

## EL AHORRO FINANCIERO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES: PREVISIONES PARA 2004

Santiago Carbó Valverde (\*)  
Francisco Rodríguez Fernández (\*)

Si existe una palabra en torno a las opiniones que ha suscitado en los últimos años la evolución del ahorro financiero de las economías domésticas españolas y, en general, europeas es "preocupación". Así lo han venido reflejando en sus manifestaciones e informes públicos organismos supervisores nacionales e internacionales, poniendo un particular énfasis en los elevados niveles de endeudamiento (1). En un contexto sin precedentes de mantenimiento prolongado de tipos de interés en niveles bajos, el endeudamiento financiero familiar ha crecido de forma notable, mientras que los activos financieros de las familias han mantenido tasas de variación significativamente más moderadas. Sin duda, el reducido coste de la financiación está implicando, en gran medida, una elevada demanda de financiación hipotecaria. Sin embargo, resulta conveniente reflexionar sobre los riesgos inherentes a las reducidas tasas de ahorro financiero de los hogares, dado su importante papel en los flujos financieros de la economía y, por extensión, en las decisiones de inversión a medio y largo plazo.

Este artículo analiza la vertiente financiera del ahorro de las familias españolas entre 1996 y 2003. Para ello se sirve, principalmente, de la información ofrecida por el Banco de España en las Cuentas Financieras Trimestrales, siguiendo las series estadísticas elaboradas mediante la metodología SEC-95 (2). El artículo se estructura en tres apartados. En el primero de ellos, se estudia la relevancia del sector hogares en los flujos de ahorro financiero de la economía. Asimismo, se examina la evolución de las operaciones financieras en relación al PIB de las economías domésticas, incluyendo la previsión de Funcas para el cierre de 2004. El segundo de los epígrafes se ocupa del análisis de los activos y pasivos que componen el balance financiero familiar, incluyendo, asimismo, las previsiones de Funcas sobre la composi-

ción del balance financiero de los hogares para 2004. El artículo concluye con una reflexión en torno a la evolución y futuro de la riqueza financiera de las familias españolas en la que los niveles de endeudamiento presentan ciertos riesgos que deben comentarse.

