

# El ahorro financiero de las familias españolas ante la crisis

Gabinete de Análisis Financiero de FUNCAS

## 1. Introducción

La evolución del ahorro financiero de los hogares españoles ha revertido en los últimos tres años la tendencia a la baja mostrada desde mediados de la década de 1990. Este cambio ha venido marcado por un paulatino proceso de desapalancamiento que no sólo está afectando al sector hogares sino también al conjunto de la economía nacional. Los elevados niveles de endeudamiento alcanzados durante los años de bonanza, sumados al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y el empeoramiento de las condiciones económicas con la crisis, han propiciado un necesario proceso de saneamiento y ajuste de la posición financiera del sector público y privado. En lo que a las economías domésticas se refiere, este ajuste se ha traducido en un incremento relativo en la adquisición de activos financieros y una disminución en la contratación neta de pasivos financieros, lo que en términos agregados supone un aumento significativo del ahorro financiero neto familiar.

La posición ahorradora de los hogares representa, junto con las diferentes reformas y esfuerzos de consolidación fiscal adoptados, un paliativo fundamental para lograr reducir la incertidumbre y aumentar la confianza en la economía española. En todo caso, es también importante preguntarse cuál será el alcance final de este aumento del ahorro y cuánto recorrido puede tener en una coyuntura como la actual, en la que la recuperación es lenta y las elevadas tasas de desempleo son persistentes. Precisamente, el desempleo puede propiciar que parte del ahorro acumulado tenga que destinarse, finalmente, a cubrir necesidades de consumo.

El presente artículo estudia la evolución del ahorro financiero de las familias españolas, prestando especial atención

a los años que siguieron al inicio de la crisis financiera. Para ello, se estructura en tres apartados que siguen a esta introducción. En el siguiente se realiza un análisis de la evolución del ahorro financiero de la economía nacional, examinando, asimismo, la contribución del sector hogares. Del mismo modo, como se lleva haciendo desde hace más de una década, se ofrecen las previsiones de FUNCAS para 2010 relativas a la variación de activos y pasivos, y la posición financiera neta familiar con respecto al PIB. En el apartado tres se estudia la evolución del balance financiero de las economías domésticas, aportando asimismo las previsiones de FUNCAS sobre la composición de la riqueza financiera familiar para finales de 2010. El artículo se cierra con el apartado cuatro, con las principales conclusiones.

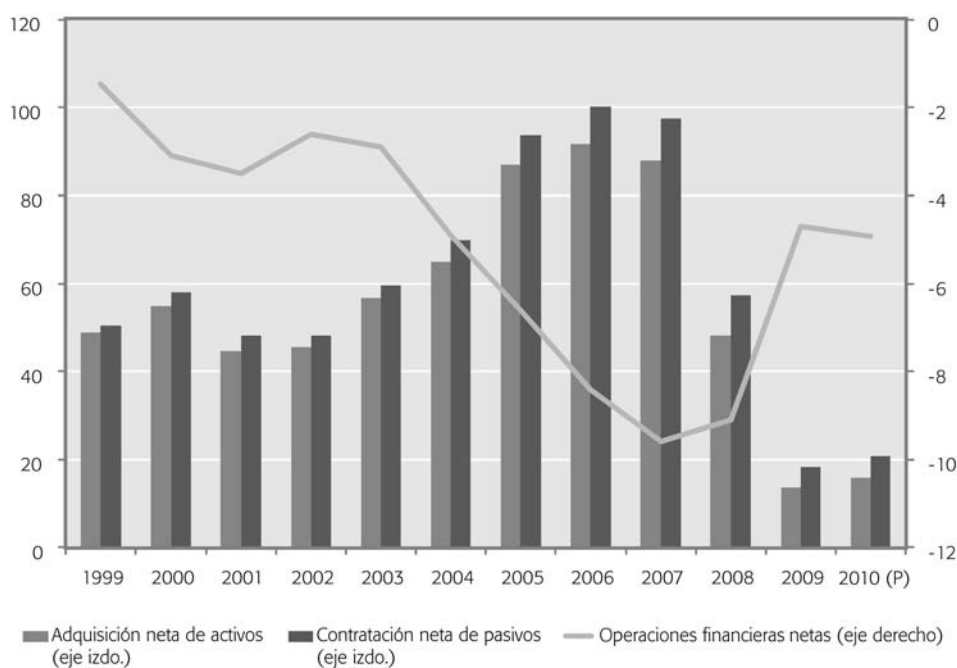
## 2. El papel de los hogares en el ahorro financiero de la economía nacional

