

# El ahorro financiero familiar: evolución reciente y previsiones para 2006

Santiago Carbó Valverde  
José Manuel Liñares Zegarra\*

En los últimos años se viene apreciando una evolución poco frecuente, en una perspectiva histórica, del ahorro financiero de las economías domésticas, tanto en España como en otros países de nuestro entorno. En particular, el sector familias ha perdido paulatinamente su papel tradicional de suministrador de fondos a la economía para convertirse en un sector que muestra tasas de ahorro financiero negativas. La conjunción de tipos de interés en niveles reducidos —a pesar de los repuntes que se vienen observando más recientemente—, el considerable encarecimiento de la vivienda y la existencia de una amplia (y saneada) oferta de financiación bancaria hipotecaria explican, en gran medida, esta situación. Se ha extendido una cierta “cultura” del crédito y el endeudamiento, más impuesta que voluntaria, si bien es cierto que, al menos, los hogares han diversificado de forma más notable que en épocas pasadas su patrimonio financiero. Así, desde la perspectiva cualitativa, en la estructura del ahorro financiero de los hogares han ganado protagonismo los activos financieros vinculados a los mercados —fondos de inversión, renta variable, productos de previsión— y, sin embargo, se ha observado un menor ritmo de captación de depósitos bancarios.

A pesar de que la economía ha presentado tasas de crecimiento prolongadas en los últimos años, no puede olvidarse que, en la perspectiva de largo plazo, los destinos financieros del ahorro y el endeudamiento constituyen dos rasgos básicos del proceso de crecimiento de la economía y de los flujos de financiación para la inversión productiva. El elevado endeudamiento de las familias (con un crecimiento del 176,6 por 100 entre 1998 y 2005) y el crecimiento algo más moderado de los activos financieros (66,9 por 100 para el mismo período) han favorecido un estancamiento de la riqueza financiera de los hogares. Sin duda,

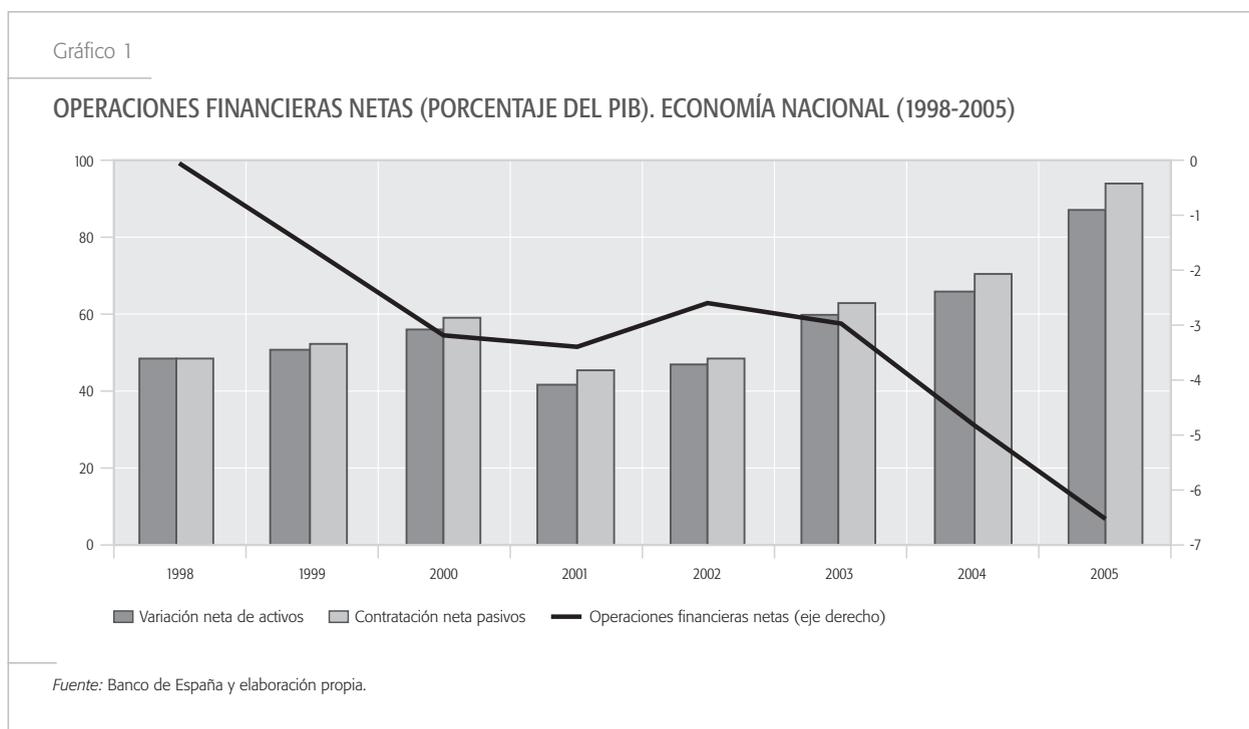
\* Universidad de Granada y FUNCAS.

