

## EL AHORRO FINANCIERO DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS: PREVISIÓN PARA 2005

Juan de Dios Martínez Martínez (\*)  
Francisco Rodríguez Fernández (\*\*)

El ahorro financiero de los hogares españoles ha presentado en los últimos años una evolución a la baja que, ya en 2004 se tradujo en un histórico saldo negativo de las operaciones financieras netas de este sector. Esta situación, que no parece estar representando un factor de alarma o de riesgo a corto plazo, es un motivo de preocupación para la sostenibilidad a largo plazo del crecimiento de la economía española por varios motivos. En primer lugar, el ahorro financiero de la economía en su conjunto viene registrando valores negativos desde 1999 y se agrava cada vez más ya que, a pesar del esfuerzo de las administraciones públicas por contener los niveles de gasto, las necesidades financieras de hogares y empresas han aumentado de forma más significativa.

Por otro lado, las economías domésticas han constituido tradicionalmente un mecanismo de aportación neta de recursos financieros a la economía. Sin embargo, esta función parece haberse visto mermada por un recurso intenso al endeudamiento, fundamentalmente de naturaleza hipotecaria. En cualquier caso, no solo la adquisición de vivienda contribuye a explicar este comportamiento, ya que las pautas de consumo parecen haber seguido un patrón similar, con un crecimiento que en 2004 fue del 4,5 por 100 en términos reales, mientras que la renta bruta disponible aumentó un 3,08 por 100. De este modo, la ratio de endeudamiento de los hogares en relación a la renta disponible superaba ya, en 2004, el 100 por 100.

Un factor adicional de preocupación se deriva del propio *stock* de riqueza financiera. Si bien es cierto que los activos financieros de los hogares han crecido de forma constante durante los últimos años, los pasivos lo han hecho a un ritmo más intenso lo que ha propiciado un estancamiento en

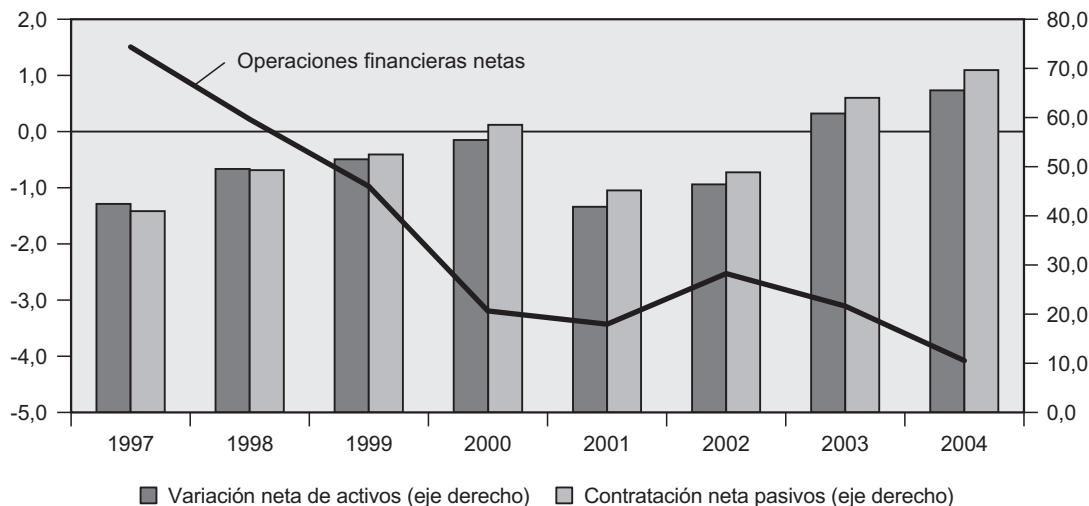
el crecimiento de la riqueza financiera neta de las familias españolas. En este sentido, debe tenerse en cuenta que en caso de aumentar los tipos de interés en los próximos años, la carga de la deuda financiera podría aumentar aún a un mayor ritmo y afectar aún más negativamente al balance financiero familiar.