Durante buena parte de las décadas de 1990 y 2000, el ahorro financiero de la economía española se deterioró de forma significativa. Sin embargo, en los últimos tres años, con la crisis, se ha observado un cambio de rumbo. El ahorro financiero neto de la economía española, lo que se denomina "operaciones financieras netas" (gráfico 1), registró valores negativos en 2009, presentando un saldo de -49.404 millones de euros. Eso sí, esta negativa evolución del conjunto de la economía fue algo menos acusado que en años anteriores. Así, por ejemplo, en términos de PIB, mientras que el ahorro financiero del conjunto de la economía alcanzó el mínimo histórico del -9,6 por 100 sobre el PIB en 2007, en 2009 se situó en prácticamente la mitad (-4,7 por 100.)

Gráfico 1

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS PARA LA ECONOMÍA NACIONAL (2000-2010 (P))**

(en millardos de euros y % del PIB)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

El ahorro financiero neto se obtiene como diferencia de los flujos de activos y pasivos financieros. Entre 2008 y 2009 la variación de activos sufrió una reducción cercana al 72 por 100 (moviéndose de los 525.746 millones de euros en 2008 a los 144.007 millones de euros en 2009), mientras que la variación de pasivos disminuyó en un 69 por 100 (de los 624.800 millones de euros registrados en 2008, a los 193.411 millones de euros correspondientes a 2009).

El gráfico 2 muestra la participación de los distintos sectores en los flujos financieros de la economía entre 1999 y 2009. Resulta apreciable en este sentido la contribución de las economías domésticas. En particular, mientras que los flujos de ahorro financiero de los hogares habían disminuido desde los 10.092 millones de euros en 2000 hasta los -19.815 millones de euros en 2007, las familias han sido el sector que más ha contribuido al ahorro financiero en 2009, alcanzando un saldo positivo de 58.708 millones de euros.

Por otro lado, cabe destacar el notable aumento de la carga financiera de las administraciones públicas, dado el importante incremento experimentado por el gasto público, sobre todo en 2009 con la puesta en marcha de los planes de estímulo, año en el que la posición financiera

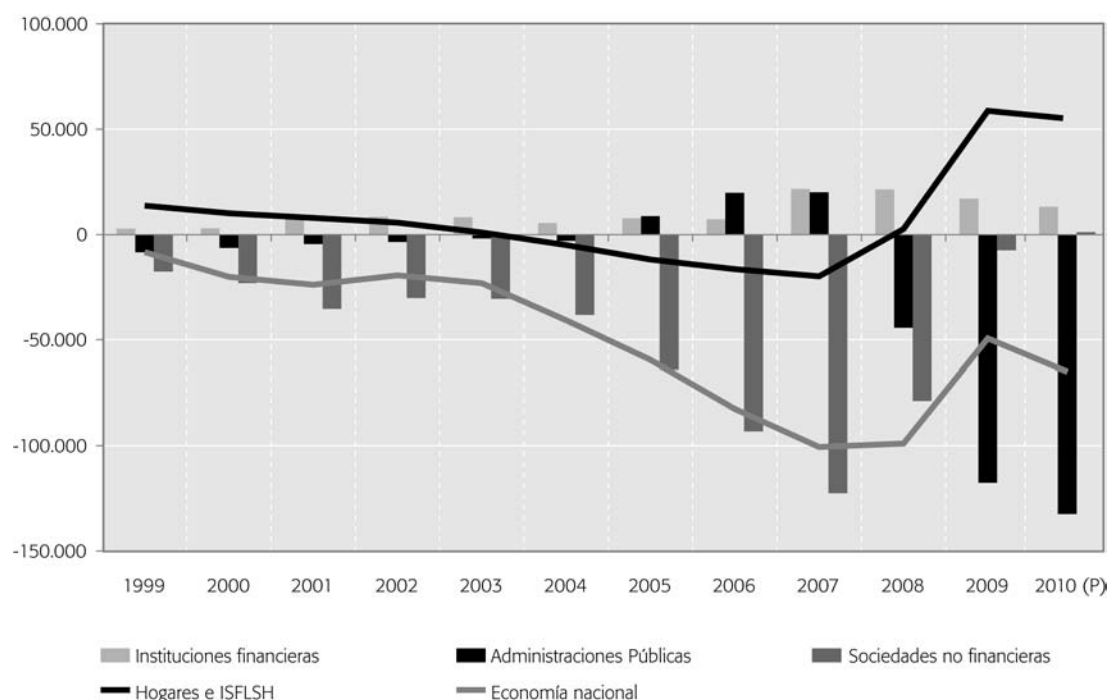
netas de las administraciones públicas se situó en -117.604 millones de euros (nótese que, en 2007, la posición financiera de las administraciones era positiva, 20.057 millones de euros).