este hecho constituye un motivo de preocupación en el medio plazo, y se percibe esa preocupación en la medida en que la elevación de los tipos de interés pueda comprometer no solo la ya elevada carga de la deuda, sino las tasas de consumo. En cualquier caso, esta tendencia negativa se ha visto en cierto modo “compensada” en el conjunto de la economía por la significativa reducción de la carga financiera de la deuda de las administraciones públicas, así como por la capacidad de autofinanciación y positiva evolución de la actividad empresarial.

El presente trabajo se dirige a examinar la evolución reciente del ahorro y la riqueza financiera de los hogares españoles, en un contexto en el que los hábitos financieros de las familias parecen haber cambiado. Teniendo en cuenta la relevancia de estas cuestiones, en primer lugar, se analizan las pautas ahorradoras del ahorro financiero familiar en España. En segundo lugar, se analiza la riqueza financiera (como balance del *stock* de activos y pasivos financieros) de los hogares y se presentan, desde FUNCAS, las previsiones sobre la magnitud y composición de los activos y pasivos financieros de las economías domésticas para 2006. El artículo se cierra con algunas reflexiones en torno al previsible alcance de estas tendencias en el medio plazo.

## 1. Tendencias recientes del ahorro de la economía nacional y de los hogares españoles

Una de las principales transformaciones ocurridas en el sistema financiero español durante la última década ha sido la notable modificación en la composición del ahorro y la riqueza financiera. El ahorro financiero neto o saldo de las operaciones financieras netas de la economía español-



