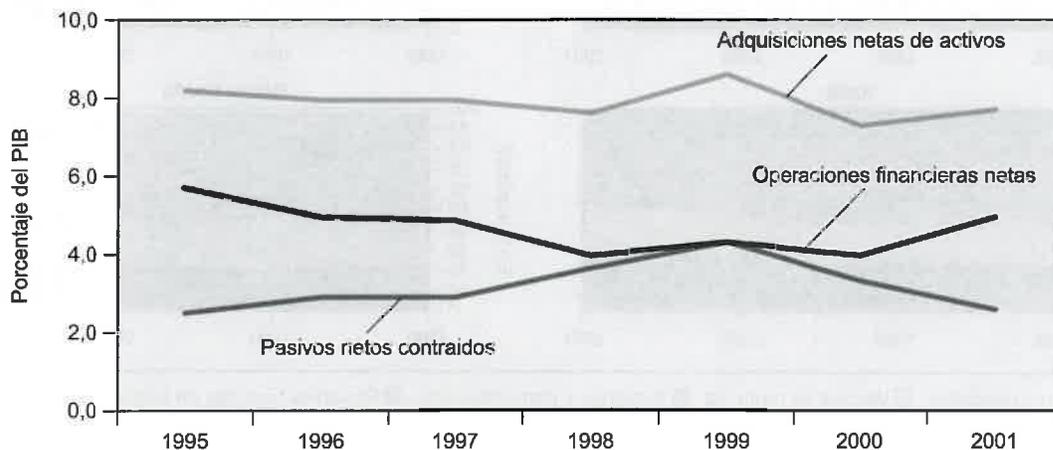
si bien no parece aún que pueda hablarse de un cambio de tendencia respecto del estancamiento observado en los últimos años.

En cuanto a la vertiente del ahorro que ocupa estas líneas, la financiera, la información estadística de las operaciones financieras netas de las familias no se encuentra disponible para un gran número de países de la UE, ni de forma suficientemente actualizada. Sin embargo, sí que está disponible información agregada de las operaciones financieras netas de los hogares en relación con el PIB en la Eurozona para el período 1995-2001, tal y como muestra el gráfico 1. Esta magnitud, de forma similar al ahorro bruto, ha presentado un cierto estancamiento en los últimos años, pasando del 5,7 por 100 en 1995, al 5 por 100 en 2001. Debe señalarse, sin embargo, un ligero repunte en los años 1998 y 1999, merced al incremento de la adquisición neta de activos como consecuencia de la elevada inversión en renta variable en esos años. La evolución de las operaciones financieras netas de las familias en la Eurozona entre 1995 y 2000 se explica tanto por la moderación generalizada de la adquisición neta de activos como por el mantenimiento de elevadas tasas de endeudamiento. Este último aspecto, como se señala desde el Banco Central Europeo (2), es de gran relevancia, dado que se ha observado una tendencia a largo plazo en la que la evolución creciente de los precios de la vivienda y de los activos de renta variable ha favorecido un mayor recurso a la financiación cre-

diticia. En cualquier caso, parece observarse un ligero repunte de las operaciones financieras netas sobre el PIB en 2001, si bien a medio plazo no parece sostenible, dado el pronunciado declive en los mercados bursátiles y un cierto empeoramiento de las tasas de empleo.