En este artículo se analizan algunas de las magnitudes fundamentales que explican la evolución del ahorro y la riqueza financiera de los hogares en los últimos años, a la vez que se ofrecen las previsiones de FUNCAS para el cierre de 2005. El artículo se estructura en torno a tres secciones. En la primera de ellas, se analiza el papel que el sector hogares tiene, en términos relativos respecto a otros sectores, en la evolución del ahorro financiero del conjunto de la economía española. El apartado 2 se centra en el análisis del *stock* de riqueza financiera de los hogares en España, incluyendo las previsiones para 2005. El artículo se cierra con el análisis de la riqueza financiera neta (activos-pasivos) de los hogares y con algunas reflexiones respecto a la incidencia posible de estas tendencias en el medio plazo.

### 1. EL AHORRO FINANCIERO DE LA ECONOMÍA: EL PAPEL DE LOS HOGARES

El saldo de las operaciones financieras netas—como diferencia entre la variación neta de activos y la variación neta de pasivos financieros—de la economía española volvió a presentar valores negativos en 2004, con un saldo de -34.155 millones de euros. Esta situación se prolonga desde 1999, en que el ahorro financiero de la economía respecto al PIB se situó en el -1 por 100, disminuyendo progresivamente hasta alcanzar el -4,1 por 100 en 2004, como se muestra en el gráfico 1.

GRÁFICO 1  
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LA ECONOMÍA NACIONAL  
(Porcentaje de PIB) (1997-2004)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Desde 2001, se observa una tendencia continua en el ahorro financiero de la economía española. Si bien en este año los flujos de activos financieros volvieron a niveles similares a los de 1997, se observa desde entonces un crecimiento considerable de ambas magnitudes que, sin embargo, es siempre más marcado en el caso de los pasivos financieros. Atendiendo a la contribución de los distintos instrumentos a estos flujos, mientras que los préstamos y valores emitidos en la economía explicaron el 58,1 por 100 de la variación de activos financieros, estos mismos instrumentos suponían el 64,8 por 100 de la variación de pasivos, lo que proporciona una idea de la incidencia de los mecanismos de financiación sobre el endeudamiento de la economía.

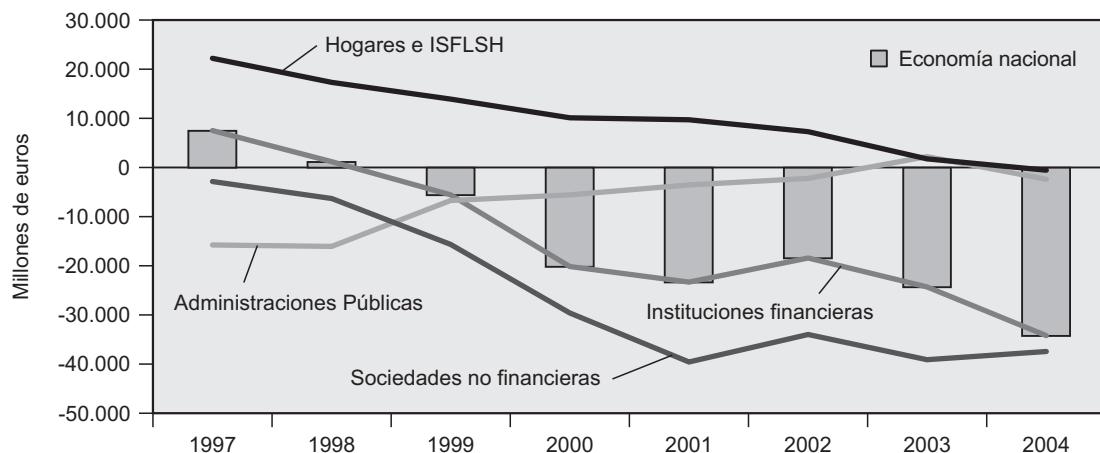
El gráfico 2 muestra la participación de los distintos sectores en los flujos financieros de la economía nacional entre 1997 y 2004. En primer lugar, resulta apreciable la reducción de la carga financiera de las administraciones públicas en este período en el que las operaciones financieras netas alcanzaron, incluso valores positivos (2.236 millones de euros) en 2003, si bien, en cualquier caso, debe señalarse que en 2004 se ha revertido de nuevo esta tendencia (-2.384 millones de euros). Las instituciones financieras (-34.155 millones de euros) y, sobre todo, las empresas no financieras (-37.390 millones de euros) cuentan con la contri-