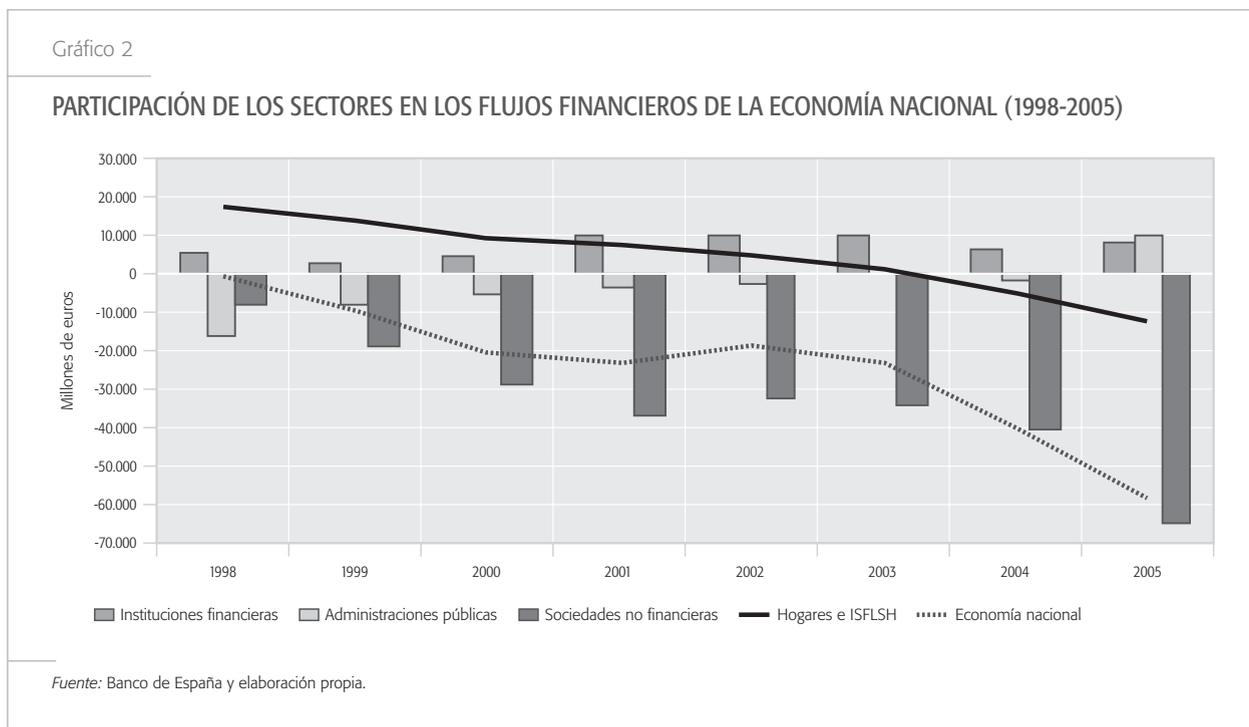
la se calcula como la diferencia entre los flujos “adquisición neta de activos” y “contratación neta de pasivos”. Tomando como referencia el período 1998-2005, se observa una reducción generalizada de las tasas de ahorro financiero neto en relación al PIB en España (gráfico 1). En particular, el año 1998 marca el punto de inflexión desde el que se inició una tendencia decreciente de esta magnitud, tan solo interrumpida por un leve repunte en 2002. En cualquier caso, el ahorro financiero nacional alcanzó valores negativos en 2005, con un saldo de -58.462 millones de euros. Mientras que en 1996 la ratio “ahorro financiero/PIB” para la economía nacional se situaba en el 1,2 por 100, en 2005 presenta un valor de -6,5 por 100, merced de la mayor contratación neta de pasivos respecto a la variación neta de activos en los últimos años considerados. Analizando la contribución de los distintos instrumentos a estos flujos, es posible observar que los valores distintos de acciones y préstamos contribuyen en un 40 por 100 a la adquisición neta de activos financieros mientras que las mismas suponen un 47,7 por 100 del total de pasivos netos contraídos, poniendo de manifiesto la composición del endeudamiento agregado de la economía.

Con el objetivo de profundizar en el estudio de las tendencias de los flujos financieros de la economía nacional entre 1998 y 2005, cabe preguntarse cómo han contribuido los diferentes sectores y, en particular, el de los hogares. En este sentido, del gráfico 2 se desprenden algunas cuestiones fundamentales: las administraciones públicas han mostrado desde 1998 una tendencia prolongada de reducción en sus ne-

cesidades de financiación, pasando de -16.022 millones de euros en 1998 a 9.801 millones de euros en 2005. En contraposición, las empresas no financieras han aumentado progresivamente su participación negativa en los flujos, con una participación media anual en la evolución total de -32.669 millones de euros en el período de 1998-2005.

Por su parte, las entidades financieras mantienen su papel financiador de forma relativamente estable, con ciertas oscilaciones a lo largo del período considerado, pero siempre con niveles positivos. En particular, las instituciones financieras han pasado de contribuir a la variación total de ahorro financiero de la economía de 5.901 millones de euros en 1998 a 8.307 millones de euros en 2005. En cuanto al sector hogares, se aprecia una reducción generalizada en los últimos años. Es más, gran parte de la evolución a escala nacional se explica por el comportamiento del sector familias, que ha pasado de tener una posición financiera positiva (17.312 millones de euros en 1998) a una negativa (-12.102 millones de euros en 2005).

Junto a las pautas del ahorro financiero nacional y la contribución al mismo de cada uno de los grupos institucionales, conviene analizar, de forma particular, la evolución reciente de la posición financiera neta (magnitud flujo del ahorro financiero) de las familias españolas. El período 1998-2005 se ha caracterizado por una reducción generalizada de las tasas de ahorro financiero neto en relación al PIB de las economías domésticas españolas. Dicha magnitud se ha venido deteriorando progresivamente en los últimos



años, fundamentalmente debido al endeudamiento hipotecario. Si bien es cierto que la adquisición neta de activos ha aumentado su peso en relación al PIB (del 9 al 10,7 por 100), la contratación neta de pasivos lo ha hecho aún de forma más notable (del 5,8 al 12,0 por 100), con el consiguiente efecto negativo sobre el ahorro familiar. De este modo, mientras que la diferencia porcentual (en relación al PIB) entre los flujos de activos y de pasivos elevaba el ahorro financiero familiar al 3,2 por 100 en 1998, este margen se ha reducido al -1,3 por 100 en 2005.