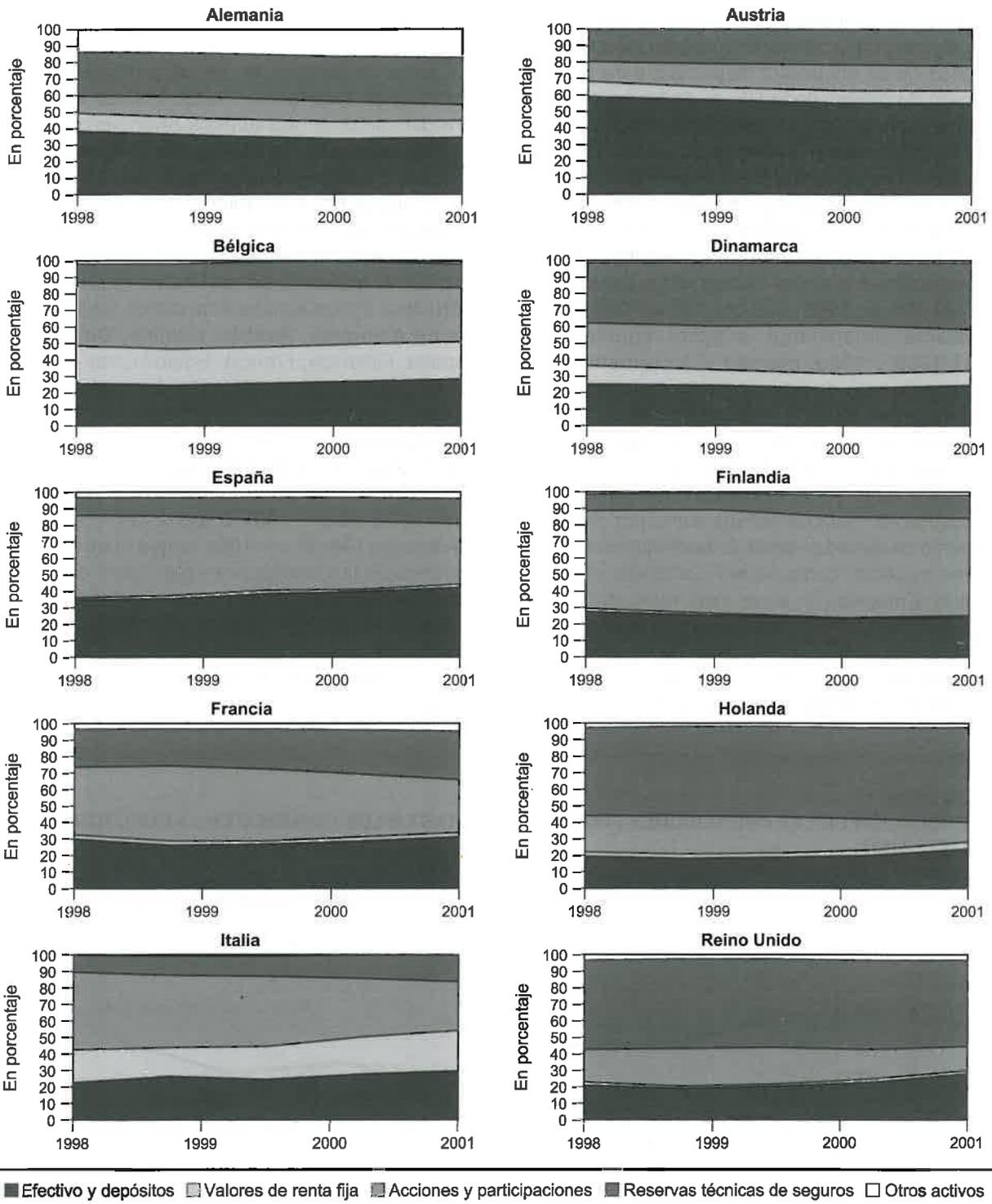
Conocida la evolución de las principales magnitudes flujo, resulta interesante analizar la estructura del *stock* de los activos financieros de los hogares europeos. En este punto, la disponibilidad de datos desagregados es mayor que para los flujos, lo que permite establecer comparaciones en las pautas de inversión financiera de las economías domésticas de los distintos países analizados. En el gráfico 2 se realiza un análisis de la estructura de los activos financieros de los hogares en Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia y Reino Unido entre 1998 y 2002 (3). En primer lugar, puede observarse que la participación del efectivo y los depósitos en el conjunto de activos es aún significativamente más elevada en países como Austria (en un rango en el período analizado en torno al 55-60 por 100), España (34-42 por 100) o Alemania (34-38 por 100), lo que ilustra el peso histórico de las instituciones bancarias en los flujos financieros en estos países. Por otro lado, la evolución de los mercados bursátiles y las reformas fiscales que se han emprendido en gran parte de la UE propiciaron un elevado crecimiento de la participación de las acciones, participaciones y

**GRÁFICO 1**  
**EVOLUCIÓN DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES EN LA EUROZONA (1995-2001)**



Fuente: Banco Central Europeo.

