

El ahorro financiero de las familias españolas: previsiones para 2008

Santiago Carbó Valverde

José Manuel Liñares Zegarra

*Francisco Rodríguez Fernández**

El ahorro financiero es un elemento esencial del engranaje económico y de los mecanismos de financiación e inversión de cualquier país. En este sentido, al analizar el ahorro financiero de los hogares españoles en el contexto actual, resulta ineludible ligar su evolución y las previsiones para el cierre de 2008 con la crisis financiera global. Variables clave en la determinación del ahorro de las economías domésticas como los tipos de interés, el empleo y las expectativas de renta deben ser estudiadas en conexión a las turbulencias financieras internacionales, a la escasez de liquidez y a la evolución de los mercados de capitales, dado que este conjunto de variables incide tanto sobre las operaciones financieras que realizan los hogares como sobre el valor de mercado de sus activos y pasivos financieros.

Durante 2008 se han producido diferentes oleadas de la crisis financiera, con episodios de quiebra e intervenciones de las autoridades monetarias de carácter histórico, tanto por su relevancia cuantitativa, como por el tipo de entidades afectadas y por las dudas generadas en algunos momentos sobre la propia estabilidad financiera global. Las tensiones de liquidez marcan la dinámica de la incertidumbre en los mercados interbancarios y las inusuales diferencias entre el tipo de interés interbancario y el tipo de interés de referencia del Banco Central Europeo. Estas tensiones no son una cuestión baladí en una economía como la española que, junto con la estadounidense, son de las más dependientes de los flujos de financiación y el ahorro externos. Junto al origen en los problemas de liquidez, la fuerte caída de la actividad económica y, en particular, del sector de la construcción, actúa como el catalizador que desemboca en una elevación del desempleo y en una revisión de las expectativas de renta a la baja.

* Universidad de Granada y FUNCAS.

En este contexto, resulta conveniente volver la vista, una vez más, al ahorro financiero de las economías domésticas, que ya desde 2004 viene decreciendo como porcentaje del PIB. Si bien en este escenario de turbulencias financieras pudiera parecer que el ahorro no debe constituir una gran preocupación ante lo abrumador del escenario financiero a corto plazo, conviene recordar que la sostenibilidad de cualquier pauta de crecimiento económico a largo plazo vendrá determinada, en gran medida, por la evolución del ahorro financiero de los hogares, en un contexto en el que el endeudamiento empresarial (y sus necesidades de financiación) han alcanzado cotas elevadas y en el que la capacidad de financiación que han mostrado en los últimos años las administraciones públicas se convertirá en necesidad de financiación para tratar de paliar, en alguna medida, los efectos de estas crisis con un mayor gasto público.

Conviene asimismo analizar, junto con los flujos de ahorro de las economías domésticas en España, la evolución del *stock* de riqueza financiera que, en los últimos años viene siendo un factor adicional de preocupación. Si bien los activos financieros de los hogares han crecido un 86,7 por 100 entre 1999 y 2007, los pasivos lo han hecho un 215,3 por 100 en el mismo período, lo que —incluso aplicando las oportunas correcciones de valor de mercado de estos activos y pasivos— ha propiciado un estancamiento en el ritmo de crecimiento de la riqueza financiera neta de los hogares españoles en los últimos años.

En este artículo se analizan algunas de las magnitudes fundamentales que han determinado la evolución reciente del ahorro y la riqueza financiera de las familias españolas en los últimos años, a la vez que se ofrecen las previsiones FUNCAS para el cierre de 2008. El artículo se estructura en torno a tres secciones. En la primera de ellas, se analiza la evolución de los flujos de ahorro financiero del

sector hogares y su papel en el conjunto de la economía española. El segundo apartado se centra en el análisis del *stock* de riqueza financiera de los hogares en España, incluyendo las previsiones sobre la magnitud y composición de los activos y pasivos financieros de las economías domésticas para 2008. Por último, el artículo se cierra con el análisis de la posición financiera neta (diferencia entre activos y pasivos) de los hogares y con algunas reflexiones respecto a las tendencias que han de marcar la evolución del ahorro en los próximos años.

economía como, en particular, en el sector hogares. En lo que se refiere al saldo de las operaciones financieras netas (ahorro financiero neto en porcentaje del PIB) de la economía española —que se calcula como la diferencia entre los flujos “adquisición neta de activos” y “contratación neta de pasivos”— durante el periodo 1999-2007, éste se ha caracterizado por una tendencia decreciente (cuadro 1). Dicha situación se prolonga desde 1999, año en el que el ahorro financiero de la economía respecto al PIB se situó en el -1,6 por 100, disminuyendo progresivamente hasta alcanzar en 2007 niveles mínimos históricos del -9,5 por 100 (con un saldo neto de -99.868 millones de euros en 2007) merced a la mayor contratación neta de pasivos respecto a la variación neta de activos.