En cuanto a las instituciones financieras, en 2009 los flujos de ahorro financiero neto de las mismas alcanzaron los 17.047 millones de euros, suponiendo una caída del 20 por 100 respecto a 2008, año en el que los flujos financieros de estas instituciones ascendieron a 21.357 millones de euros.

Por su parte, las sociedades no financieras registraron un saldo negativo de ahorro financiero de -7.448 millones de euros en 2009, lo que supone una mejora relativa respecto a 2008, cuando esta posición financiera neta fue de -78.717 millones de euros y, sobre todo, respecto a 2007, en el que el ahorro financiero neto de las empresas era de -122.497 millones de euros. Esta tendencia sugiere la concurrencia de un importante desapalancamiento empresarial como respuesta a la crisis.

Retomando el análisis del comportamiento financiero de los hogares, el cuadro 1 ofrece la evolución de las operaciones financieras netas de las economías domésticas

Gráfico 2

**PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES EN LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA ECONOMÍA NACIONAL (1999-2010 (P))**  
 (MILLONES DE EUROS)


Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

para el periodo 1999-2009, tomando como referencia la variación neta de activos y pasivos y el ahorro financiero en relación al PIB. El ahorro financiero neto de las economías domésticas pasó a ser negativo a partir de 2003, situándose en 2007 en un  $-1,8$  por 100 del PIB, alcanzando así el valor mínimo registrado desde el inicio del periodo considerado. En 2009, sin embargo, este ahorro ascendió al  $5,6$  por 100 del PIB, ratificando el cambio de tendencia al alza que ya se atisbaba en 2008 ( $0,2$  por 100 del PIB).

Este apreciable incremento en las operaciones financieras netas de los hogares se explica principalmente por la considerable caída de la contratación neta de pasivos, que pasa del  $2,5$  por 100 del PIB en 2008 a un  $-1,4$  por 100 en 2009, junto a un aumento en la variación neta de activos que, si bien se mantiene en un nivel muy por debajo en comparación a los años previos a la crisis financiera, era del  $4,2$  por 100 del PIB en 2009, mejorando respecto a 2008 ( $2,7$  por 100 del PIB).

Cuadro 1

**OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH (2000-2010 (P))**

(% DEL PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (P)
<b>Adquisición neta de activos</b>	9,5	9,0	7,1	8,3	8,8	9,5	10,4	11,1	7,2	2,7	4,2	4,4
<b>Contratación neta de pasivos</b>	7,2	7,4	5,9	7,5	8,7	10,1	11,7	12,7	9,2	2,5	-1,4	-0,5
<b>Operaciones financieras netas</b>	2,3	1,6	1,2	0,8	0,1	-0,6	-1,3	-1,6	-1,8	0,2	5,6	4,9

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

En cuanto a las previsiones de FUNCAS para 2010, se estima que el ahorro financiero del sector hogares como porcentaje del PIB se situará en el 4,4 por 100 mientras que la contratación neta de pasivos respecto al PIB sería del -0,5 por 100 hacia finales de 2010. De esta forma, se espera que el ahorro financiero neto se sitúe en el 4,9 por 100 del PIB, sufriendo una ligera disminución de 0,7 puntos porcentuales en relación al valor alcanzado en 2009. Esta evolución ya parece adelantar que el recorrido al alza del ahorro financiero se agota y que factores como el desempleo y la debilidad del crecimiento económico pueden estar obligando a los hogares a deshacer algunas posiciones financieras para acometer sus gastos de consumo.