**GRÁFICO 2**  
**ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO FINANCIERO DE LOS HOGARES EN EUROPA (1998-2002)**  
 (Datos no disponibles a 2002 para Alemania, Austria, Dinamarca y Finlandia)



Fuente: Elaboración propia a partir de *Cuentas Financieras* de los Bancos Centrales Nacionales para Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Reino Unido; *Danmarks Statisk* para Dinamarca; *Astika-Statistic Finland* para Finlandia, y *CBS-Statistics* para Holanda.

fondos de inversión en la mayor parte de los países analizados, si bien la evolución desfavorable de los mercados de renta variable ha provocado una disminución generalizada de la representatividad de estos activos en los últimos años. En este sentido, destaca la evolución de países donde, tras un considerable crecimiento de las participaciones en fondos de inversión mobiliarios, se produjo una reducción significativa en los últimos años. Este es el caso de Italia (donde el peso de la renta variable pasó del 46,95 por 100 en 1998 al 29,71 por 100 en 2002), España (49,57 por 100 en 1998 a 36,57 por 100 en 2002) o Francia (40,78 por 100 en 1998 a 32,39 por 100 en 2002). En el resto de países analizados, este porcentaje se sitúa entre el 10 y el 35 por 100, con la excepción de Finlandia, donde el peso de los títulos de renta variable es notable, manteniéndose en porcentajes en torno al 60 por 100.

Las mayores diferencias en la composición de los activos financieros de los países analizados —tanto en la importancia relativa como en su evolución— se observan en los valores de renta fija. Por un lado, destaca el caso de las economías domésticas que cuentan con una tradición mayor de este tipo de activos, como Italia (con un peso en torno al 20-25 por 100) o Bélgica (22-23 por 100). Estos valores se encuentran estabilizados entre el 7 y el 10 por 100 en otros países como Alemania, Dinamarca o Austria, mientras que en el resto no superan el 3 por 100.

Finalmente, si hay algún conjunto de activos de los que se puede afirmar que ha habido un crecimiento lineal en su participación en los últimos años en la práctica totalidad de los países y con mayores perspectivas de crecimiento a largo plazo son los seguros y fondos de pensiones. La incertidumbre ante la provisión pública de pensiones a largo plazo y el favorable tratamiento fiscal que tienen estos activos en la mayor parte de la UE ha propiciado este intenso desarrollo. Destacan los casos del Reino Unido y de Holanda, donde el peso de estos productos parece haberse estabilizado entre el 50 y el 60 por 100 del activo total. En Dinamarca, este porcentaje ya alcanzaba el 40,16 por 100 en 2001, y en Alemania y Francia, el peso de los productos de aseguración ya se acercaba al 30 por 100 hacia el final del período. Este porcentaje se encuentra estabilizado alrededor del 20 por 100 en Austria, mientras que en Bélgica, España, Finlandia e Italia se ha incrementado del 10 al 15 por 100 a lo largo del período de análisis.

## 2. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES: EVOLUCIÓN Y PREVISIONES PARA 2003

Si la evolución de las operaciones financieras netas respecto al PIB en la Eurozona indicaba un estancamiento del ahorro financiero familiar, en el caso de España puede hablarse, más bien, de claro retroceso. En el cuadro 2 se muestran las operaciones financieras netas de los hogares españoles respecto al PIB desagregadas para el conjunto de activos y pasivos entre 1995 y 2002, así como las previsiones de FUNCAS para 2003. Los flujos financieros netos respecto al PIB han disminuido desde el 6,2 por 100 en 1995 al 1,4 por 100 en 2002. El principal factor explicativo de estos cambios es la conjunción de un estancamiento en la adquisición neta de activos —que pasa del 9,8 por 100 en 1995 al 9,3 por 100 en 2001— y de un pronunciado aumento del endeudamiento crediticio (en gran medida, crédito hipotecario), con un incremento de los pasivos netos contraídos del 3,6 por 100 al 7,8 por 100 entre 1995 y 2002. La previsión para 2003 en la ratio “operaciones financieras netas/PIB” es, de nuevo, del 1,4 por 100, sin que parezca que exista una recuperación del ahorro financiero de las economías domésticas españolas, teniendo en cuenta que los flujos de endeudamiento han aumentado su ritmo de crecimiento en el último año.