Ante el presente escenario, la previsión de FUNCAS para 2006 es que la tendencia decreciente seguida por el ahorro financiero de las familias no parece mostrar seña-

les de cambio. En este sentido, se espera que en 2006 la variación neta de activos alcance el 11,2 por 100 del PIB y la contratación neta de pasivos el 13,5 por 100, quedando las operaciones financieras en un -2,3 por 100 del PIB, un punto menos que en 2005.

Con el objetivo de profundizar con mayor detalle en la evolución de los flujos de ahorro en el sector de las familias resulta útil estudiar la descomposición de las distintas partidas que explican el enlace entre el balance financiero al principio y al final del primer trimestre de 2006 (última información disponible a la fecha). Este enlace se muestra en el cuadro 2 para el conjunto de activos financieros del balance de los hogares, permitiendo analizar la transición

Cuadro 1

**PORCENTAJE SOBRE EL PIB DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS NETAS PARA LOS HOGARES E ISFLSH (1998-2006\*)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Variación neta de activos	9,0	9,5	9,1	7,1	8,6	9,0	9,7	10,7	11,2
Contratación neta pasivos	5,8	7,2	7,7	6,0	8,0	8,8	10,3	12,0	13,5
Operaciones financieras netas	3,2	2,4	1,4	1,1	0,7	0,1	-0,6	-1,3	-2,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

\* Previsión de FUNCAS.

Cuadro 2

**ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2006**  
 Millones de euros

	BALANCE FINANCIERO A INICIO DEL PERÍODO	CUENTAS DE OPERACIONES FINANCIERAS	CUENTA DE OTRAS VARIACIONES DE ACTIVOS FINANCIEROS Y DE PASIVOS			BALANCE FINANCIERO AL FINAL DEL PERÍODO
			Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	
Total instrumentos	1.558.764	25.871	32.202	33.157	-955	1.616.837
Efectivo y depósitos	595.752	12.324	-12	-12	—	608.064
Valores distintos de acciones	43.712	5.096	-490	-490	—	48.318
Préstamos	—	—	—	—	—	—
Acciones y otras participaciones	639.514	3.947	32.748	32.748	—	676.209
Reservas técnicas de seguro	227.475	2.899	910	910	—	231.285
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	52.312	1.605	-955	—	-955	52.961

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

desde las variables flujo hacia el *stock* de riqueza financiera mediante un cómputo sencillo. 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 esta línea, se puede apreciar que en el primer trimestre de 2006, este balance financiero —que excluye los pasivos financieros de las economías domésticas— experimentó un incremento del 3,7 por 100 (de 1,559 a 1,617 miles de millones de euros), ayudado por la variación positiva en la adquisición y contratación de activos en la cuenta de operaciones financieras (25.871 millones de euros) y el efecto positivo aún mayor en la cuenta de otras variaciones de activos financieros y de pasivos (32.202 millones de euros). La desagregación por tipos de instrumentos concede un papel destacando a los valores de renta fija (con un crecimiento del 10,5 por 100). Los valores de renta variable —que suponen aproximadamente el 40 por 100 del balance financiero familiar— presentaron una variación 5,7 por 100, seguidos por los depósitos de las familias (2,1 por 100).

Cabe destacar que son las cuentas de revalorización las que explican principalmente el incremento en el valor total de los activos, dado que el crecimiento del valor de las acciones, fondos de inversión y otras participaciones (32.748 millones de euros) fue mucho mayor que la reducción del valor sufrida por los activos distintos de las acciones y otros títulos de renta variable (-490 millones de euros) durante este primer trimestre. En lo que respecta a la contribución a la variación total de activos, el efectivo y

los depósitos supusieron el 21,2 por 100 y las acciones y participaciones un 63,2 por 100. Los valores distintos de acciones mantienen una contribución del 7,9 por 100 al cambio total en las adquisiciones netas de activos. En cuanto a las reservas técnicas de seguros, ostentan una aportación marginal en los flujos financieros de las economías domésticas del 6,6 por 100.