bución negativa más marcada a la evolución del ahorro financiero en la economía nacional. En cuanto a las economías domésticas —sector que tradicionalmente ha sostenido el ahorro financiero nacional— la disminución de su contribución ha sido patente en los últimos años, desde un saldo positivo de operaciones financieras de 22.128 millones de euros en 1997 hasta los -527 millones de euros de 2004.

Atendiendo de forma específica al comportamiento financiero de los hogares, el gráfico 3 muestra la evolución de su variación neta de activos, su contracción neta de pasivos y el ahorro financiero respecto al PIB entre 1997 y 2004, incluyendo, asimismo, la previsión de FUNCAS para 2005. Si en 1997, las operaciones financieras respecto al PIB se situaban en el 4,5 por 100, en 2004 el saldo fue ya prácticamente nulo. Esta evolución responde al crecimiento que, desde 2001 experimentan las contracciones netas de pasivos respecto a las variaciones de activos. En 2005, la previsión de FUNCAS es que el ahorro financiero de los hogares como porcentaje del PIB se tornará negativo (-1,1 por 100), con una variación de activos del 14 por 100 y una contracción neta de pasivos del 15,1 por 100.

Entre los factores que motivan esta evolución destacan el descenso de los tipos de interés y el incremento de la demanda de financiación hipote-

**GRÁFICO 2**  
**PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS**  
**DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1997-2004)**

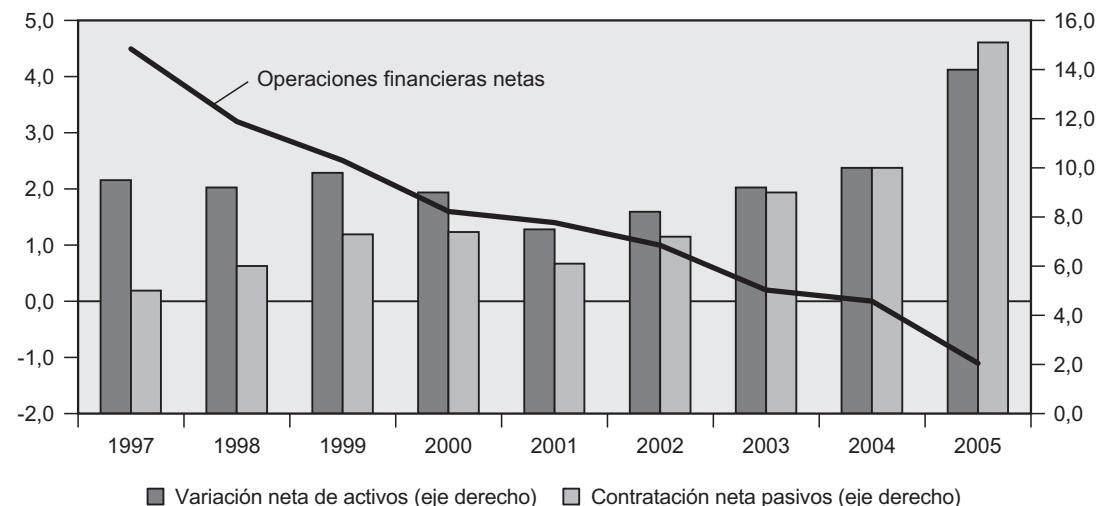


Fuente: Banco de España y elaboración propia.

caria para el acceso a la vivienda. La caída más marcada del ahorro familiar se produce entre 1997 y 1999 y es en este período cuando más drásticamente se redujeron los tipos de interés. A partir de 2000, los niveles moderados de tipos de interés y el considerable incremento de los precios de la vivienda han propiciado un recurso al endeuda-

miento por parte de los hogares sin precedentes. Entidades y mercados financieros han ofrecido posibilidades de inversión a los hogares (nuevos depósitos a plazo y vinculados, valores, seguros, fondos de inversión y pensiones) que han alentado el crecimiento de la variación neta de activos en los últimos años en valores superiores a los regis-

**GRÁFICO 3**  
**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (Porcentaje de PIB).**  
**HOGARES E ISFLSH [1997-2005 (P)]**



Fuente: Banco de España, FUNCAS y elaboración propia.

trados durante la década de 1990. Sin embargo, la concesión de crédito hipotecario en un contexto de morosidad históricamente reducida ha elevado la contracción neta de activos en mayor medida.