Entre el conjunto de activos, cabe destacar la recuperación de los depósitos bancarios, con una variación neta del 3,2 por 100 sobre el PIB en 2002 y una previsión del 4 por 100 en 2003. Esta tendencia hacia los activos tradicionales se explica, en gran medida, por la incertidumbre que acompaña a los mercados de valores. Así, mientras que la variación neta de las acciones y otras participaciones fue muy significativa entre 1996 y 1998, la crisis bursátil marcó un cambio de tendencia, y tan sólo en los últimos años parecen apreciarse signos de recuperación, siendo la variación neta respecto al PIB de la renta variable del 0,9 por 100 en 2002 y la previsión para 2003 del 0,8 por 100. Puede observarse, asimismo, la creciente preferencia por los productos de aseguración, con una variación media en torno al 2,5-3,5 por 100 a lo largo del período y con una previsión del 3,6 por 100 en 2003.

Para analizar la dinámica de los cambios más recientes y las previsiones realizadas resulta de utilidad examinar el enlace entre el balance financiero a principios y a finales del primer trimestre de

**CUADRO 2**  
**CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1995-2002). ESTIMACIÓN DE FUNCAS PARA 2003**  
 En porcentaje del PIB

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003E
<b>Adquisiciones netas de activos (I)</b> .....	9,8	9,5	10,0	9,8	9,8	8,8	7,7	9,3	9,4
Efectivo y depósitos .....	5,8	1,2	-0,5	2,0	7,1	7,0	4,5	6,2	6,4
Efectivo .....	0,5	0,5	0,5	0,1	0,7	-0,1	-1,8	2,4	1,0
Depósitos transferibles .....	0,0	0,3	0,6	1,3	1,5	0,6	1,1	0,7	0,8
Otros depósitos .....	5,2	0,4	-1,6	0,6	4,8	6,4	5,3	3,2	4,0
Valores distintos de acciones .....	0,9	-0,4	0,0	-0,3	0,5	0,3	-0,1	0,0	0,2
Valores a corto plazo .....	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Valores a largo plazo .....	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,3
Préstamos .....	0,0	0,0	-1,3	—	—	—	—	—	—
Préstamos a largo plazo .....	0,0	0,0	-1,3	—	—	—	—	—	—
Acciones y otras participaciones .....	0,9	6,8	9,6	5,1	-2,0	-2,8	0,4	0,9	0,8
Acciones cotizadas .....	-0,3	-0,5	1,0	-0,2	0,0	0,2	-1,0	0,4	0,2
Acciones no cotizadas .....	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,3	0,0	-0,1
Otras participaciones (exc. fondos) .....	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4	0,2	0,3
Participaciones en fondos de inversión .....	1,0	7,0	8,3	5,1	-2,1	-3,4	0,8	0,2	0,5
Reservas técnicas de seguro .....	2,0	2,4	2,6	2,4	3,3	3,4	2,5	2,4	3,6
Reservas de seguro de vida .....	1,2	1,3	1,6	1,2	2,0	1,9	1,4	1,6	1,6
Reservas de fondos de pensiones .....	0,6	0,9	0,9	1,0	1,0	1,3	0,9	0,7	1,5
Reservas para primas y para siniestros .....	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1
Otras cuentas pendientes de cobro .....	0,2	-0,4	-0,4	0,6	1,0	0,9	0,4	-0,2	-0,1
Créditos comerciales y anticipos .....	-0,2	-0,9	0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4	0,3
Otras ctas. ptes. cobro exc. créd. comerc. ....	0,4	0,5	-0,6	0,5	0,8	0,7	0,4	-0,6	-0,3
<b>Operaciones financieras netas (II) = (III) - (I)</b> .....	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
<b>Pasivos netos contraídos (III)</b> .....	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>
Préstamos .....	2,7	3,2	4,5	6,7	7,2	7,0	5,6	7,1	7,8
Préstamos a corto plazo .....	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	0,0	0,2	0,1
Préstamos a largo plazo .....	2,5	2,9	4,4	6,2	6,8	6,7	5,6	6,9	7,8
Otras ctas. pendientes de pago .....	0,9	1,1	1,0	0,1	0,7	0,7	1,0	0,7	0,4
Créditos comerciales y anticipos .....	0,2	-0,1	0,9	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	0,5
Otras ctas. ptes. de pago exc. créd. comerc. ....	0,7	1,2	0,1	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,0	0,1
<b>Pro-memoria: PIB a precios de mercado</b> .....	<b>437.787</b>	<b>464.248</b>	<b>494.138</b>	<b>527.976</b>	<b>565.198</b>	<b>609.319</b>	<b>651.641</b>	<b>693.925</b>	<b>—</b>