Del análisis de los flujos financieros cabe concluir que el buen comportamiento de la rentabilidad de los distintos títulos cotizados en la bolsa ha favorecido el incremento de los activos financieros mantenidos por los hogares españoles, si bien no han sido suficientes para conseguir unos niveles positivos de ahorro financiero.

## 2. La composición del balance financiero familiar. Previsiones de FUNCAS para 2006

Considerando la continua reducción del saldo de operaciones financieras de las economías domésticas y la aportación de los distintos instrumentos al cambio en las magnitudes flujo, surge la cuestión: ¿hasta qué punto se ha visto afectado el *stock* de activos y pasivos financieros de las familias? El cuadro 3 muestra la evolución de los activos y pasivos financieros de los hogares españoles entre 1998 y 2005 y las previsiones de Funcas para 2006. Este período permite apreciar la transformación señalada en las pautas de inversión y cultura financiera de los hogares.

Cuadro 3

**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1998-2006 [PI])**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
1998	334.658	2.321	21.135	—	267.185	175.945	57.951	46.155	28.457	933.807	207.836	45.206	253.042
Porcentaje	35,84	0,25	2,26	—	28,61	18,84	6,21	4,94	3,05	100	82,14	17,86	100
1999	374.886	2.625	21.684	—	301.084	171.565	70.930	52.496	32.244	1.027.513	248.032	47.594	295.626
Porcentaje	36,48	0,26	2,11	—	29,30	16,70	6,90	5,11	3,14	100	83,90	16,10	100
2000	416.829	2.698	23.955	—	279.493	143.777	84.122	60.895	37.854	1.049.623	291.145	49.292	340.437
Porcentaje	39,71	0,26	2,28	—	26,63	13,70	8,01	5,80	3,61	100	85,52	14,48	100
2001	445.598	2.640	22.438	—	297.756	141.720	94.928	65.443	35.915	1.106.439	327.213	47.695	374.908
Porcentaje	40,27	0,24	2,03	—	26,91	12,81	8,58	5,91	3,25	100	87,28	12,72	100
2002	472.564	2.140	26.161	—	235.733	133.928	105.894	69.024	40.403	1.085.848	379.117	49.392	428.509
Porcentaje	43,52	0,20	2,41	—	21,71	12,33	9,75	6,36	3,72	100	88,47	11,53	100
2003	498.784	2.701	35.215	—	315.886	155.982	113.549	77.279	43.693	1.243.090	450.163	49.969	500.132
Porcentaje	40,12	0,22	2,83	—	25,41	12,55	9,13	6,22	3,51	100	90,01	9,99	100
2004	541.247	2.045	33.182	—	385.783	172.645	122.151	85.492	49.016	1.391.562	540.304	50.575	590.879
Porcentaje	38,89	0,15	2,38	—	27,72	12,41	8,78	6,14	3,52	100	91,44	8,56	100
2005	595.752	3.222	40.490	—	443.126	196.388	131.433	96.042	52.312	1.558.764	653.524	46.471	699.995
Porcentaje	38,22	0,21	2,60	—	28,43	12,60	8,43	6,16	3,36	100	93,36	6,64	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia

**ESTIMACIÓN FUNCAS (2006)**

2006e	647.067	3.472	44.781	—	482.509	200.677	147.918	106.690	57.179	1.690.293	769.937	46.699	816.636
Porcentaje	38,28	0,21	2,65	—	28,55	11,87	8,75	6,31	3,38	100	94,28	5,72	100

Fuente: Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas

Como nota general, el dinamismo (como cambio en función de las condiciones macroeconómicas) y la diversificación del balance financiero resultan dos de los aspectos más destacados.