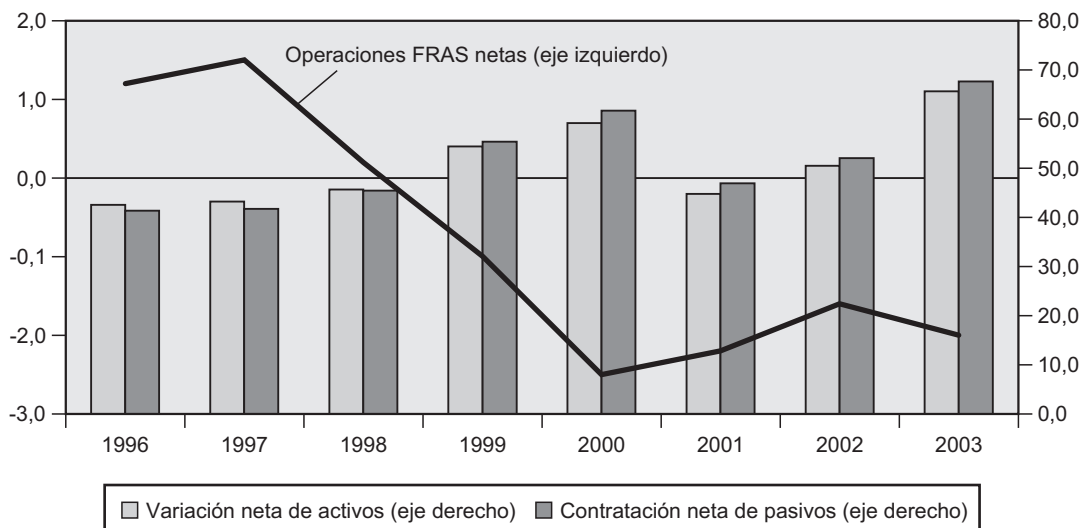
### 1. EL PAPEL DE LAS FAMILIAS EN LOS FLUJOS DE AHORRO FINANCIERO

Los destinos financieros del ahorro y el endeudamiento constituyen dos variables básicas de las decisiones económicas de las familias a lo largo de su ciclo vital. En la mayor parte de los modelos teóricos que justifican el papel del sistema financiero y de sus intermediarios como canalizadores de fondos para la inversión, las economías domésticas siempre aparecen como los principales prestamistas netos, aportando fondos —bien de forma directa o bien a través de intermediarios bancarios— para la financiación de proyectos de inversión. En este sentido, la evolución reciente del ahorro financiero familiar en España —y en la mayor parte de los países europeos— suscita ciertas dudas respecto a la situación del sector hogares en los flujos financieros agregados.

Atendiendo a los datos, como muestra el gráfico 1, el ratio "operaciones financieras netas/PIB" para la economía nacional muestra una evolución descendente a partir del año 1999, situándose en valores negativos desde esta fecha, merced a un mayor crecimiento de la contracción neta de pasivos respecto a la variación neta de activos entre 1999 y 2003. En particular, mientras que en 1996 esta ratio se situaba en el 1,2 por 100, en 2003 presenta un valor de -2,0 por 100.

Teniendo en cuenta la situación del ahorro financiero a escala agregada, cabe preguntarse

**GRÁFICO 1**  
**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (PORCENTAJE DE PIB).**  
**ECONOMÍA NACIONAL (1996-2003)**



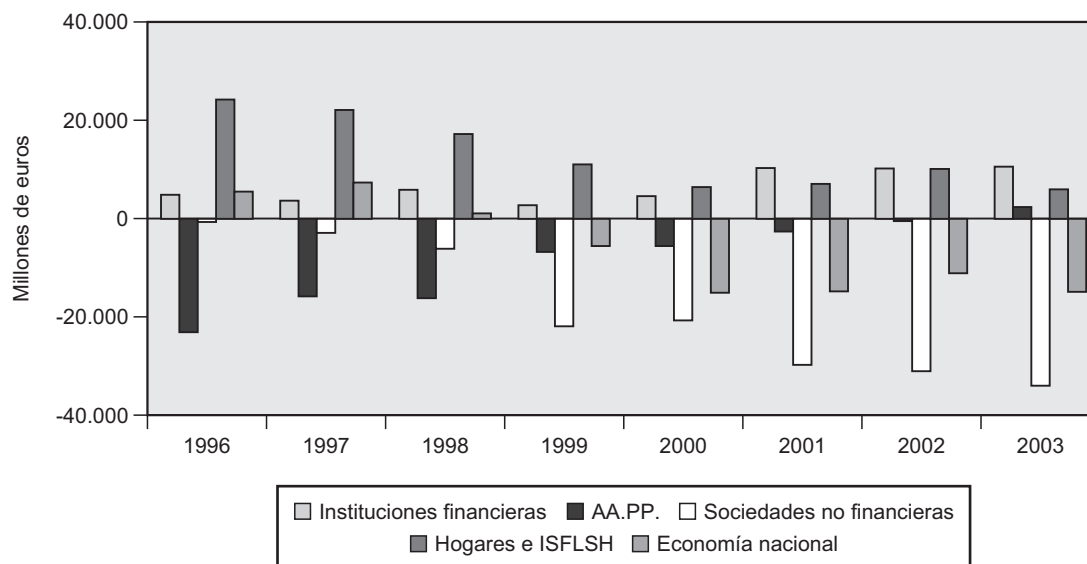
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