Fuente: Banco de España y Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

2003, última información disponible (cuadro 3). Así, en este trimestre, se observa un leve incremento de los flujos financieros de 1,13 a 1,16 billones de euros. En este sentido, el crecimiento del efectivo y los depósitos se instrumenta en el cambio en las operaciones netas (3.361 millones de euros), puesto que se ha producido una pérdida de valor en el trimestre señalado (-128 millones de euros). Esta misma tendencia puede señalarse para las reservas técnicas de seguro que, como inversión a largo plazo, presentan una intensa variación en el volu-

men (4.020 millones de euros) y una pérdida de valor de los activos en *stock* (-490 millones de euros). Los flujos correspondientes a valores de renta fija se incrementaron más modestamente, si bien lo hicieron tanto en las operaciones relativas al volumen (970 millones de euros) como en las de revalorización (444 millones de euros). El crecimiento más destacado corresponde, en cualquier caso, a las acciones y participaciones, como síntoma de la recuperación reciente de este tipo de activos, sobre todo en lo que se refiere a los fondos de

CUADRO 3  
**ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2003**  
 Millones de euros

	BALANCE FINANCIERO AL INICIO DEL PERÍODO (1)	CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS (2)	CUENTA DE OTRAS VARIACIONES DE ACTIVOS Y PASIVO			BALANCE FINANCIERO AL FINAL DEL PERÍODO (6)
			Total (3) = (4) + (5)	Revalorización (4)	Otras variaciones en el volumen (5)	
<b>Total instrumentos .....</b>	<b>1.135.870</b>	<b>14.274</b>	<b>7.990</b>	<b>6.863</b>	<b>1.126</b>	<b>1.158.134</b>
Efectivo y depósitos .....	482.214	3.361	-128	-128	—	485.447
Valores distintos de acciones .....	20.359	970	444	444	—	21.773
Préstamos .....	—	—	—	—	—	—
Acciones y otras participaciones .....	415.420	7.561	7.039	7.039	—	430.019
Reservas técnicas de seguro .....	175.269	4.020	-490	-490	—	178.798
Otras cuentas pendientes de cobro/pago .....	42.609	-1.638	1.126	—	1.126	42.097

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

inversión y, entre ellos, a los garantizados. De este modo, los flujos de renta variable aumentaron en 7.561 millones de euros en lo que se refiere a las operaciones de volumen y 7.039 millones de euros en las revalorizaciones. En conjunto, incluso si los mercados de valores presentan la evolución positiva esperada a medio plazo, no es previsible que se produzca una recuperación significativa de las operaciones financieras netas de los hogares respecto al PIB, puesto que los ritmos de crecimiento de los préstamos resultan sensiblemente más elevados que los de los activos.