### 3. El balance financiero de las familias: composición y perspectivas para 2010

En este apartado se lleva a cabo un análisis de la dinámica de la variación del ahorro financiero de las familias españolas, mediante el estudio del enlace entre magnitudes flujo y *stock* que aportan los datos del Banco de España, con el objeto de determinar en qué situación se encuen-

tra la riqueza financiera de los hogares y cómo está variando más recientemente.

En el cuadro 2a se muestra el enlace entre el balance financiero de las familias al inicio y al final de 2009. En términos globales, se percibe un incremento del total de instrumentos del balance financiero de un 3,9 por 100 entre el inicio y el final de 2009, siendo la principal causa de tal aumento el efecto de las operaciones financieras netas realizadas en el periodo que ascendieron a 44.508 millones de euros. En este sentido, resulta destacable la posición de la partida "efectivo y depósitos", que explicó un 61 por 100 del total de variación y que confirma el "vuelo hacia la seguridad" de los hogares españoles en sus decisiones de ahorro durante la crisis. Asimismo, puede radicar en la importancia de la liquidez para las entidades financieras en un contexto de tensiones monetarias y las atractivas ofertas realizadas por éstas a los ahorradores en materia de depósitos. El efectivo y los depósitos variaron de 805.676 millones de euros al inicio de 2009, a 832.567 millones de euros al final de ese año, lo que supone un incremento del 3,3 por 100. Por su parte, los valores distintos de acciones han mantenido en 2009 prácticamente valores similares al inicio (46.101 millones de euros) y al final (47.731 millones de euros) del periodo.

Cuadro 2a

#### ENLACE ENTRE EL BALANCE FINANCIERO DE LAS FAMILIAS AL PRINCIPIO Y AL FINAL DE 2009 (MILLONES DE EUROS)

	Balance financiero al 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>	1.689.682	44.508	21.241	21.287	-46	1.755.430
<b>Efectivo y depósitos</b>	805.676	27.116	-225	-225	-	832.567
<b>Valores distintos de acciones</b>	46.101	846	783	783	-	47.731
<b>Préstamos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Acciones y otras participaciones</b>	527.412	10.850	17.064	17.064	-	555.325
<b>Reservas técnicas de seguro</b>	249.860	9.964	3.657	3.657	-	263.482
<b>Otras cuentas pendientes de cobro/pago</b>	60.633	-4.269	-38	8	-46	56.326

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 2010**  
 (MILLONES DE EUROS)

	Balance financiero al 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>	1.755.430	445	-17.317	-17.302	-15	1.738.558
<b>Efectivo y depósitos</b>	832.567	-5.300	-	-	-	827.267
<b>Valores distintos de acciones</b>	47.731	1.321	1.053	1.053	-	50.105
<b>Préstamos</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Acciones y otras participaciones</b>	555.325	3.580	-18.717	-18.717	-	540.188
<b>Reservas técnicas de seguro</b>	263.482	2.358	362	362	-	266.203
<b>Otras cuentas pendientes de cobro/pago</b>	53.326	-1.515	-15	-	-15	54.796

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Los instrumentos compuestos por acciones y otras participaciones y, sobre todo, por reservas técnicas de seguro presentaron un mayor incremento a lo largo de 2009. Mientras que las acciones y otras participaciones aumentaron en un 5,3 por 100 (pasando de los 527.412 millones de euros iniciales, a los 555.325 millones de euros finales), las reservas técnicas de seguro registraron una subida del 5,4 por 100 (alcanzando 263.482 millones de euros a finales de 2009).

Centrándonos en el análisis del enlace del balance financiero de las familias al inicio y al final del primer trimestre de 2010, ofrecido en el cuadro 2b, cabe puntualizar algunas consideraciones de especial interés. Si bien a lo largo de 2009 se ha percibido en términos generales una posición ahorradora de las familias españolas —el total de instrumentos del balance financiero se incrementó en un 3,9 por 100 entre el inicio y el final de 2009—, en el primer trimestre de 2010 esta tendencia ahorradora parece perder fuerza. Si bien el balance financiero de las familias era de 1,75 billones de euros al inicio de 2010, al cierre del primer trimestre se registró había disminuido hasta 1,73 billones de euros, debido principalmente al efecto de la pérdida de valor de acciones y otras participaciones (-18.717 millones de euros). Resulta apreciable, en este sentido, el declive experimentado por las cuentas de ope-

raciones financieras relativas al efectivo y depósitos, que variaron a la baja en 5.300 millones de euros.