Los últimos datos ofrecidos por el Banco de España respecto al enlace entre el balance financiero de las familias a principios y finales del primer trimestre de 2005 permiten analizar en mayor profundidad la dinámica de variación del ahorro financiero de las economías domésticas. Estos datos se muestran en el cuadro 1. La diferencia entre el balance financiero finales de este trimestre y el del inicio es de 23.004 millones de euros, un 25 por 100 inferior a la registrada en el primer trimestre de 2004 (30.712 millones de euros). Resulta interesante destacar que el 91,81 por 100 de este cambio se debe a movimientos en la cuenta de operaciones financieras, mientras tan sólo el 8,19 por 100 se debe a las revalorizaciones, lo que sugiere que el *stock* de inversiones financieras de las familias no parece conllevar una elevada rentabilidad en la actualidad. 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 24.754 millones de euros, por encima de la de los activos. En un escenario de elevación de los tipos de interés, esta situación podría acentuarse aún más, al aumentar la carga de la deuda y, no necesariamente favorecer las revalorizaciones de activos.

El análisis por tipos de instrumentos (no mostrado en el cuadro) permite apreciar cuánto ha contribuido cada uno de los mismos a este cambio en el balance financiero familiar en 2004. El efectivo y los depósitos supusieron el 55,22 por 100 de la variación total de activos, mostrando una cierta recuperación respecto a períodos precedentes. Las acciones y participaciones aun no habían logrado repuntar en 2004, y su participación en la variación de los activos se redujo al 16,21 por 100. Dentro de este conjunto, la mayor contribución al cambio corresponde a los fondos de inversión (15,36 por 100), si bien la composición de la inversión colectiva se dirigió en gran medida hacia los fondos de renta fija y mixtos, en detrimento de la renta variable. En cuanto a los seguros y fondos de pensiones, continúa aumentando progresivamente su aportación al cambio en los flujos financieros de las economías domésticas, siendo del 17,94 por 100 en 2004. Los valores distintos de acciones mantienen una contribución marginal del 3,38 por

CUADRO 1  
BALANCE FINANCIERO A PRINCIPIOS Y FINALES DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2005 EN EL SECTOR HOGARES  
Millones de euros

Balance financiero a inicio del período.....	1.360.880
Balance financiero al final del período.....	1.383.884
Cuentas de operaciones financieras.....	21.120
Cuenta de otras variaciones de activos financieros y de pasivos .....	1.884
Revalorización .....	1.885
Otras variaciones en el volumen .....	-1

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

100 al cambio total en las adquisiciones netas de activos.

## 2. LA COMPOSICIÓN DEL BALANCE FINANCIERO FAMILIAR: PREVISIONES PARA 2005

Si bien los datos referentes a los flujos financieros ponen de manifiesto un cierto declive en el ahorro financiero familiar en España, es necesario analizar las magnitudes *stock* y determinar en qué situación se encuentra la riqueza financiera de los hogares. El cuadro 2 muestra la evolución de los activos y pasivos del balance financiero de los hogares españoles entre 1997 y 2004, incluyendo las previsiones de FUNCAS para 2005.

