

## El ahorro financiero de los hogares españoles: Perspectivas tras el segundo año de crisis

Santiago Carbó Valverde  
José Manuel Mansilla Fernández  
Eduardo Maqui López\*

### 1. Introducción

La literatura económica ha señalado tradicionalmente al ahorro como uno de los instrumentos fundamentales en la determinación del crecimiento económico a largo plazo. De importancia particularmente significativa ha sido el ahorro financiero del sector hogares, en la medida en que tradicionalmente las familias han mostrado una aportación neta financiera a otros sectores. Antes de que comenzara la crisis económica, el ahorro financiero de los hogares españoles, en consonancia con lo acontecido en la mayor parte de las economías avanzadas, había sufrido un claro retroceso, merced no sólo a un menor crecimiento de la adquisición de activos sino, sobre todo, a un aumento considerable de la deuda. Incluso el comienzo de la crisis financiera en agosto de 2007 no supuso, inicialmente, una corrección de esta senda negativa para el ahorro.

La escasez de ahorro financiero de los hogares en España se ha convertido en una de las causas de la creciente dependencia del ahorro externo de las entidades financieras, una dependencia que se hace aún más patente a medida que aumenta la demanda de financiación de estos hogares y, con ello, su deuda. En 2008 sí que comenzaron a corregirse estas pautas, con un progresivo aumento de la adquisición de activos, expresado fundamentalmente en una transferencia de los flujos financieros hacia el ahorro-precaución.

Este artículo analiza la evolución reciente del ahorro financiero familiar, a la vez que ofrece las previsiones de FUNCAS para 2009. y se estructura en tres secciones si-

guiendo a esta introducción. El segundo apartado ofrece un análisis comparativo de la evolución reciente del ahorro de la economía nacional y la participación del sector hogares. El tercero analiza el balance financiero de las familias. Finalmente, el cuarto apartado ofrece las principales conclusiones del artículo.

### 2. El ahorro financiero de la economía nacional y la contribución del sector hogares

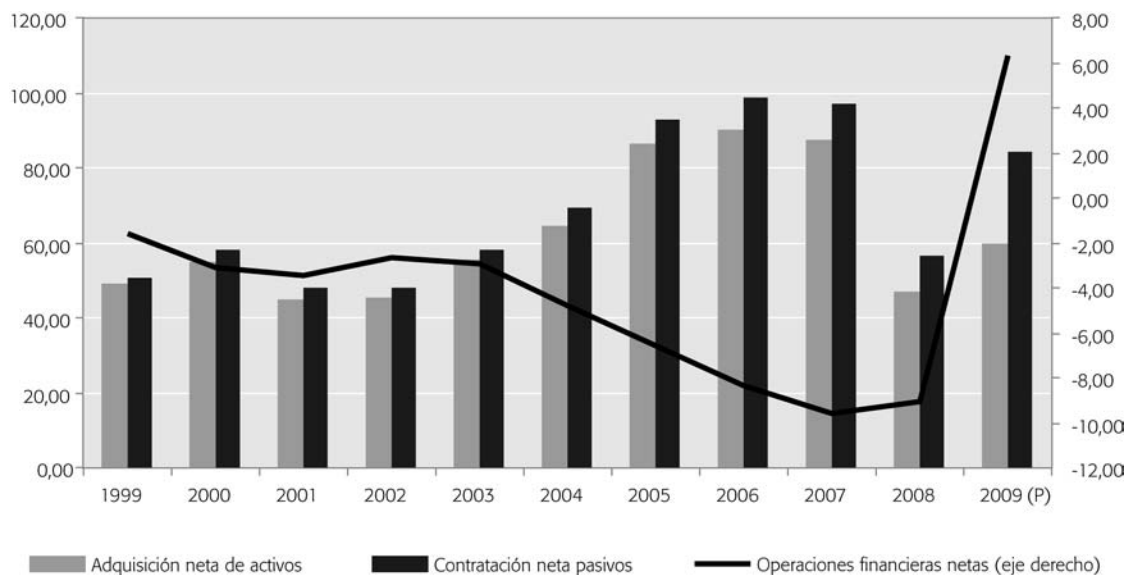
El ahorro financiero en España ha sufrido importantes cambios en su evolución y composición en los últimos años. El rasgo distintivo, tan solo revertido parcialmente con la crisis, ha sido una reducción del mismo. Por otro lado, como se comentará más adelante, han acontecido variaciones significativas en la composición de la riqueza financiera. Estos hechos son perceptibles tanto para la economía nacional como, en particular, para las economías domésticas.