El cuadro 2 muestra la participación de los distintos sectores institucionales en los flujos financieros de la economía nacional entre 1999 y 2007. Por un lado, los últimos años han venido caracterizados por una considerable recuperación de la capacidad financiera de las administraciones Públicas, que han pasado de mostrar necesidades netas de financiación de 7.579 millones de euros en 1999 a una

1. El ahorro financiero de la economía española: el papel de los hogares

Una de las principales transformaciones ocurridas en el sistema financiero español durante la última década han sido las sustanciales modificaciones en la composición del ahorro y la riqueza financiera tanto en el conjunto de la

Cuadro 1

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1999 - 2007)

% sobre el PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Adquisición neta de activos	48,9	55,0	44,7	45,2	55,6	64,4	86,7	90,1	87,1
Contratación neta pasivos	50,5	58,1	48,2	47,9	58,5	69,3	93,2	98,2	96,6
Operaciones financieras netas (eje derecho)	-1,6	-3,2	-3,5	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-9,5

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Cuadro 2

PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1999 - 2007)

Millones de euros

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Instituciones financieras	1.220	2.942	7.989	8.470	8.204	5.444	6.413	6.022	17.201
Administraciones Públicas	-7.579	-6.283	-4.492	-3.476	-1.793	-2.985	8.752	17.555	23.169
Sociedades no financieras	-16.749	-23.030	-31.818	-27.891	-31.274	-46.156	-65.781	-85.920	-117.069
Hogares e ISFLSH	13.778	10.092	7.900	5.663	984	-4.983	-11.887	-16.443	-16.928
Economía nacional	-9.330	-20.088	-23.829	-19.421	-23.070	-40.712	-59.368	-79.898	-99.868

Fuente: Banco de España y elaboración propia

capacidad de financiación de 23.169 millones de euros en 2007. Por su parte, como cabe esperar, las instituciones financieras han incrementado paulatinamente su contribución a la financiación alcanzando un saldo positivo de 17.201 millones de euros en 2007. En contraposición, las sociedades no financieras han marcado la contribución más negativa a la evolución del ahorro financiero de la economía nacional con necesidades crecientes de financiación que, en 2007, se elevaron a 117.069 millones de euros.

La reducción del ahorro financiero en la economía nacional se explica en gran medida, junto con el endeudamiento empresarial, en el comportamiento financiero del sector hogares, que ha pasado de tener una posición financiera positiva de 13.778 millones de euros en 1999 a una negativa de 16.928 millones de euros en 2007.

El cuadro 3 muestra la evolución de la variación neta de activos financieros, la contracción neta de pasivos financieros y el saldo de operaciones financieras netas (ahorro financiero) respecto al PIB de las economías domésticas entre 1999 y 2007, junto con la previsión de FUNCAS para 2008. Si en 1999 las operaciones financieras netas se situaban en un 2,4 por 100, en 2003 el saldo fue prácticamente nulo (0,1 por 100) y desde 2004 ha marcado registros negativos y se ha venido deteriorando progresivamente hasta alcanzar el -1,6 por 100 en 2007. La adquisición neta de activos ha reducido su peso en relación al PIB (del 9,5 por 100 al 7,2 por 100 en el periodo considerado), mientras que la contracción neta de pasivos lo ha aumentado (del 7,1 por 100 al 8,8 por 100), con el consiguiente efecto negativo sobre el ahorro familiar. En cuanto a las previsiones para 2008, estas vienen marcadas por los efectos asimétricos que la crisis financiera puede tener sobre la variación de activos, por un lado, y la con-

tracción de pasivos, por otro. En particular, la variación neta de activos se verá especialmente mermada por la pérdida de valor de algunos activos financieros en poder de los hogares en consonancia con la negativa evolución de los mercados bursátiles, aun cuando es previsible un cambio en la composición de la tenencia de activos hacia productos de perfil más seguro como depósitos a plazo, seguros y fondos de pensiones. En conjunto, se prevé que la adquisición neta de activos sea del 7 por 100 del PIB a finales de 2008 (frente al 7,2 por 100 de 2007). En cuanto a los pasivos, la elevación del Euribor durante 2008 repercutirá en una mayor carga financiera, si bien la tendencia al endeudamiento se habrá visto moderada y cabe esperar que la contracción neta de pasivos suponga el 8,4 por 100 del PIB (frente al 8,8 de 2007). De este modo, el ahorro financiero de los hogares –operaciones financieras netas– previsto para 2008 sería del -1,4 por 100 del PIB, un porcentaje que, aunque negativo, es algo más favorable que el registrado en el período precedente (-1,6 por 100).