cómo han contribuido los distintos sectores a esta evolución y, en particular, el de los hogares. Para ello, en el gráfico 2 se muestra la participación de las instituciones financieras, las Administraciones Públicas (AA.PP.), las empresas no financieras y las economías domésticas al cambio expresado por los flujos financieros anuales agregados entre 1996 y 2003. De nuevo, el año 1999 delimita un punto de inflexión que marca dos pautas de comportamiento diferenciales en los distintos sectores. De este modo, las AA.PP. han mostrado, paulatinamente, una reducción de sus necesidades de financiación, por lo que su contribución al cambio en los flujos totales de ahorro financiero ha ido pasando de negativa (-22.990 millones de euros en 1996) a positiva (2.480 millones de euros en 2003). En contraposición, las empresas no financieras han aumentado progresivamente su participación negativa en los flujos, relevando a las AA.PP. como el sector que contribuye de forma más definida a la tendencia negativa agregada entre 1999 y 2003, con una participación media anual en la evolución total de los flujos de -27.400 millones de euros en este período. Las entidades financieras mantienen su papel financiador de forma relativamente estable, pasando de contribuir a las operaciones financieras netas de la economía nacional de 4.919 millones de euros en 1996 a 10.575 millones de euros en 2003. En cuanto al sector hogares, gran parte de la evolución a esca-

la nacional se explica por la reducción del papel ahorrador neto de este sector, cuya contribución a los flujos financieros netos en España, aunque positiva, ha pasado de 24.223 millones de euros en 1996 a 6.071 millones de euros en 2003.

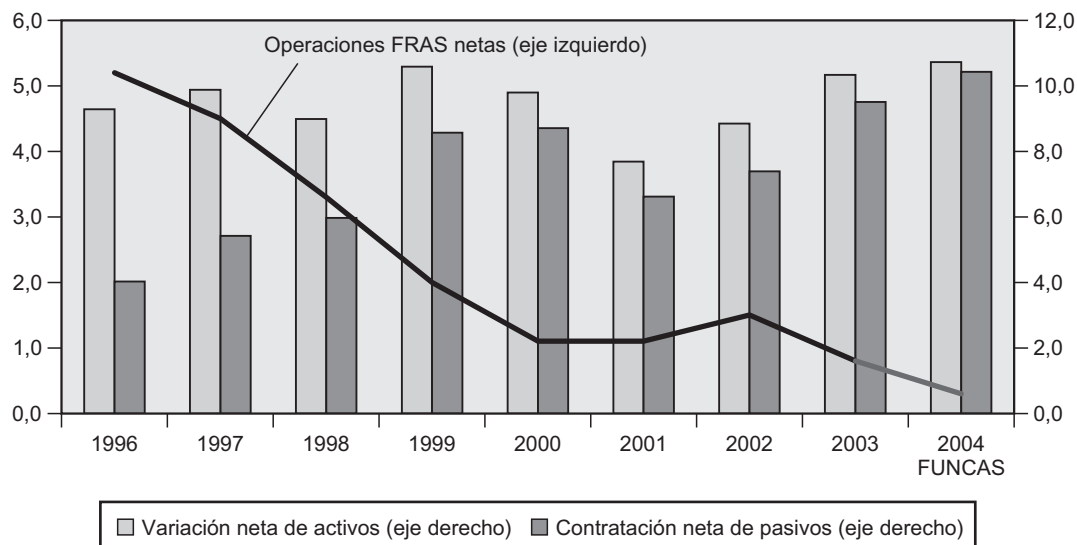
Sin duda, la evolución del comportamiento financiero de los hogares ha marcado de forma definitiva la senda registrada por la economía nacional. En el gráfico 3 se muestra la ratio "operaciones financieras netas/PIB" para el sector "hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares" entre 1996 y 2003 y la previsión de Funcas para 2004. En este gráfico se observa cómo, progresivamente, el margen entre la aportación de fondos de la variación neta de activos y la detracción de la contratación neta de pasivos se ha ido estrechando de forma progresiva a lo largo del período. De este modo, mientras que la diferencia porcentual (en relación al PIB) entre los flujos de activos (9,3 por 100) y de pasivos (4 por 100) elevaba el ahorro financiero familiar al 5,3 por 100 en 1996, este margen (10,3 por 100 en activos frente a 9,5 por 100 en pasivos) se ha reducido al 0,8 por 100 en 2003. Esta tendencia no parece alterarse y, de este modo, la previsión de Funcas para 2004 es que la variación neta de activos alcance el 10,7 por 100 y la contratación neta de pasivos el 10,4 por 100, quedando las operaciones financieras en un 0,3 por 100 del PIB.