El punto inicial de referencia en este estudio es el análisis de la evolución del ahorro financiero neto de la economía española, medido como la diferencia entre los flujos de "activos netos adquiridos" y "pasivos netos contratados". A lo largo del período considerado (1999-2008) el saldo de las operaciones financieras netas o ahorro financiero neto, decrece en relación al PIB (gráfico 1). En 1999, el ahorro financiero de la economía española en relación al PIB se situó en el -1,6 por 100. Aun cuando este deterioro no ha sido lineal, la variación producida en 2008 es particularmente considerable, situándose en -9,10 por 100. Es, eso sí, algo más moderada que la de 2007 (9,60 por 100). Considerando que la senda ha sido predominante-

\* Universidad de Granada y Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).

Gráfico 1

## OPERACIONES FINANCIERAS NETAS PARA LA ECONOMÍA NACIONAL (1999-2009P) (% DEL PIB)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

mente negativa, la leve recuperación acontecida en 2008 adquiere relevancia, más aún teniendo en cuenta que en el año inmediatamente anterior se habían alcanzado mínimos históricos.

En cuanto a la participación de los distintos sectores de la economía en los flujos de ahorro financiero, el gráfico 2 muestra, para el período 1999-2008, varias cuestiones de interés. Por un lado, la financiación de las instituciones financieras presenta un crecimiento gradual, que alcanza su cota máxima en 2007, con un saldo positivo de 19.988 millones de euros. Sin embargo, en contraposición a lo anterior, esta financiación se reduce en 2008 hasta los 18.166 millones de euros, con la consiguiente reducción del crédito vinculada a la crisis financiera, el riesgo y la morosidad. Por otro lado, han sido las sociedades no financieras las que menos han contribuido al ahorro durante el período considerado (en 2007 el saldo era de -127.689 millones de euros). Sin embargo, en 2008, esta posición deudora se ha aliviado en alguna medida, hasta los -78.309 millones de euros.

Por su parte, las administraciones públicas habían logrado durante buena parte del período considerado una reducción de la carga financiera y de sus necesidades de financiación. Entre 1999 y 2007, la posición financiera neta de las administraciones públicas pasa de -7.579 millones de euros hasta 23.169 millones de euros. Sin embargo, en 2008, con el incremento del gasto público, aparejado

a la expansión fiscal para estimular la economía, han situado su posición neta ahorradora en -41.840 millones de euros.