El conjunto de activos de las familias en 2004 alcanzó los 1,36 billones de euros, un 9,5 por 100 más que en 2003 (1,24 billones). Entre 1997 y 2004 el total de activos ha aumentado un 71,4 por 100. Por instrumentos, las variaciones más destacadas en este período correspondieron a las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones (130,8 por 100), seguido de las acciones y participaciones en fondos de inversión (82,6 por 100). Durante 2004, las mayores variaciones tuvieron lugar en los fondos de inversión (10,7 por 100) y las acciones (10,3 por 100), que en conjunto representan un 38,2 por 100 del activo total. Por otro lado, los productos de previsión crecieron un 8,8 por 100 y ya alcanzan en España los 121.491 millones de euros (8,93 por 100 del total de activos). El valor de los depósitos en balance aumentó en 2004 algo menos que en los períodos precedentes (8,7 por 100) si bien su participación continúa siendo la más elevada (39,94 por 100). En cuanto a los pasivos, éstos aumentaron en 2004 en un 19,6 por 100, hasta situarse en los 0,58 billones de euros, un nivel de deuda tres veces superior a las que tenían las familias en 1997.

**CUADRO 2**  
**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1997-2005 (P)) (DATOS STOCK A 31 DE DICIEMBRE)**  
 Millones de euros

EFFECTIVO Y DEPÓSITOS	DE	ACCIONES	VALORES A CORTO	VALORES A LARGO	PRÉSTAMOS	PARTICIPAC. EXCEPTO FONDOS DE INVERSIÓN	FONDOS DE INVERSIÓN	ACCIONES Y OTRAS			RESERVAS TÉCNICAS DE FONDOS DE SEGURO	RESERVAS DE FONDOS DE PENSIONES	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	TOTAL ACTIVOS	PRÉSTAMOS	CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	TOTAL PASIVOS	
								Y OTRAS	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO								
			PLAZO DISTINTOS	DE	ACCIONES	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS	OTRAS CUENTAS PENDIENTES DE PAGO	RESERVAS TÉCNICAS
1997	324.420	3.468	18.803	—	189.907	141.064	50.835	39.099	26.316	793.913	175.127	47.700	222.827	222.827	222.827	222.827	222.827	
Porcentaje	40,86	0,44	2,37	—	23,92	17,77	6,40	4,92	3,31	100	78,59	21,41	100	100	100	100	100	100
1998	334.658	2.321	21.082	—	267.060	175.945	57.951	46.155	29.491	934.662	207.836	47.768	255.604	255.604	255.604	255.604	255.604	255.604
Porcentaje	35,81	0,25	2,26	—	28,57	18,82	6,20	4,94	3,16	100	81,31	18,69	100	100	100	100	100	100
1999	374.886	2.660	21.520	—	301.006	171.565	70.930	52.496	33.261	1.028.324	247.652	49.466	297.118	297.118	297.118	297.118	297.118	297.118
Porcentaje	36,46	36,46	2,09	—	29,27	16,68	6,90	5,11	3,23	100	83,35	16,65	100	100	100	100	100	100
2000	416.976	2.699	23.718	—	276.867	143.777	84.122	60.895	37.889	1.046.943	289.935	50.410	340.346	340.346	340.346	340.346	340.346	340.346
Porcentaje	39,83	0,26	2,27	—	26,45	13,73	8,04	5,82	3,62	100	85,19	14,81	100	100	100	100	100	100
2001	446.115	2.601	23.129	—	299.182	141.720	94.928	65.443	36.910	1.110.028	325.020	47.599	372.620	372.620	372.620	372.620	372.620	372.620
Porcentaje	40,19	0,23	2,08	—	26,95	12,77	8,55	5,90	3,33	100	87,23	12,77	100	100	100	100	100	100
2002	473.330	2.108	23.493	—	234.754	133.928	105.894	69.024	40.982	1.083.513	374.756	48.637	423.393	423.393	423.393	423.393	423.393	423.393
Porcentaje	43,68	0,19	2,17	—	21,67	12,36	9,77	6,37	3,78	100	88,51	11,49	100	100	100	100	100	100
2003	499.957	2.681	34.659	—	314.364	155.982	113.549	77.279	44.536	1.243.008	443.751	49.459	493.210	493.210	493.210	493.210	493.210	493.210
Porcentaje	40,22	0,22	2,79	—	25,29	12,55	9,14	6,22	3,58	100	89,97	10,03	100	100	100	100	100	100
2004	543.519	2.186	37.611	—	346.742	172.645	121.491	86.086	50.600	1.360.880	530.980	49.194	580.174	580.174	580.174	580.174	580.174	580.174
Porcentaje	39,94	0,16	2,76	—	25,48	12,69	8,93	6,33	3,72	100	91,52	8,48	100	100	100	100	100	100

*Fuente:* Banco de España y elaboración propia.