**GRÁFICO 2**  
**PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS**  
**DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1996-2003)**



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

**GRÁFICO 3**  
**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (PORCENTAJE DE PIB).**  
**HOGARES E ISFLSH (1996-2004 [P])**



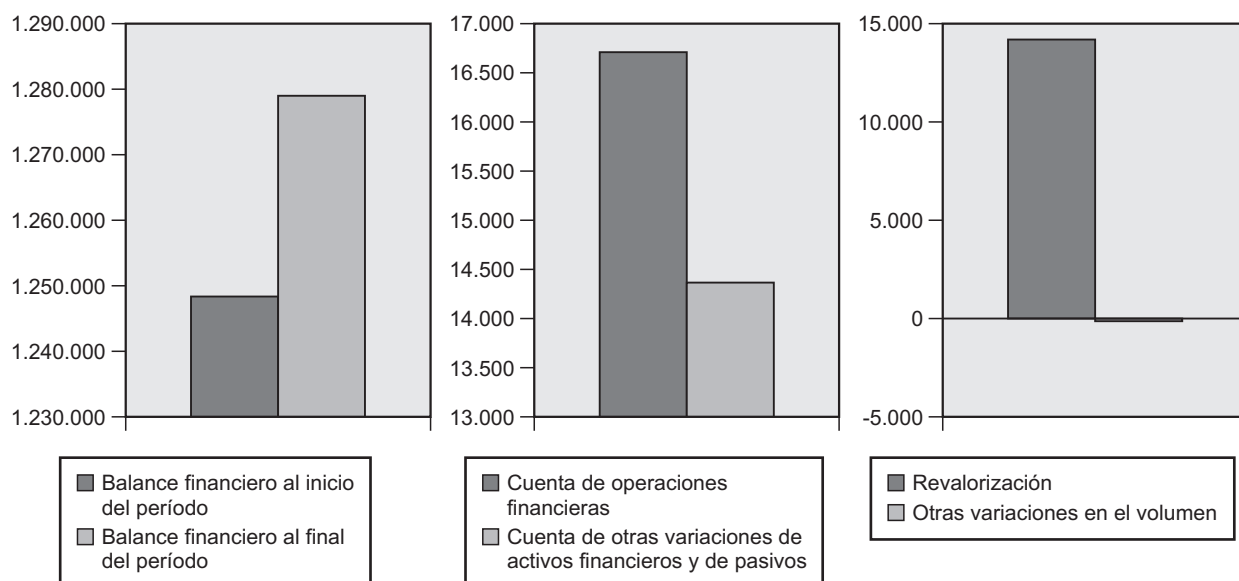
Fuente: Banco de España, FUNCAS y elaboración propia.

¿Qué causas están motivando esta evolución? Sin duda, el factor fundamental ha sido la consecución y el mantenimiento de niveles de tipos de interés reducidos respecto a épocas precedentes, que ha supuesto un cambio radical en las tendencias ahorradoras, tanto en lo que se refiere a la elección de los instrumentos de ahorro como, sobre todo, en el recurso al endeudamiento. De este modo, el descenso en el ahorro financiero de las economías domésticas fue más marcado entre 1996 y 1999, coincidiendo con la disminución más significativa de los tipos de interés. Entre 1999 y 2002 parecía mantenerse estable en niveles en torno al 1 por 100, reduciéndose de nuevo a partir de esta fecha. En lo que respecta al endeudamiento, esta segunda mitad del período coincide, asimismo, con un crecimiento sustancial de los precios de la vivienda y un marcado incremento de la financiación hipotecaria. De este modo, a pesar de que la recomposición de la cartera de activos financieros de los hogares ha propiciado un incremento en el flujo de variación de activos desde 2001, los ritmos de crecimiento del endeudamiento han sido más significativos.