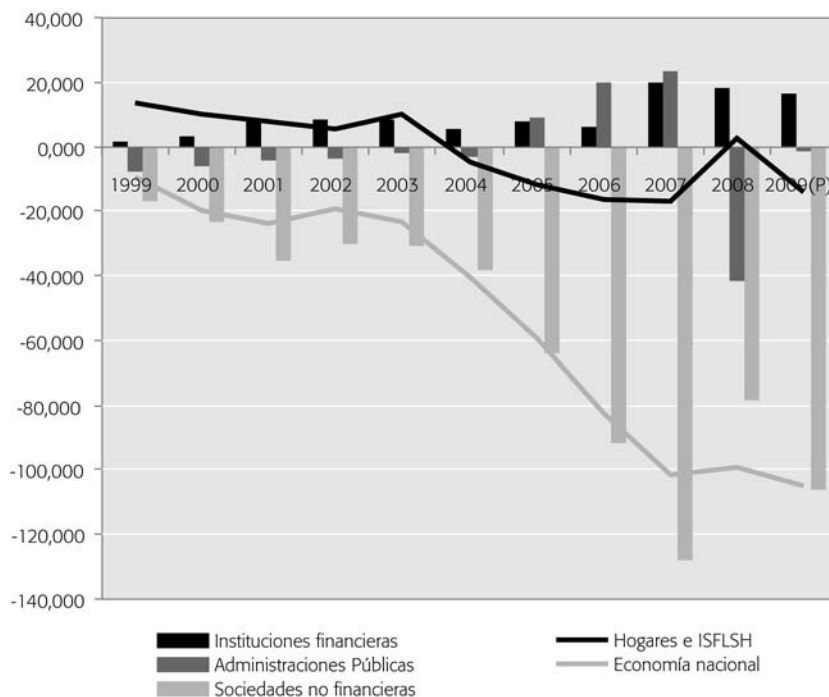
En relación al ahorro familiar, si bien las economías domésticas han sido históricamente el sector que más ha participado en el sostenimiento del ahorro nacional, en los últimos años éstas no sólo no han aportado ahorro, sino que incluso lo han reducido. Del análisis del gráfico 2, se desprende que, con la única excepción de 2003, el ahorro financiero neto de los hogares se ha reducido de forma paulatina y, en 2007 alcanzaba los -16.983 millones de euros. Finalmente, cabe destacar la participación positiva de los hogares en 2008, incrementando su peso en los flujos financieros de la economía nacional para llegar los 2.790 millones de euros. En términos agregados, la evolución del ahorro a escala nacional parece estar en gran parte explicada por el comportamiento del sector familias y del de empresas no financieras, dado que durante la mayor parte del período objeto de análisis su participación neta ha sido negativa.

El cuadro 1 muestra la evolución reciente de la variación neta de activos, la variación neta de pasivos y el ahorro financiero en relación al PIB, para el período comprendido entre 1999 y 2008. En 1999, las operaciones financieras netas alcanzaban el 2,4 por 100 del PIB y, aunque estas operaciones se mantienen en valores positivos hasta 2003, desde esta fecha el ahorro financiero fa-

Gráfico 2

**PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1999-2009P)**

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

miliar decrece. La reducción neta del ahorro financiero continúa hasta 2007, donde se alcanza el  $-1,6$  por 100. Sin embargo, en 2008 las operaciones financieras netas retoman porcentajes positivos, situándose en el  $0,3$  por 100 del PIB. Esta evolución se explica por la confluencia de dos factores. Por un lado, el peso relativo de la adquisición neta

de activos en relación al PIB se ha mantenido relativamente constante, decreciendo de forma ocasional (desde el  $9,5$  por 100 en 1999 al  $7,4$  por 100 en 2007). Por otro lado, la contratación neta de pasivos ha aumentado significativamente (desde el  $7,1$  por 100 en 1999 al  $9$  por 100 en 2007). Como se mencionó anteriormente, en 2008

Cuadro 1

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH (1999 – 2009(P))**

(en porcentaje del PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009(P)
<b>Variación neta de activos (eje derecho)</b>	9,5	9,0	7,1	8,3	8,8	9,5	10,4	10,9	7,4	2,8	6,92
<b>Contratación neta pasivos (eje derecho)</b>	7,1	7,4	5,9	7,5	8,6	10,1	11,7	12,6	9,0	2,5	0,62
<b>Operaciones financieras netas</b>	2,4	1,6	1,2	0,8	0,2	-0,6	-1,3	-1,7	-1,6	0,3	6,30

Fuente: Banco de España y elaboración propia

parece revertirse esta situación, con una reducción de la contratación neta de pasivos.