Una vez conocido el paso de las partidas de flujo de ahorro al patrimonio o balance financiero de los hogares, el cuadro 3 muestra la evolución de los activos y pasivos financieros de los hogares entre 1999 y 2009, e incorpora las previsiones de FUNCAS para finales de 2010. En cuanto a la evolución de los activos financieros, entre 1999 y 2009 el total de activos ha aumentado un 70,5 por 100 (aunque ha disminuido un 8 por 100, tomando como referencia el año de inicio de la crisis). En 2009, la partida de “efectivo y depósitos” mantuvo su tradicional inclinación al alza, ascendiendo en términos absolutos a 832.567 millones de euros. En todo caso, en términos relativos, el efectivo y depósitos ha mantenido relativamente constante su posición respecto al total de activos (47,43 por 100 en 2009, frente al 47,68 por 100 en 2008). Otros activos financieros, tales como los valores a largo plazo distintos de acciones, las acciones y otras participaciones, y las reservas de fondos de pensiones han experimentado también un ligero crecimiento en su valor absoluto. Entre 2008 y 2009, los valores a largo plazo distintos de acciones registraron un crecimiento en términos absolutos de 5.623 millones de euros, lo que derivó asimismo en un ligero incremento de su participación relativa que pasó del 2,33 por 100 en

Cuadro 3

**EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS (1999-2010 (P))**  
 (DATOS STOCK A 31 DE DICIEMBRE) (MILLONES DE EUROS)