Teniendo en cuenta que la metodología SEC-95 incorpora la valoración de mercado de estos activos y pasivos financieros de las familias, parece

oportuno analizar cómo se está produciendo el cambio en una perspectiva más desagregada. Para ello, empleando el último dato disponible, el gráfico 3 muestra el enlace entre el balance financiero de los hogares a principios y finales del primer trimestre de 2004. Este enlace permite contrastar cómo se produce el paso de las magnitudes flujo de ahorro financiero a las magnitudes *stock* del balance financiero familiar. La diferencia entre el balance financiero finales de este trimestre y el inicio es de 30.712 millones de euros. Resulta significativo que sólo el 54,3 por 100 de este cambio (16.676 millones de euros) se debe a movimientos en la cuenta de operaciones financieras, mientras que el 45,7 por 100 restante responde exclusivamente a las revalorizaciones. Sin embargo, no debe olvidarse que esta definición de "balance financiero" obvia el conjunto de pasivos financieros. Sólo en el primer semestre de 2004, la cuenta de operaciones financieras referente al conjunto de pasivos financieros se elevó en 18.661 millones de euros, por encima de la de los activos. Como resultado, cabe concluir que el reducido crecimiento del ahorro financiero responde a una dependencia exclusiva de las revalorizaciones y a la reducida carga financiera sobre los pasivos de unos tipos de interés moderados. En este punto, debe señalarse la importancia de posibles repun-

**GRÁFICO 4**  
**ENLACE EN EL BALANCE FINANCIERO A PRINCIPIOS Y FINALES**  
**DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2004 EN EL SECTOR HOGARES**



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

tes en el tipo de interés a medio plazo sobre las revalorizaciones de activos y las cargas financieras del endeudamiento.

Atendiendo al tipo de instrumentos (no recogido en los gráficos), del total del flujo expresado por la cuenta de operaciones financieras en 2003, el efectivo y depósitos supuso un 38,9 por 100 de la variación total de activos, reduciendo ligeramente su porcentaje respecto a los últimos años. Esta disminución se debe a la recuperación de la inversión en acciones y participaciones (29,6 por 100 del cambio) y, dentro de ésta, de los fondos de inversión (20 por 100). En cualquier caso, debe señalarse que la inversión colectiva ha experimentado un notable cambio en la composición de cartera respecto a la década de los noventa, tomando el protagonismo en los últimos años los fondos de renta fija y mixtos. Asimismo, continúan manteniendo una aportación importante al cambio en los flujos financieros de las economías domésticas las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones (9,1 por 100). Por otro lado, los valores distintos de acciones apenas aportan un 2,3 por 100 al cambio total en las adquisiciones netas de activos.

Teniendo en cuenta la reducción en las tasas de variación del ahorro y la aportación de los distintos instrumentos al cambio en las magnitudes flujo, ¿hasta qué punto se ha visto afectado el *stock* de activos y pasivos financieros?

## 2. LA COMPOSICIÓN DEL BALANCE FINANCIERO FAMILIAR: PREVISIONES PARA 2004

El cuadro 1 muestra la evolución de los activos y pasivos de los hogares españoles entre 1996 y 2003 y las previsiones de Funcas para 2004. Atendiendo al activo, si se compara meramente la composición del mismo al inicio y final del período señalado, pudiera parecer que no se han producido cambios muy notables en los destinos financieros del ahorro de los hogares españoles. Sin embargo, la perspectiva temporal permite observar, al menos, tres cambios importantes:

a) Las familias han ganado dinamismo en sus inversiones financieras, recomponiendo su cartera de activos en función de las condiciones de mercado. Esta tendencia es, asimismo, síntoma de una mejora en la cultura financiera de los hogares españoles.