Las previsiones de FUNCAS para el sector hogares en 2009 son relativamente esperanzadoras en cuanto a reducción del endeudamiento y aumento del ahorro. Se estima un incremento en las operaciones financieras netas, hasta situarse en el 6,30 por 100 del PIB, siendo la adquisición neta de activos del 6,92 por 100 y a la contratación neta de pasivos del 0,62 por 100.

### 3. Balance financiero de las familias

Con objeto de analizar la dinámica de variación del ahorro familiar, se realiza un análisis del enlace de las variables *stock* a comienzos de 2008 y a finales del mismo año, a partir de los datos ofrecidos por el Banco de España. Estos datos se muestran en el cuadro 2a y b, que permite estudiar la transición desde las variables flujo a las variables *stock* mediante un cómputo sencillo. En particular, la suma del balance financiero al inicio del periodo más las operaciones netas realizadas y las variaciones en el valor de los activos financieros y pasivos, da como resultado el balance financiero al final del periodo. En este sentido, se puede apreciar que en 2008, este balance

financiero se redujo un 12 por 100 para el conjunto de instrumentos financieros, debido principalmente al efecto de los cambios en valor (-260.735 millones de euros). Con la crisis financiera se ha observado un incremento en los depósitos del 10,21 por 100 (desde 730.464 hasta 805.045 millones de euros) debido principalmente a la variación de la cuentas de operaciones financieras (75.846 millones de euros). Los demás valores parecen haber ido reduciéndose al inicio y al final del periodo. Si se consideran los valores distintos de acciones, la tasa de variación se ve reducida un 26,7 por 100 (desde 55.845 hasta 40.894 millones de euros). La partida "acciones y otras participaciones" también se ve reducida un 34,4 por 100 (desde 811.372 hasta 532.456 millones de euros), tanto por pérdidas de valor (-239.238 euros) como por las variaciones de transacciones reflejadas en la cuenta de operaciones financieras (-39.678 millones de euros). En relación a las reservas técnicas de seguros, han disminuido el 3,2 por 100 (desde 258.846 hasta 250.520 millones de euros).

El cuadro 3 ofrece la evolución de los activos y pasivos financieros de las familias para el periodo comprendido entre 1998 y 2008, en el que también se incluyen las previsiones de FUNCAS para finales de 2009. La diversificación del balance financiero como adaptación a las condiciones económico financieras es una de las características fundamentales en el período analizado. En cuanto

Cuadro 2a

#### ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DE 2008

(Millones de euros)

	Balance financiero a inicio del periodo	Cuentas de operaciones financieras	Cuenta de otras variaciones de activos financieros y de pasivos			Balance financiero al final del periodo
			Total	Revalorización	Otras variaciones en el volumen	
<b>TOTAL INSTRUMENTOS</b>	1.917.989	30.168	-260.735	-260.735	80	1.687.503
<b>Efectivo y depósitos</b>	730.464	75.846	-1.264	-1.264		805.045
<b>Valores distintos de acciones</b>	55.845	-8.003	-6.949	-6.949		40.894
<b>Préstamos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Acciones y otras participaciones</b>	811.372	-39.678	-239.238	-239.238		532.456
<b>Reservas técnicas de seguro</b>	258.846	4.951	-13.277	-13.277		250.520
<b>Otras cuentas pendientes de cobro/pago</b>	61.462	-2.947	73	-7	80	58.588

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Cuadro 2b

**ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO  
Y AL FINAL DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2009**

(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	
<b>TOTAL INSTRUMENTOS</b>	1.687.503	-7.023	-69.414	-69.391	-23	1.611.065
<b>Efectivo y depósitos</b>	805.045	-262	219	219	-	805.003
<b>Valores distintos de acciones</b>	40.894	-2.917	-155	-155	-	37.822
<b>Préstamos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Acciones y otras participaciones</b>	532.456	-215	-66.837	-66.837	-	465.403
<b>Reservas técnicas de seguro</b>	25.052	3.158	-2.625	-2.625	-	251.052
<b>Otras cuentas pendientes de cobro/pago</b>	58.588	-6.787	-16	7	-23	51.785