### 3. EL BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES: EVOLUCIÓN Y PREVISIONES PARA 2003

Una vez analizada la evolución de los flujos financieros cabe cuestionarse qué efecto han tenido éstos sobre el *stock* de riqueza financiera de las familias españolas y cuál es la estructura de su balance financiero. En el cuadro 4 se muestra el balance financiero de las familias españolas entre 1995 y 2002, así como las previsiones para 2003. En primer lugar, debe destacarse cómo el conjunto de los activos familiares ha aumentado de 0,64 billones en 1995 a 1,13 en 2002, lo que representa un crecimiento neto del 77,2 por 100 en este período. En cuanto a la composición de este activo, se aprecia cómo el efectivo y los depósitos —tras una sensible reducción en su participación relativa entre 1995 (50,06 por 100) y 1998 (34,95), han experimentado una progresiva recuperación y alcanzan el 42,45 por 100 del total del *stock* de inversiones financieras de los hogares españoles.

Sin embargo, no puede decirse que el balance financiero haya recuperado un perfil "tradicional" puesto que, junto a un menor peso relativo de los depósitos, las inversiones en renta variable representan un montante sustancial. Su participación relativa alcanzó un máximo histórico en 1998, cercano al 50 por 100 del activo total (el 31,16 en acciones y el 18,51 en fondos de inversión) y, a pesar del escaso atractivo de los mercados de valores en los últimos años, su peso es aún del 36,27 por 100 en 2002 (24,95 y 11,62 por 100 en acciones y fondos, respectivamente).

En cuanto a la renta fija, su representatividad es reducida. Tan sólo los valores de renta fija a largo plazo parecen mantener su porcentaje en torno al 1,6-1,7 por 100 del total, mientras que los de corto plazo han reducido progresivamente su participación que, en 2002, se situaba en un ínfimo 0,19 por 100. Sin embargo, en consonancia con la experiencia de otros países europeos, sí que resulta destacable el crecimiento en la importancia relativa de los seguros y fondos de pensiones, que han aumentado un 162,6 y un 142,4 por 100, respectivamente, en términos netos, entre 1995 y 2002. Así, el peso de los seguros, que era del 5,48 en 1995, en 2002 ya representa el 8,13 por 100 del total, mientras que los fondos de pensiones pasan del 4,41 al 6,06 por 100 en el mismo período. Sin duda, su carácter de ahorro-precaución a largo plazo y su favorable tratamiento fiscal han incidido positivamente en esta evolución.

Por lo que respecta a los pasivos financieros familiares, éstos han aumentado un 138 por 100 entre 1995 y 2002, pasando de 0,19 a 0,45 billones

**CUADRO 4**  
**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1995-2002) (Datos *stock* a 31 de diciembre)**  
 Millones de euros

	EFFECTIVO Y DEPÓSITOS	VALORES A CORTO PLAZO DISTINTOS DE ACCIONES	VALORES A LARGO PLAZO DISTINTOS DE ACCIONES	PRÉSTAMOS	ACCIONES Y OTRAS PARTICI- PACIONES 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
1995 .....	321.000	7.554	12.051	6.304	133.511	64.769	35.161	28.292	32.540	641.182	139.784	48.479	188.263
Porcentaje	50,06	1,18	1,88	0,98	20,82	10,10	5,48	4,41	5,08	100,00	74,25	25,75	100,00
1996 .....	326.705	4.810	12.591	6.208	156.641	99.548	42.271	33.515	30.021	712.309	153.125	51.162	204.287
Porcentaje	45,87	0,68	1,77	0,87	21,99	13,98	5,93	4,71	4,21	100,00	74,96	25,04	100,00
1997 .....	324.420	3.473	13.900	—	214.835	143.353	50.836	39.099	26.687	816.602	174.291	55.774	230.065
Porcentaje	39,73	0,43	1,70	—	26,31	17,55	6,23	4,79	3,27	100,00	75,76	24,24	100,00
1998 .....	334.658	2.180	11.181	—	298.415	177.254	58.281	46.156	29.502	957.627	206.560	57.795	264.355
Porcentaje	34,95	0,23	1,17	—	31,16	18,51	6,09	4,82	3,08	100,00	78,14	21,86	100,00
1999 .....	374.886	2.426	17.267	—	334.489	171.473	71.365	52.476	32.850	1.057.232	246.561	60.403	306.964
Porcentaje	35,46	0,23	1,63	—	31,64	16,22	6,75	4,96	3,11	100,00	80,32	19,68	100,00
2000 .....	416.976	3.181	19.593	—	322.121	142.769	61.704	62.137	37.342	1.088.248	288.784	63.903	352.687
Porcentaje	38,32	0,29	1,80	—	29,60	13,12	5,67	5,71	3,43	100,00	81,88	18,12	100,00
2001 .....	446.230	2.519	18.243	—	320.487	140.381	79.917	66.350	38.301	1.127.365	324.756	68.149	392.905
Porcentaje	39,58	0,22	1,62	—	28,43	12,45	7,09	5,89	3,40	100,00	82,66	17,34	100,00
2002 .....	482.214	2.102	18.257	—	283.393	132.027	92.349	68.855	42.609	1.135.870	373.303	74.702	448.005
Porcentaje	42,45	0,19	1,61	—	24,95	11,62	8,13	6,06	3,75	100,00	83,33	16,67	100,00