**ESTIMACIÓN FUNCAS (2005)**

2005e	500.642	2.056	35.212	—	387.117	189.982	137.585	90.081	57.525	1.486.200	641.022	48.003	689.025	689.025	689.025	689.025	689.025
Porcentaje	39,07	0,14	2,37	—	26,05	12,78	9,26	6,46	3,87	100	93,03	6,97	100	100	100	100	100

*Fuente:* Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas.

Durante 2005 se han observado algunos cambios de relevancia en el entorno financiero que han podido alterar la fisonomía del balance financiero familiar en varios aspectos. En primer lugar, los mercados de valores comenzaron a mostrar una recuperación palpable, lo que contribuyó tanto a aumentar la confianza de los inversores en la renta variable, como a las revalorizaciones de estos activos. Por otro lado, los seguros y fondos de pensiones, al margen de las previsiones respecto a posibles cambios en su régimen de tributación, continuaron creciendo dentro del conjunto de activos, si bien resulta destacable el mayor aumento reciente de los seguros de vida frente a los fondos de pensiones. Finalmente, debe, asimismo, destacarse que, a pesar de las previsiones de posibles subidas de tipos de interés, los hogares no han modificado de forma sensible sus patrones de endeudamiento que continúa creciendo a tasas similares a las observadas en los últimos años. En este escenario, las previsiones de FUNCAS para 2005 sitúan los activos financieros de las economías domésticas en 1,48 billones de euros, con una variación del 9,2 por 100 respecto a 2004. Se prevé que el efectivo y los depósitos aumenten un 6,8 por 100 y experimenten una leve reducción de su participación en balance, que se estima en el 39,07 por 100. Sin embargo, se espera que el crecimiento de las acciones (11,6 por 100) y fondos de inversión (10 por 100) aumente su participación en el balance hasta el 38,83 por 100, porcentaje que prácticamente ya iguala a la de los depósitos. El mayor

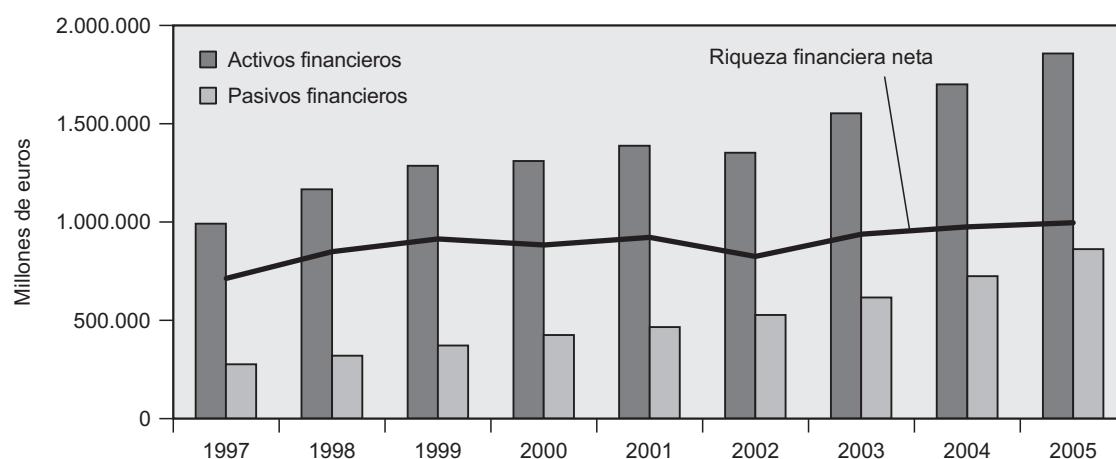
crecimiento, sin embargo, lo registrarán una vez más los seguros (13,2 por 100) y los fondos de pensiones (11,6 por 100), alcanzando el 15,71 por 100 en el conjunto de activos.