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

al "efectivo y depósitos", aumentan durante la mayor parte del periodo analizado en términos absolutos. Sin embargo, en términos relativos con respecto del total de activos mantenidos por las familias españolas, las tenencias de depósitos se redujeron entre 2003 y 2006. A partir del comienzo de la crisis en 2007 se produce una recuperación en la participación relativa de los depósitos en el activo financiero familiar, como consecuencia principalmente del "vuelo hacia la seguridad" (*flight to safety*) de gran parte del ahorro que hasta ese momento se había expresado en valores de renta variable, hasta alcanzar su máximo en 2008 (47,71 por 100). Por su parte, los valores a corto plazo distintos de las acciones también aumentan en términos absolutos (5.347 millones de euros para 2007 y 5.628 millones de euros para 2008) y en términos relativos (0,28 por 100 para 2007 y 0,33 por 100 para 2008), así como las reservas de fondos de pensiones que aumentan, tanto en términos absolutos como en términos relativos alcanzando sus máximo en 2007 (112.714 millones de euros y 6,31 por 100 de participación relativa).

El resto de partidas de activo ha disminuido durante los últimos dos años. En particular, la partida "valores a largo plazo distintos de las acciones" alcanza su máximo absoluto en 2007 (50.498 millones de euros) hasta des-

cender un 30,2 por 100 en 2008 para llegar a un peso relativo en el activo familiar del 2,09 por 100. Por su parte, la partida "acciones y otras participaciones" disminuyeron también en 2008 un 36,33 por 100 (desde 615.808 millones de euros en 2007 hasta 392.060 millones de euros en 2008). Finalmente, los fondos de inversión han reducido su peso en 2008 un 71,8 por 100 y las familias sólo mantienen un 8,32 por 100 en su activo, frente al 10,20 por 100 de 2007 o el 18,84 por 100 de 1998. Finalmente, los activos totales aumentaron hasta 2007, para después descender un 12 por 100 en 2008 (desde 1,91 hasta 1,68 billones de euros).

En cuanto al pasivo del balance financiero de los hogares, la partida de "préstamos" muestra un crecimiento continuado a lo largo de todo el periodo y alcanza su valor máximo en 2008, tanto en términos absolutos (914.140 millones de euros) como en relativos (95,70 por 100). Por su parte, las "otras cuentas pendientes de pago" muestran un descenso continuado a lo largo de todo el periodo, alcanzando, su mínimo en 2008 tanto en términos absolutos (41.123 millones de euros) como en relativos (4,30 por 100). Finalmente, el pasivo total de los hogares españoles se ha incrementado durante todo el periodo analizado siendo la tasa de variación neta desde 1999 hasta 2008 del 276,2 por 100. Del cuadro 3 se deduce que las