Con el objetivo de analizar en profundidad la dinámica de variación del ahorro financiero de las economías domésticas en 2008 puede tomarse como referencia el último enlace disponible que ofrece el Banco de España entre el balance financiero al principio y al final del primer trimestre de 2008. Estos datos se muestran en el cuadro 4 y permiten estudiar la transición desde las variables flujo de ahorro financiero hacia el *stock* de activos financieros de los hogares mediante un cómputo simple. En particular, la suma del balance financiero al inicio de un periodo más las operaciones financieras netas realizadas y las variaciones en el valor de los activos financieros y pasivos, da como resultado el balance financiero (*stock* de activos financieros) al final del periodo. En este sentido, se puede apreciar que en el primer trimestre de 2008, este balance financiero experimentó una reducción del 5,77 por 100 (de 1.915 a

Cuadro 3

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS PARA LOS HOGARES E ISFLSH (1999 - 2008(P))

% sobre el PIB

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (P)
Variación neta de activos (eje derecho)	9,5	9	7,1	8,3	8,8	9,5	10,4	10,9	7,2	7,0
Contracción neta pasivos (eje derecho)	7,1	7,4	5,9	7,5	8,7	10,1	11,8	12,6	8,8	8,4
Operaciones financieras netas	2,4	1,6	1,2	0,8	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	-1,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia

Cuadro 4

**ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO
Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2008 (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	1,915,452	2,065	- 112,509	-112,534	25	1,805,008
Efectivo y depósitos	730,335	16,796	-1,041	-1,041	-	746,091
Valores distintos de acciones	50,825	-412	-629	- 629	-	49,784
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	809,468	-12,395	-105,959	-105,959	-	691,114
Reservas técnicas de seguro	259,865	3,208	-4,902	- 4,902	-	258,171
Otras cuentas pendientes de cobro/pago	64,959	-5,131	21	- 4	25	59,849

Fuente: Banco de España

1.805 miles de millones de euros), debido principalmente al efecto negativo en la cuenta de revalorización (-112.509 millones de euros), considerablemente superior a la variación positiva en la cuenta de operaciones financieras (2.065 millones de euros). Esta evolución evidencia que el valor del *stock* de inversiones financieras de las familias españolas parece verse afectado a la baja de forma considerable por las tendencias recientes en los mercados bursátiles.

La desagregación por tipos de instrumentos permite apreciar cuánto ha contribuido cada uno de los mismos al comportamiento negativo del patrimonio neto durante el primer trimestre del año. Se puede observar que todos los instrumentos, excepto el efectivo y depósitos (con un crecimiento del 2,16 por 100), experimentaron una reducción en el primer trimestre de 2008. Los valores de renta variable —que suponen aproximadamente el 40 por 100 del balance financiero familiar— fueron los segundos que más cayeron con un 14,62 por 100 seguidos por otras cuentas pendientes de cobro/pago con un -7,87 por 100 y los valores de renta fija (con una reducción del 2,05 por 100). Cabe destacar, en cualquier caso, que son las cuentas de revalorización las que explican principalmente la reducción en el valor total de los activos durante el primer trimestre del año, lo que incluye acciones, fondos de inversión y otras participaciones (-105.959 millones de euros), efectivo y depósitos (-1,041 millones de euros), valores de renta fija (-629 millones de euros) y reservas de seguro (-4.902 millones de euros).

2. La composición del balance financiero familiar. Previsiones de FUNCAS para 2008

Los datos y previsiones referentes a los flujos financieros ponen de manifiesto la persistencia de la tendencia decreciente del ahorro financiero de las economías domésticas españolas en los últimos años. Junto a estas magnitudes, resulta de interés estudiar, además, en qué medida estas tendencias afectan a la riqueza o patrimonio financiero, definida como diferencia del *stock* de activos y pasivos financieros. El cuadro 5 ofrece la evolución de los distintos activos y pasivos financieros de los hogares entre 1999 y 2007, incluyendo las previsiones de FUNCAS para 2008.