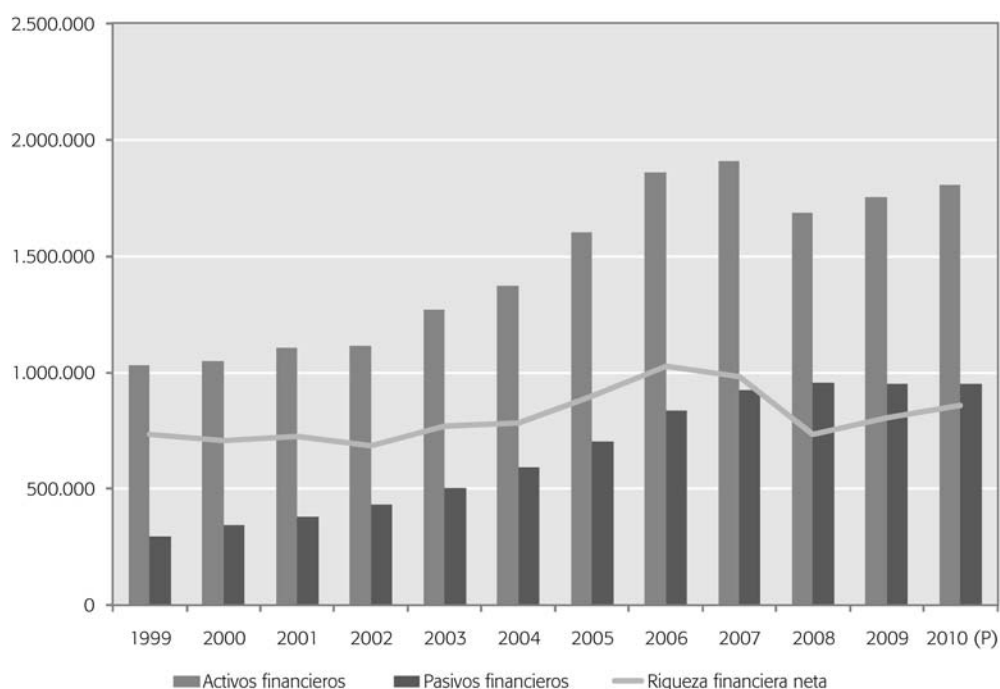
	Efectivo y depósitos	Válidos a corto plazo distintos de acciones	Válidos a largo plazo distintos de acciones	Préstamos	Acciones y otras participaciones excepto fondos de inversión	Fondos de inversión	Reservas técnicas de seguro excepto fondos de pensiones	Reservas de fondos de pensiones	Otras cuentas pendientes de cobro	Total Activos	Préstamos	Otras cuentas pendientes de pago	Total Pasivos
<b>1999</b>	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
<b>2000</b>	416.932	2.698	23.877	-	279.635	143.777	84.554	64.146	36.166	1.048.785	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
<b>2001</b>	445.858	2.640	22.372	-	297.846	141.720	95.324	65.543	33.600	1.104.904	327.523	50.212	377.736
%	40,35	0,24	2,02	-	26,96	12,83	8,63	5,93	3,04	100	86,71	13,29	100
<b>2002</b>	472.395	2.140	26.105	-	268.920	133.928	106.368	68.755	38.192	1.116.803	379.769	50.905	430.675
%	42,30	0,19	2,34	-	24,08	11,99	9,52	6,16	3,42	100	88,18	11,82	100
<b>2003</b>	498.510	2.701	34.944	-	348.662	155.982	114.300	77.213	40.206	1.272.518	451.147	52.444	503.591
%	39,18	0,21	2,75	-	27,40	12,26	8,98	6,07	3,16	100	89,59	10,41	100
<b>2004</b>	540.517	2.108	29.213	-	374.826	172.645	123.150	85.794	45.348	1.373.602	541.924	49.725	591.649
%	39,35	0,15	2,13	-	27,29	12,57	8,97	6,25	3,30	100	91,60	8,40	100
<b>2005</b>	590.505	2.428	31.357	-	500.210	196.388	133.582	96.433	51.508	1.602.411	653.503	50.792	704.295
%	36,85	0,15	1,96	-	31,22	12,26	8,34	6,02	3,21	100	92,79	7,21	100
<b>2006</b>	671.198	3.948	43.869	-	622.492	205.655	142.314	108.552	61.476	1.859.504	780.763	53.517	834.280
%	36,10	0,21	2,36	-	33,48	11,06	7,65	5,84	3,31	100	93,59	6,41	100
<b>2007</b>	730.463	8.454	42.804	-	609.098	195.564	146.806	111.357	64.480	1.909.025	876.648	48.587	925.235
%	38,26	0,44	2,24	-	31,91	10,24	7,69	5,83	3,38	100	94,75	5,25	100
<b>2008</b>	805.676	6.738	39.363	-	384.786	142.625	144.823	105.037	60.633	1.689.682	912.786	44.975	957.761
%	47,68	0,40	2,33	-	22,77	8,44	8,57	6,22	3,59	100	95,30	4,70	100
<b>2009</b>	832.567	2.745	44.986	-	414.962	140.363	151.670	111.812	56.326	1.755.430	906.516	44.393	950.910
%	47,43	0,16	2,56	-	23,64	8,00	8,64	6,37	3,21	100	95,33	4,67	100
<b>2010 (P)</b>	864.326	1.986	47.515	-	420.746	135.020	160.624	118.556	58.529	1.807.302	910.092	39.957	950.049
%	47,82	0,11	2,63	-	23,28	7,47	8,89	6,56	3,24	100	95,79	4,21	100

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

Gráfico 3

**RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (1999-2010 (P))**

(MILLONES DE EUROS)



Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

2008 al 2,56 por 100 en 2009. Del mismo modo, el aumento de 30.176 millones entre 2008 y 2009, correspondiente a las acciones y otras participaciones, se tradujo en un mayor peso relativo respecto al total de activos, pasando del 22,77 por 100 al 23,64 por 100. Las reservas de fondos de pensiones también incrementaron su posición en relación al total de activos, alcanzando un 6,37 por 100 en 2009 tras el 6,22 por 100 registrado en 2008.

Por su parte, los valores a corto plazo distintos de las acciones sufrieron en 2009 una caída significativa tras haber alcanzado su máximo histórico en 2007 con 8.454 millones de euros. En particular, el valor de los títulos a corto plazo distintos de las acciones se situó en 2.745 millones de euros en 2009 (lo que supone una caída aproximada del 68 por 100 respecto a 2007). Esta misma inclinación se percibe también en términos relativos, dado que la posición de los valores a corto plazo distintos de acciones pierden peso relativo en relación al total de activos, pasando de un 0,4 por 100 en 2008 a un 0,16 por 100 en 2009.