b) La diversificación es la nota predominante respecto a épocas precedentes, en la que los depósitos y la renta fija copaban la mayor parte de las inversiones y se observaba una escasa participación de la renta variable, la inversión colectiva y los productos de aseguración.

c) Se observa una tendencia ya prolongada e ininterrumpida hacia el ahorro-previsión, con un crecimiento paulatino de las inversiones en seguros y fondos de pensiones. Esta transformación, si bien se ha visto favorecida en los últimos años por un tratamiento fiscal favorable, refleja, asimismo, las expectativas de las economías domésticas respecto a la provisión futura de pensiones públicas.

Entre 1996 y 2003, el activo financiero familiar se incrementó en un 78,5 por 100 en términos netos. Entre el conjunto de activos, el mayor crecimiento lo experimentan las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones (167,8 por 100). Asimismo, resulta destacable la tasa de crecimiento de las acciones y otras participaciones (124,1 por 100). La tasa de variación neta para los fondos de inversión es del 57,4 por 100, merced, en gran parte, a los fondos captados durante la década de 1990 de las cuentas de ahorro y a plazo bancarias. De este modo, la tasa de variación entre 1996 y 2003 de los depósitos resulta aún algo inferior (54,9 por 100) a la de los fondos, a pesar de la recuperación experimentada por estos pasivos bancarios en los últimos años. Sin embargo, la inversión directa en títulos de renta fija a corto y largo plazo ha experimentado una evolución negativa (-34,1 por 100). Esta evolución se explica por el menor atractivo de estos mercados frente a los de renta variable en buena parte del período considerado y, por otro lado, por la canalización de gran parte de estas inversiones a través de fondos de inversión.

De este modo, el activo financiero de los hogares españoles se elevaba en 2003 a 1,24 billones de euros (0,7 billones de euros en 1996). La previsión de FUNCAS para 2004 es que el conjunto de activos alcance los 1,34 billones de euros, lo que supone una tasa de variación del 7,6 por 100 respecto al período precedente. En cuanto a la composición de activos al cierre de 2004, se prevé que los depósitos reduzcan su peso relativo al 40,04 por 100 del total de activos, aumentado la de las acciones y otras participaciones (25,38 por 100), fondos de inversión (12,67 por 100) y, una vez más, los seguros (9,36 por 100) y fondos de pensiones (6,35 por 100).

CUADRO 1  
EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1996-2004 [P]) (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	PRÉS- TAMOS	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	PRÉS- TAMOS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	TOTAL PASIVOS
1996 .....	326.705	4.742	18.624	6.208	140.977	97.508	42.271	33.515	28.744	699.294	154.067	46.887	200.954
Porcentaje.	46,72	0,68	2,66	0,89	20,16	13,94	6,04	4,79	4,11	100	76,67	23,33	100
1997 .....	324.420	3.468	18.875	—	191.855	140.942	50.835	39.099	26.882	796.377	175.127	47.700	222.827
Porcentaje.	40,74	0,43	2,37	—	24,09	17,70	6,38	4,91	3,38	100	78,59	21,41	100
1998 .....	334.658	2.319	20.960	—	269.595	175.585	57.951	46.155	29.789	937.011	207.836	48.913	256.749
Porcentaje.	35,72	0,23	2,24	—	28,77	18,74	6,18	4,93	3,18	100	80,95	19,05	100
1999 .....	374.886	2.658	22.173	—	305.037	170.773	70.930	52.496	33.840	1.032.793	247.652	52.125	299.777
Porcentaje.	36,30	0,23	2,15	—	29,54	16,54	6,87	5,08	3,28	100	82,61	17,39	100
2000 .....	416.976	2.705	24.263	—	283.028	142.769	84.122	60.895	38.640	1.053.398	289.916	54.960	344.875
Porcentaje.	39,58	0,29	2,30	—	26,87	13,55	7,99	5,78	3,67	100	84,06	15,94	100
2001 .....	446.115	2.640	23.688	—	302.244	140.381	94.928	65.443	37.982	1.113.422	324.997	55.019	380.016
Porcentaje.	40,07	0,22	2,13	—	27,15	12,61	8,53	5,88	3,41	100	85,52	14,48	100
2002 .....	476.259	2.437	24.409	—	245.586	132.027	105.894	69.024	41.905	1.097.811	374.756	58.964	433.720
Porcentaje.	43,38	0,19	2,22	—	22,37	12,03	9,65	6,29	3,82	100	86,41	13,59	100
2003 .....	505.907	2.659	32.796	—	315.959	153.454	113.182	78.024	46.267	1.248.338	443.760	63.152	506.912
Porcentaje.	40,53	0,19	2,63	—	25,31	12,29	9,07	6,25	3,71	100,0	87,54	12,46	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