El activo de las familias en 2007 era de 1,91 billones de euros, lo que supuso un crecimiento del 4,92 por 100 respecto a 2006 y de un 86 por 100 acumulado respecto a 1999. Por instrumentos, durante los nueve años considerados las principales variaciones acumuladas correspondieron a reservas técnicas de seguros y valores a largo plazo distintos de acciones (114,9 por 100 y 114,1 por 100, respectivamente). Asimismo, resulta destacable el crecimiento de otras cuentas pendientes de cobro (107,2 por 100) y de las acciones y otras participaciones (102,2 por 100). Por otro lado, la participación del efectivo y de los depósitos bancarios, que partía del 36,42 por 100 del

Cuadro 5

EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1999-2008(I))

(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
1999	374.929	2.625	21.686	-	303.597	171.565	71.346	52.496	31.353	1.029.597	248.093	47.316	295.408
%	36,42	0,25	2,11	-	29,49	16,66	6,93	5,10	3,05	100	83,98	16,02	100
2000	416.932	2.698	23.877	-	279.635	143.777	84.554	61.146	36.171	1.048.790	291.300	50.413	341.713
%	39,75	0,26	2,28	-	26,66	13,71	8,06	5,83	3,45	100	85,25	14,75	100
2001	445.858	2.640	22.372	-	297.990	141.720	95.324	65.543	33.618	1.105.066	327.523	50.212	377.736
%	40,35	0,24	2,02	-	26,97	12,82	8,63	5,93	3,04	100	86,71	13,29	100
2002	472.395	2.140	26.105	-	269.417	133.928	106.368	68.755	37.878	1.116.987	379.769	51.060	430.830
%	42,29	0,19	2,34	-	24,12	11,99	9,52	6,16	3,39	100	88,15	11,85	100
2003	498.510	2.701	34.944	-	349.464	155.982	114.300	77.213	39.589	1.272.704	451.147	52.133	503.280
%	39,17	0,21	2,75	-	27,46	12,26	8,98	6,07	3,11	100	89,64	10,36	100
2004	540.517	2.045	29.213	-	389.803	172.645	123.150	85.794	44.810	1.387.978	541.924	49.200	591.124
%	38,94	0,15	2,10	-	28,08	12,44	8,87	6,18	3,23	100	91,68	8,32	100
2005	590.505	2.132	31.059	-	471.872	196.388	133.087	97.978	50.012	1.573.034	653.517	50.541	704.058
%	37,54	0,14	1,97	-	30,00	12,48	8,46	6,23	3,18	100	92,82	7,18	100
2006	671.198	2.690	42.405	-	590.414	205.655	142.280	108.767	62.077	1.825.487	780.790	57.417	838.207
%	36,77	0,15	2,32	-	32,34	11,27	7,79	5,96	3,40	100	93,15	6,85	100
2007	730.335	4.397	46.428	-	613.904	195.564	147.026	112.839	64.959	1.915.452	878.195	54.717	932.911
%	38,13	0,23	2,42	-	32,05	10,21	7,68	5,89	3,39	100	94,13	5,87	100
ESTIMACIÓN FUNCAS (2008)													
2008	750.014	4.581	47.297	-	504.205	136.085	150.982	114.227	54.966	1.762.357	800.001	46.326	846.327
%	42,56	0,26	2,68	-	28,61	7,72	8,57	6,48	3,12	100	94,53	5,47	100

Fuente: Banco de España y previsiones FUNCAS.

activo en 1999 aumentó hasta 2002, disminuyó después y volvió a incrementarse en 2007 hasta el 38,13 por 100, con una tasa de variación neta para el período 1999-2007 del 94,8 por 100. Esta evolución reciente refleja la tendencia hacia la seguridad en el ahorro, ante la volatilidad que preside los mercados financieros desde 2007. En este sentido, también la renta fija parece volver a ser una alternativa de inversión del interés de los hogares, aunque aún los aumentos en la participación de los títulos de renta fija a corto y largo plazo son limitados y, en conjunto, aún se encuentran por debajo del 3 por 100 del total del activo financiero familiar.

En lo que respecta a las acciones y participaciones (exceptuando los fondos de inversión) su participación en 2007 (32,05 por 100) mostraba ya una ligera reducción respecto a 2006 (32,34 por 100). Esta reducción se aprecia también en la participación de los fondos de inversión, del 11,27 por 100 en 2006 al 10,21 por 100 en 2007. Por otro lado, los seguros y fondos de pensiones, que venían aumentando su representatividad en el balance financiero de los hogares en los últimos años han visto reducida ligeramente su participación, del 13,95 por 100 en 2006 al 13,57 por 100 en 2008, lo que puede atribuirse, en gran medida, a las pérdidas de valor de estos activos que, cada vez más, están indiciados a mercados bursátiles.