Cuadro 3

## EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1998-2008)

(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
<b>1998</b>	334.657	2.318	20.765	-	268.499	175.945	58.263	46.155	27.472	934.077	207.836	46.067	253.904
%	35,83	0,25	2,22	-	28,74	18,84	2,22	4,94	2,94	100	81,86	18,14	100
<b>1999</b>	374.929	2.625	21.686	-	303.597	171.565	71.345	52.495	31.353	1.029.597	248.092	47.315	295.408
%	36,42	0,25	2,11	-	29,49	16,66	2,11	5,10	3,05	100	83,98	16,02	100
<b>2000</b>	416.932	2.698	23.876	-	279.634	143.776	84.553	61.146	36.166	1.048.784	291.300	50.412	341.713
%	39,75	0,26	2,28	-	26,66	13,71	2,28	5,83	3,45	100	85,25	14,75	100
<b>2001</b>	445.858	2.639	22.371	-	297.990	141.720	95.324	65.542	33.600	1.105.048	327.523	50.212	377.735
%	40,35	0,24	2,02	-	26,97	12,82	2,02	5,93	3,04	100	86,71	13,29	100
<b>2002</b>	472.394	2.140	26.105	-	269.417	133.928	106.367	68.754	38.191	1.117.300	379.769	51.060	430.829
%	42,28	0,19	2,34	-	24,11	11,99	2,34	6,15	3,42	100	88,15	11,85	100
<b>2003</b>	498.510	2.701	34.943	-	349.464	155.982	114.299	77.213	39.781	1.272.896	451.147	52.132	503.279
%	39,16	0,21	2,75	-	27,45	12,25	2,75	6,07	3,13	100	89,64	10,36	100
<b>2004</b>	540.517	2.045	29.212	-	388.497	172.645	123.150	85.794	44.649	1.386.512	541.923	49.200	591.124
%	38,98	0,15	2,11	-	28,02	12,45	2,11	6,19	3,22	100	91,68	8,32	100
<b>2005</b>	590.505	2.132	31.059	-	469.291	196.387	133.087	97.977	49.143	1.569.585	653.517	48.957	702.474
%	37,62	0,14	1,98	-	29,90	12,51	1,98	6,24	3,13	100	93,03	6,97	100
<b>2006</b>	671.198	2.689	43.766	-	592.112	205.655	142.280	108.766	59.380	1.825.849	780.789	51.080	831.870
%	36,76	0,15	2,40	-	32,43	11,26	2,40	5,96	3,25	100	93,86	6,14	100
<b>2007</b>	730.463	5.347	50.498	-	615.808	195.563	146.131	112.714	61.461	1.917.989	878.170	44.574	922.744
%	38,08	0,28	2,63	-	32,11	10,20	2,63	5,88	3,20	100	95,17	4,83	100
<b>2008</b>	805.045	5.628	35.265	-	392.060	140.395	144.116	106.403	58.588	1.687.503	914.140	41.123	955.263
%	47,71	0,33	2,09	-	23,23	8,32	2,09	6,31	3,47	100	95,70	4,30	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

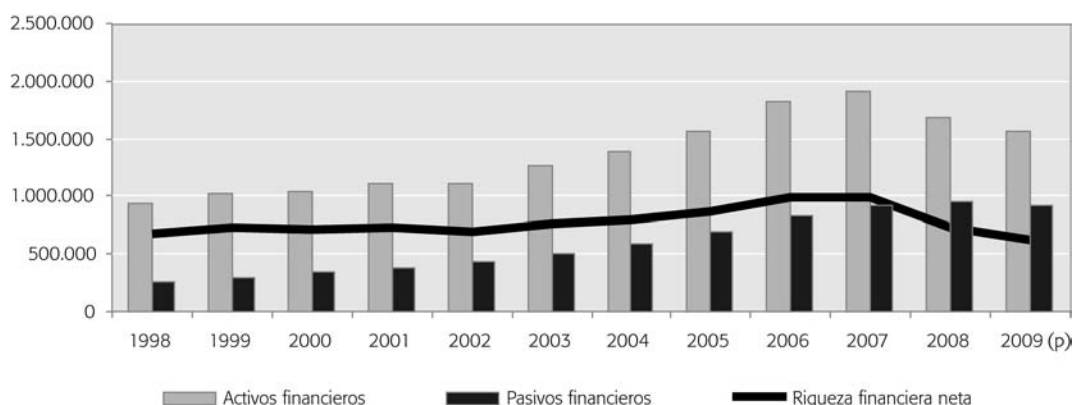
<b>2009 (p)</b>	771.418	4.204	44.510	-	548.756	185.297	146.055	116.584	60.603	1.891.943	931.200	46.439	977.638
%	41,27	0,22	2,36	-	28,87	9,05	2,36	6,30	3,21	100	97,11	2,89	100

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Gráfico 3

**RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1998-2009P)**

(millones de euros)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

familias españolas han trasladado su ahorro desde instrumentos financieros con menor liquidez —como acciones y otras participaciones— hacia instrumentos de disponibilidad más inmediata —como efectivo y depósitos— y seguridad —como seguros y fondos de pensiones— ante la incertidumbre generada con la crisis financiera y el deterioro durante buena parte de este período de los mercados bursátiles.