ESTIMACIÓN FUNCAS (2004)

2004e .....	537.850	2.709	36.425	—	340.936	170.237	125.774	85.256	44.256	1.343.443	511.257	69.289	580.546
Porcentaje.	40,04	0,20	2,71	—	25,38	12,67	9,36	6,35	3,29	100	88,06	11,94	100

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas

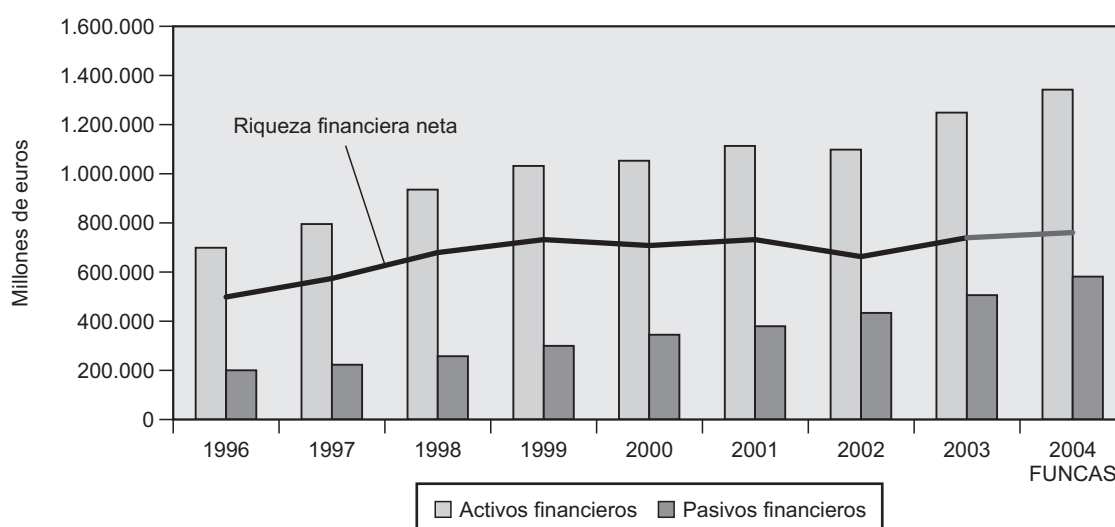
En cuanto a los pasivos, su crecimiento neto entre 1996 y 2003 ha sido notablemente superior (152,3 por 100) al de los activos, alcanzando los 0,50 billones de euros en 2003 (0,20 billones de euros en 1996). La previsión de Funcas para 2004, es que el endeudamiento financiero familiar se elevará a 0,58 billones de euros, lo que supone un incremento del 14,5 por 100 respecto a 1996. Resulta significativo que, entre el conjunto de pasivos, los préstamos (que incluyen fundamentalmente la financiación hipotecaria) hayan pasado de representar el 76,67 por 100 del endeudamiento financiero en 1996 al 87,54 en 2003 (88,06 previsto en 2004), mientras que la participación relativa del resto de pasivos financieros —principalmente créditos al consumo— se haya reducido del 23,33 por 100 al 12,46 por 100 en el mismo período.