En cuanto al pasivo, éste alcanzó los 0,93 billones de euros en 2007, lo que equivale a un nivel de deuda 3,2 veces superior a la alcanzada por las familias en 1999. En particular, el peso de los préstamos —fundamentalmente de carácter hipotecario— ha experimentado un incremento desde el 83,98 por 100 en 1999 hasta el 94,13 por 100 en 2007, mientras que otras formas de financiación han reducido su peso relativo del 16,02 por 100 en 1999 al 5,87 en 2007.

En la parte inferior del cuadro 5 se ofrecen las previsiones de FUNCAS relativas al balance financiero de los hogares para 2008. El giro en las inversiones hacia activos de bajo riesgo queda patente en el incremento que experimentará en su participación el efectivo y depósitos (42,56 por 100 en 2008 frente a 38,13 por 100 en 2007), las reservas técnicas de seguro (8,57 por 100 en 2008 y 7,68 por 100 en 2007) y los fondos de pensiones (6,48 por 100 en 2008 y 5,89 por 100 en 2007). En contrapartida, las acciones y participaciones reducirán su representatividad en el activo financiero familiar del 32,05 por 100 en 2007 al 28,61 por 100 en 2008 y los fondos de inversión pasarán del 10,21 por 100 en 2007 al 7,72 por 100 en 2008. En cuanto a los pasivos, se prevé que en 2008 los préstamos supongan el 94,53 por 100 del total de deuda (94,13 por 100 en 2007), mientras que otras cuentas pendientes de pago supondrían el 5,47 por 100.

3. La riqueza financiera y las perspectivas futuras del ahorro financiero familiar

La previsión de FUNCAS en el cuadro 5 muestra una disminución del valor de los activos financieros de los hogares del 8 por 100, pasando de 1,92 billones de euros en 2007 a 1,76 billones de euros en 2008. La deuda en el pasivo experimentaría, asimismo, una disminución, en este caso del 9,3 por 100, desde los 0,96 billones de euros en 2007 hasta los 0,85 billones de euros en 2008.

Con la finalidad de analizar en términos netos la riqueza financiera de las economías domésticas, el cuadro 6 y el gráfico 1 muestran la evolución de los activos y pasivos del balance financiero de las economías domésticas así

Cuadro 6

RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1999 - 2008(I))

Millones de euros

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(P)
Activos financieros	1.026.193	1.048.790	1.105.066	1.116.987	1.272.704	1.387.978	1.573.034	1.825.487	1.915.451	1.762.357
Pasivos financieros	295.867	341.713	377.736	430.830	503.280	591.124	704.058	838.207	932.911	846.327
Riqueza financiera neta	730.326	707.077	727.330	686.157	769.424	796.854	868.976	987.280	982.540	916.030

Fuente: Banco de España y previsiones FUNCAS.

como la diferencia entre las mismas (el patrimonio neto familiar) en el período 1999-2007 y las previsiones de FUNCAS para 2008. Si analizamos las tasas de crecimiento anuales se puede observar que desde 1999 el patrimonio financiero neto familiar ya se había visto mermado en 2002 (-5,7 por 100) y 2007 (-0,5 por 100), si bien en 2008 se prevé una reducción aún mayor (-6,8 por 100), desde los 0,98 billones de euros de 2007 hasta los 0,91 billones de euros previstos para el cierre de 2008.

La situación de estancamiento en el balance financiero neto y los registros negativos previstos no representan ya una situación coyuntural. El deterioro de las cuentas financieras de los hogares merece una reflexión en un momento en el que tanto el sector empresarial, como el exterior y las

administraciones públicas cuentan con una escasa capacidad de financiación para acometer la inversión a largo plazo. En cualquier caso, resulta tan deseable como probablemente previsible que a partir de 2009 se produzca una recuperación progresiva de las tasas de ahorro que se derivaría de tres posibles vertientes. Por un lado, de una recuperación paulatina de los mercados de capitales que revalorice las mermadas inversiones de los hogares que directa o indirectamente dependen de la evolución de estos mercados. En segundo lugar, un aumento del ahorro-previsión frente al ahorro-especulación, como consecuencia de la revisión del perfil de rentabilidad-riesgo del inversor medio, derivada del actual escenario macroeconómico. Por último, una reducción de la deuda y de la carga financiera de los hogares, merced a la contención del crédito concedido a hogares.