Atendiendo al activo de las familias, en 2005 alcanzó los 1,58 billones de euros, lo que supone un crecimiento del 12,02 por 100 respecto al período precedente y un 45 por 100 respecto a 1998. Por tipos de activos, durante el período considerado las principales variaciones correspondieron a las reservas técnicas de seguro y fondos de pensiones (126,8 y 108 por 100 respectivamente, entre 1998 y 2005). Asimismo resulta destacable el crecimiento de los valores a largo plazo distintos de acciones (91,6 por 100). La variación al alza en los tipos de interés también parece traducirse en algunos síntomas de recuperación en la participación del efectivo y de los depósitos bancarios desde 1998 (38,22 por 100 en 2005). La renta fija a corto plazo no parece ser una alternativa para los hogares, dado que reducen su participación en los activos financieros, pasando de un 0,25 por 100 en 1998 a un 0,21 por 100 en 2005, mientras que los títulos a largo plazo, por el contrario, muestran un leve repunte en el balance de las familias en dicho período. En lo que respecta a las acciones y participaciones (exceptuando los fondos de inversión) su peso relativo ha mostrado un ligero aumento en el último año (28,43 por 100 en 2005 frente al 27,72 por 100 en 2004). Los fondos de inversión pasaron de representar el 18,84 por 100 de los activos familiares al 12,6 por 100 de los mismos, poniendo de manifiesto una cierta disminución de su atractivo para los inversores en favor de los depósitos a plazo y de los productos de aseguración, si bien esta tendencia puede volver a invertirse merced a las favorables perspectivas que parecen existir respecto a la evolución de los mercados bursátiles. En cuanto a los seguros y fondos de pensiones, su participación relativa ha aumentado del 11,15 por 100 al 14,59 en el período 1998-2005, poniendo de manifiesto la tendencia constante de canalización del ahorro de las familias hacia el ahorro-previsión. Si bien esta tendencia ha sido favorecida por el favorable tratamiento fiscal de los mismos, es un reflejo de las expectativas de las economías domésticas respecto a la provisión futura de pensiones públicas.

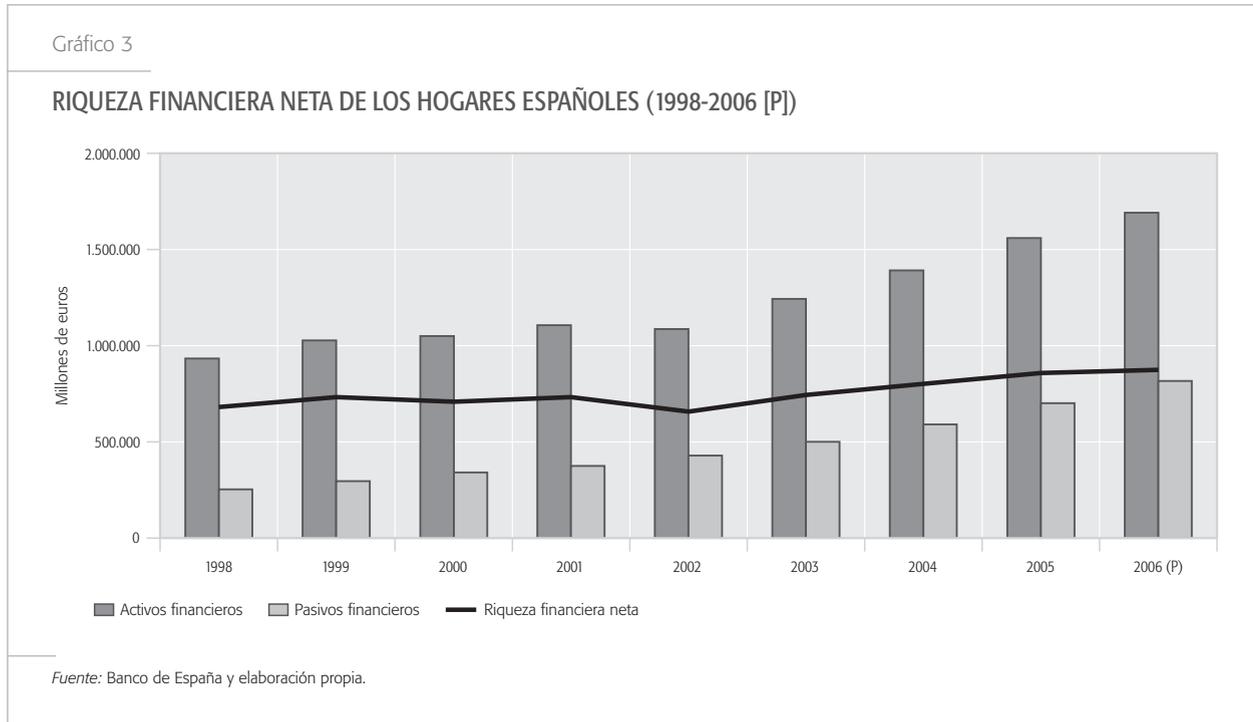
Por el lado del pasivo, el *stock* de deuda financiera familiar alcanzó los 0,69 billones de euros en 2005, 2,8 veces superior al nivel de 1998. En concreto, el peso de los préstamos —fundamentalmente de carácter hipotecario— ha experimentado un incremento desde el 82,14 por 100 en 1998 hasta el 93,36 por 100 en 2005, mientras que otras formas de financiación (créditos y préstamos a corto plazo) han reducido su peso relativo del 17,86 por 100 en 1998 al 6,64 en 2005.