En cuanto al pasivo, la previsión en 2005 es de un aumento del 20,7 por 100, hasta los 0,64 billones de euros. En este punto, debe destacarse que los préstamos supondrán ya el 93,03 por 100 del pasivo y se estima que el 80 por 100 de ellos corresponde a financiación hipotecaria.

### 3. RIQUEZA, ENDEUDAMIENTO Y RIESGOS: ALGUNAS REFLEXIONES

La evolución del endeudamiento en relación con los activos financieros invita a realizar algunas reflexiones sobre la situación actual y perspectivas del ahorro y la riqueza financiera de los hogares españoles. En primer lugar, con objeto de mostrar la riqueza financiera familiar en términos netos, el gráfico 4 muestra la evolución de los activos y pasivos del balance financiero de las economías domésticas españolas entre 1997 y 2005, y su diferencia. Si en 2004 el aumento de esta riqueza fue del 13,6 por 100, las previsiones de FUNCAS para 2005 son de un incremento del 4,1 por 100, hasta situar el patrimonio financiero neto familiar en 0,780 billones de euros. Estas cifras parecen reflejar un cierto estancamiento de la riqueza financiera y, de no invertirse esta tendencia podría suceder, al igual

**GRÁFICO 4**  
**RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES**  
**[1997-2005 (P)]**



Fuente: Banco de España, FUNCAS y elaboración propia.

que ocurrió en 2002, que vuelva a producirse una disminución de la misma.

La situación de estancamiento en el balance financiero neto y los registros negativos previstos en la tasa de ahorro financiero neto no parecen constituir ni una situación coyuntural ni un problema trivial, por cuanto comprometen la evolución a largo plazo de la economía. Dado que los datos correspondientes a variaciones de activos parecen moverse en valores similares a los observados durante períodos de crecimiento del ahorro financiero familiar, el problema parece radicar en el endeudamiento. En este sentido, cabe cuestionarse los beneficios y los costes de este endeudamiento en los próximos años. Por un lado, el recurso a la financiación hipotecaria constituye sin duda un mecanismo fundamental para permitir el acceso a la vivienda de un porcentaje importante de la población. En este punto no parecen existir importantes riesgos desde el punto de vista del crédito, encontrándose la morosidad en niveles mínimos históricos. Sin embargo, sí que existe el riesgo de que, en caso de producirse una corrección brusca de los precios de la vivienda y una subida de los tipos de interés significativa, disminuya el valor de colateral de la vivienda y aumente la carga de la deuda de los hogares, constituyendo éste un escenario de mayor riesgo.

Por otro lado, la recuperación que parecen estar experimentando los mercados de valores puede constituir una alternativa para la colocación del ahorro familiar y para atenuar la tendencia hacia la inversión en vivienda por motivo especu-

lación. Sin embargo, las expectativas de rentabilidad no parecen ser de magnitud suficiente como para atenuar de forma sensible la inversión en ladrillo, al menos a corto plazo. En este contexto, la fiscalidad puede aparecer como un mecanismo necesario, si bien no suficiente, para atenuar las tendencias especuladoras. En particular, más que incentivar la inversión en ciertos activos financieros, sería conveniente eliminar los incentivos existentes a la inversión en vivienda ya que, más que un mecanismo que alivie las tensiones financieras de los hogares es una fórmula más de incentivación de la inversión en vivienda por motivo especulación.

Finalmente, un aspecto esperanzador es la tendencia generalizada en el sector bancario a ofrecer nuevos productos de ahorro a plazo con diferente grado de sofisticación en un contexto de creciente competencia por la captación de recursos que puede contribuir a ofrecer una vía alternativa (a la vez que más segura) de inversión a los hogares. Esta tendencia coincide —a tenor de los datos aportados por el Banco de España en sus últimas Encuestas de Préstamos Bancarios— con un perceptible endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito que, sin suponer restricciones excesivas, puede contribuir a un cierto enfriamiento en la ampliación del endeudamiento.

#### NOTAS

(\*) FUNCAS.

(\*\*) Universidad de Granada y FUNCAS.