### 3. A MODO DE CONCLUSIÓN: LA RIQUEZA FINANCIERA DE LOS ESPAÑOLES Y LOS RIESGOS DEL ENDEUDAMIENTO

En el análisis del balance financiero familiar, resulta preocupante la evolución del endeudamiento respecto al conjunto de activos. Con objeto de analizar en términos netos la riqueza financiera de los hogares, en el gráfico 5 se muestra la evolución de los activos y pasivos del balance financiero de las economías domésticas españolas y la diferencia entre las mismas, como patrimonio financiero neto familiar. Esta riqueza ha pasado de 0,49 billones de euros en 1996 a 0,74 billones de euros en 2003 (siendo al variación neta del 48,8 por 100) y la previsión de Funcas para 2004 es de 0,76 billones de euros. Sin embargo, si se analizan las tasas de crecimiento anuales, puede observarse cómo la riqueza



GRÁFICO 5  
RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1996-2004 [P])



Fuente: Banco de España, FUNCAS y elaboración propia.

za financiera neta se redujo en 2000 (-3,3 por 100) y, sobre todo, en 2002 (-9,5 por 100) y, en general, parece haberse estancado en los últimos años.

Esta evolución plantea ciertas dudas sobre los riesgos que está entrañando el elevado nivel de endeudamiento que afrontan las familias españolas. Teniendo en cuenta que el problema del endeudamiento se encuentra estrechamente ligado a la evolución del mercado de la vivienda —puesto que en su mayoría es de naturaleza hipotecaria— y a la de los tipos de interés —dado que determina su coste y, en gran medida, la evolución de los mercados— cabe considerar, entre otros dos escenarios posibles para los próximos años:

— Por un lado, podría plantearse un escenario en el que se produzca una lenta pero paulatina subida de los tipos de interés y una acomodación progresiva y no brusca de los precios de la vivienda. En este escenario, es posible que se produjera un cierto enfriamiento de la demanda de financiación hipotecaria. Al mismo tiempo, si se recupera el clima de estabilidad en los mercados de capitales (de renta fija y variable), resultaría plausible una nueva recomposición de las carteras de acciones y participaciones y una ligera recuperación de las tasas de ahorro financiero. Sin embargo, existen también riesgos asociados a este cambio. Si se tiene en cuenta que, a junio de 2004, más del 90 por 100 del saldo vivo del crédito hipotecario es a tipo variable, convendría

reflexionar sobre las consecuencias de una subida de tipos sobre la carga financiera de la deuda.

— En un segundo escenario, podría plantearse qué ocurriría en el caso de que la subida de tipos fuera acompañada de una brusca corrección en los precios de la vivienda. En este caso, las consecuencias podrían ser más graves, puesto que no ya el patrimonio financiero, sino el respaldo real (vivienda) de la financiación hipotecaria podría verse afectado de forma sensible y las cargas de la deuda podrían ser más difíciles de sobrellevar para un gran número de familias que ya hoy destinan gran parte de su renta a sus hipotecas.

#### NOTAS

(\*) Universidad de Granada y Funcas.

(1) Así, por ejemplo, se muestra en dos publicaciones recientes de estas instituciones:

MARTÍNEZ CARRASCAL, C. (2004): "La carga financiera de las familias españolas: un primer análisis desagregado", *Boletín Económico*, Banco de España, junio, págs. 67-78.

Banco Central Europeo (2002): Report on financial structures, noviembre, informe ocasional (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/reportfinancialstructures2002en.pdf>).

(2) Entre las principales novedades metodológicas el SEC-95 están la valoración de los flujos y *stock* financieros a precios de mercado, la delimitación del balance financiero de los sectores de forma más desagregada y la publicación del enlace entre el balance financiero al principio y final de cada trimestre.