Por último, el gráfico 3 analiza la riqueza financiera neta de los hogares españoles calculado como la diferencia entre activos y pasivos financieros. La serie muestra un crecimiento generalizado a lo largo del periodo 1998-2007 debido principalmente al aumento del valor de los activos. Sin embargo, con la crisis financiera, en 2007 el balance neto de los hogares creció tan solo un 0,1 por 100, una cifra que contrasta con el 14,6 por 100 de 2006. Ya en 2008 se produce un deterioro neto de la riqueza financiera familiar, reduciéndose un 26,4 por 100 respecto al período precedente.

Las previsiones de FUNCAS para 2009 en relación con los activos y pasivos financieros de las familias apuntan a una disminución de la riqueza financiera. En cuanto al activo, se evidencia una vuelta a la confianza en los activos de ahorro a más largo plazo, en detrimento de los valores a más corto plazo, especialmente del efectivo (41,27 por 100) y depósitos y de valores a corto plazo distintos de las acciones (0,22 por 100). Por su parte, las tenencias de valores a largo plazo distintos de las acciones aumentarían (2,36 por 100), así como las acciones y otras participaciones (28,87 por 100), reservas técnicas de seguro (2,36

por 100) y fondos de inversión (9,05 por 100). Finalmente, la partida “otras cuentas pendientes de cobro” se reduce hasta el 3,21 por 100 sobre el total de activos. Si se analizan las predicciones para 2009 del pasivo financiero de las familias, se espera un incremento de los préstamos, hasta llegar al 97,11 por 100 del total de pasivo.

Con estas perspectivas, en 2009, el conjunto de activos financieros se reduce un 7,78 por 100, como también lo hacen los pasivos financieros de las familias, siendo la tasa de variación del -2,9 por 100. Finalmente, la riqueza financiera neta también se verá afectada, pasando de 0,73 billones de euros en 2008 a 0,61 billones en 2009, siendo la tasa de variación entre la predicción de 2009 y el valor registrado en 2008 del -16,9 por 100.

#### 4. Conclusiones

El presente artículo ofrece un análisis de la evolución del ahorro de las familias españolas durante el periodo 1998-2008, a la vez que muestra las previsiones de FUNCAS para 2009. El estudio revela que el deterioro progresivo de las tasas de ahorro financiero de las economías domésticas parece haberse revertido desde 2008, en la medida en que la crisis económica ha reducido el endeudamiento de los hogares y el ahorro se ha trasladado de la renta variable hacia otros activos con menor perfil de riesgo como los depósitos. En este punto, caben varias reflexiones. Es posible que la mejora relativa en las tasas de ahorro financiero de las familias se prolongue aún du-

rante 2010, en la medida en que será difícil que se produzca una reactivación muy significativa del crédito bancario a hogares y, en particular, del hipotecario. Al mismo tiempo, la recuperación progresiva de la confianza en los mercados bursátiles podría, asimismo, animar a los ahorradores a volver a diversificar su ahorro financiero al tiempo que, de confirmarse esta positiva evolución, podría revalorizarse el *stock* de inversiones materializadas en renta variable.

En cuanto a la riqueza financiera, las perspectivas no parecen tan halagüeñas, al menos a corto plazo, ya que el *stock* de deuda de los hogares es aún elevado y una subida progresiva de los tipos de interés a medio plazo podría elevar la carga financiera de esta deuda de modo que la progresión del pasivo financiero pudiera superar, como lo ha hecho en 2008 y, previsiblemente, en 2009 el aumento del valor de los activos. Todo ello, redundaría en una reducción de la riqueza neta familiar española.