En la parte inferior del cuadro 3 se ofrecen las previsiones de FUNCAS para 2006. Estas previsiones, apuntan a ciertos cambios de tendencia en relación a la composición del balance financiero de los hogares. De este modo, el activo financiero de los hogares españoles alcanzaría en 2006 los 1,69 billones de euros, lo que supone una tasa esperada de variación del 8,4 por 100 respecto al período precedente. En cuanto a la composición de los activos al cierre de 2006, se prevé que los fondos de inversión reduzcan su peso relativo al 11,87 por 100 del total de los activos, aumentando principalmente su participación las reservas técnicas de seguro (8,75 por 100), las acciones y otras participaciones (28,55 por 100) y las reservas de fondos de pensiones (6,31 por 100).

En cuanto a los pasivos, su crecimiento neto entre 1998 y 2005 ha sido notablemente superior (176,6 por 100) al de los activos. La previsión de FUNCAS para 2006, es que el endeudamiento financiero familiar se elevará a 0,82 billones de euros, lo que supone un incremento del 16,7 por 100 respecto a 2005. Los préstamos —que incluyen fundamentalmente la financiación hipotecaria— se prevé que pasen de representar el 93,36 por 100 del endeudamiento de las familias en 2005 al 94,28 por 100 en 2006, mientras que la participación relativa del resto de pasivos —principalmente representados por créditos al consumo— reducirán su participación al 5,72 por 100.

### 3. La riqueza financiera de los hogares españoles, endeudamiento y perspectivas futuras

El análisis de la evolución del balance financiero familiar y del endeudamiento de las familias respecto al conjunto de activos hace inevitable abordar con una cierta preocupación la situación actual y perspectivas del ahorro y la riqueza financiera de los hogares españoles. Con la finalidad de analizar en términos netos la riqueza financiera de las economías domésticas, el gráfico 3 ofrece la evolución de los activos y pasivos de su balance financiero, así como la diferencia entre las mismas, es decir, el patrimonio neto familiar en el período 1998 y 2006 (según las previsiones de FUNCAS). En este sentido, la riqueza ha pasado de 680.765 millones de euros en 1998 a 858.770 millones de euros en 2005 (siendo la variación neta del 26,15 por 100). La previsión FUNCAS para 2006 indica un leve aumento hasta los 873.657 millones de euros. En cualquier caso, si analizamos las tasas de crecimiento anuales se puede observar que desde la reducción de la riqueza financiera neta en 2002 (-10,14), ésta ha mantenido en tasas de crecimiento positivas en los últimos años, si bien



no puede olvidarse que el valor de esta riqueza depende en gran medida de la evolución de los tipos de interés que puede condicionar tanto la revalorización de los activos como la carga de la deuda hipotecaria variable (más del 90 por 100 del *stock* actual de deuda para financiación de vivienda). El contrapunto pueden ponerlo los mercados de valores, dada su favorable evolución reciente. Tampoco se puede olvidar que numerosas familias españolas invierten en bienes inmobiliarios y otros activos reales, lo cual contribuye a su riqueza en la vertiente real y aumenta el valor

de sus garantías colaterales. En todo caso, no puede olvidarse que el apalancamiento financiero de los hogares es ya muy elevado y que, aunque la morosidad se encuentra en niveles muy reducidos, es previsible un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Así, además, parecen anunciarlo las encuestas de préstamos bancarios que elabora periódicamente el Banco de España. En cualquier caso, un año más, la recuperación del ahorro financiero de los hogares se encuentra en compás de espera y la recuperación, necesaria y deseada, no acaba de llegar.