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

#### ESTIMACIÓN FUNCAS (2003)

2003e .....	525.256	1.658	19.012	—	252.300	127.250	102.258	75.653	45.011	1.148.398	425.327	80.095	505.422
Porcentaje	45,74	0,14	1,66	—	21,97	11,08	8,90	6,59	3,92	100,00	84,15	15,85	100,00

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

de euros entre 1995 y 2002. Sin duda, la financiación crediticia de naturaleza hipotecaria ha incidido en esta evolución, aumentando la participación de los préstamos en el pasivo del 74,25 por 100 en 1995 al 83,33 por 100 en 2002. De este modo, si se define la riqueza financiera neta de los hogares como diferencia entre sus activos y pasivos financieros en *stock*, esta magnitud habría aumentado de 0,45 a 0,75 billones entre 1995 y 1999. Sin embargo, esta tendencia se invierte a partir de 2000, y en 2002, la riqueza financiera de los hogares españoles ya se ha reducido a 0,69 billones de euros. Esto no quiere decir que las familias españolas se hayan empobrecido, puesto que el incremento del endeudamiento se ve compensado, en la vertiente real, por las inversiones inmobiliarias

en *stock*, cuyo valor se ha incrementado espectacularmente en los últimos años. Sin embargo, no todas las familias invierten en vivienda por motivo especulación y, por lo tanto, esta tendencia resulta algo preocupante a largo plazo.

Finalmente, en lo que se refiere a las previsiones para 2003, se espera un incremento del activo del 7,8 por 100 respecto a 2002, para situarse en 1,15 billones de euros. El endeudamiento, por su lado, podría presentar un crecimiento más elevado a fin de año, en torno al 12,8 por 100, llegando a los 0,50 billones de euros y reduciendo, así, un año más, la riqueza financiera neta familiar. En cuanto al conjunto de activos, los depósitos presentarían un leve crecimiento para alcanzar ya el

42,91 por 100 del total al cierre de 2003; los títulos de renta fija refrendarían su pérdida de peso relativo, suponiendo el 0,14 por 100 los títulos a corto plazo y el 1,66 por 100 los títulos a largo. Asimismo, se espera que el peso de las acciones y participaciones en fondos de inversión sea inferior al del período precedente, alcanzando el 33,05 por 100 del activo total. Por último, los seguros y fondos de pensiones continuarían su ya prolongada senda de crecimiento, alcanzando el 8,90 y el 6,59 por 100 de las inversiones financieras de las familias en España, respectivamente.

#### NOTAS

(\*) Universidad de Granada y FUNCAS.

(1) *Report on Financial Structures*, Banco Central Europeo (disponible en el apartado "Publications" en [www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

(2) En relación con el comportamiento financiero de los hogares en la Eurozona, véase "Saving, financing and investing in the euro area", *Boletín Mensual*, Banco Central Europeo, Agosto de 2002.

(3) Alemania, Austria, Dinamarca y Finlandia cuentan únicamente con datos actualizados a 2001. En esta relación se excluyeron aquellos países de la UE que no contaban con información pública disponible, homogénea y actualizada, al menos, a 2001.