Atendiendo a la evolución del pasivo del balance financiero de las familias, entre 1999 y 2009 el total de pasivos

se ha multiplicado por más de tres. En cualquier caso, el valor de los pasivos totales en 2009 ha sufrido una reducción respecto a 2008 del 0,71 por 100, indicativo del progresivo y necesario desapalancamiento de los hogares. Examinando las partidas individualmente, la de préstamos presenta un descenso del 0,68 por 100 en 2009 (906.516 millones de euros) respecto a 2008 (912.786 millones de euros). En términos relativos, los préstamos han mantenido prácticamente su posición respecto al total de pasivos al pasar del 95,3 por 100 en 2008 al 95,33 por 100 en 2009. En segundo lugar, la partida compuesta por otras cuentas pendientes de pago alcanza su mínimo en 2009, registrando un declive que acompaña al acontecido en 2008 tras un año de crisis. El valor de otras cuentas pendientes de pago presentó en 2009 un valor absoluto de 44.393 millones de euros (menor que los 44.975 millones de euros correspondientes a 2008), manteniendo su peso relativo respecto a los pasivos totales que pasó del 4,7 por 100 en 2008 al 4,67 por 100 en 2009.

El gráfico 3 analiza la evolución de la riqueza financiera en términos netos de las familias españolas, como diferencia entre activos y pasivos en el balance financiero. En los años de la crisis, la riqueza financiera de los hogares ha

experimentado un cierto desgaste a pesar del incremento de los flujos de ahorro, especialmente intensificado en 2008, fundamentalmente por la pérdida de valor de los activos de renta variable en un período de turbulencias y el elevado grado de endeudamiento alcanzado. Sin embargo, en 2009 la riqueza financiera de las familias experimentó un aumento, alcanzado los 0,80 billones de euros, frente a los 0,73 billones de 2009, lo que supone un aumento del 9,9 por 100.

Las previsiones de FUNCAS para 2010 estiman un incremento de la riqueza financiera de los hogares españoles del 6,5 por 100, alcanzando los 0,85 billones de euros a finales de 2010. Esta mejora se explica, en parte, por un comportamiento relativamente favorable de los mercados de valores en 2009, así como por una moderación del crecimiento del pasivo. En particular, se estima que en 2010 el total de activos financieros adquiridos por las familias españolas experimente un ligero incremento, situándose en unos 1,8 billones de euros, mientras que los pasivos financieros contratados mantendrían magnitudes similares a las de 2009, alcanzando los 0,95 billones de euros. En relación a los activos financieros, se estima una mayor propensión a la adquisición de activos a largo plazo en detrimento de los títulos a corto plazo. En este sentido, se espera un incremento de los valores a largo plazo distintos de acciones —cuyo peso relativo aumentaría hasta el 2,63 por 100—, frente a una reducción de los valores a corto plazo distintos de acciones —cuya participación quedaría en el 0,11 por 100—. Destaca, asimismo, el aumento de la representatividad en el balance familiar de las partidas de efectivo y depósitos (47,82 por 100), reservas técnicas de seguro (8,89 por 100), reservas de fondos de pensiones (6,56 por 100) y otras cuentas pendientes de

cobro (3,24 por 100). Por su parte, se prevé que la partida integrada por fondos de inversión sufra una reducción, disminuyendo su peso relativo al 7,47 por 100, al igual que las acciones y otras participaciones, cuya posición quedaría en un 23,28 por 100.

#### 4. Consideraciones finales

Mediante el análisis de la evolución del ahorro de los hogares durante el periodo 1999-2009 y las previsiones de FUNCAS para 2010, en este artículo se muestra la mejora relativa del ahorro financiero de los hogares durante la crisis económica. Este aumento fue particularmente destacado en 2009 y, aunque en 2010 la tendencia es aún positiva, los datos y estimaciones aportadas parecen atisbar una reducción de la capacidad ahorradora de estas a medio plazo.

El proceso de desapalancamiento financiero de los hogares españoles, tras la acumulación de deuda (fundamentalmente hipotecaria) anterior a la crisis ha sido particularmente intenso desde 2008. Es previsible que esta tendencia se mantenga, en la medida en que las expectativas de renta son moderadas y los niveles de deuda familiar permanecen aún muy elevados. En este sentido, probablemente la dinámica del ahorro financiero venga dada más por la variación de activos que por la de pasivos, que no parece que vaya a aumentar de forma significativa en los próximos años. En todo caso, la recuperación económica, aunque lenta, se irá traduciendo en una leve disminución del ahorro, ya perceptible en alguna medida en 2010.