

# El comportamiento financiero de las familias españolas en 2011. Desapalancamiento y mayor estabilidad de activos

Domingo J. García Coto\*

## 1. Introducción

La situación patrimonial y financiera de las familias españolas continúa intensamente condicionada por los efectos de la crisis financiera y económica que comenzó en 2007 y que no solo dista mucho de haberse solucionado sino que se ha focalizado en algunos sectores, áreas económicas y países, entre los que destaca por su intensidad el área euro y en particular España en el período 2010 - 2012.

La publicación de las Cuentas Financieras de la Economía Española para 2011, elaboradas por el Banco de España, revela que los hogares españoles aceleran dentro de sus posibilidades el ajuste de su balance financiero, en particular su pasivo. Mientras el valor del conjunto de sus activos financieros se mantiene relativamente estable entre 2009 y 2011, tras la fuerte corrección experimentada en 2008, el ritmo de la reducción del endeudamiento se intensifica en 2011 marcando probablemente la senda de los próximos ejercicios.

A lo largo del artículo se repasa el comportamiento financiero de las familias españolas en el marco de la crisis financiera y económica que se inicia en 2008 y continúa en la actualidad, 2012, con especial énfasis en la evolución de sus activos y pasivos financieros. Es el período en el cual comienza a corregirse lo que popularmente se conoce como "excesos" previos al estallido de la crisis que pueden resumirse en el hecho de que "la reducción del ahorro de los hogares fue compatible con un fuerte aumento de la

inversión en activos no financieros (inmobiliarios) y, a la vez, financieros"<sup>1</sup>. Era, sencillamente, un modelo sostenido por pilares frágiles que no podía durar y que cambia a partir de 2008.

## 2. (2008 – 2010). Reducción del valor de los activos, cambio de expectativas, más ahorro y menos inversión en vivienda

Las familias españolas reaccionaron desde el primer momento al escenario de crisis y lo hicieron con una rapidez que sorprendió por su intensidad. Hasta 2007 España fue el país con la tasa de ahorro familiar más baja de los países grandes de la zona euro<sup>2</sup>. En concreto, entre cuatro y seis puntos porcentuales por debajo de los datos observados en países como Alemania, Francia o Italia. Esta situación dio un vuelco notable cuando, en 2008, la propagación de los problemas financieros a la economía real se hizo más evidente y se produjo un cambio de percepción, y sobre todo de expectativas de los hogares con una ruptura drástica de las tendencias vigentes. En 2008, la tasa de ahorro familiar se disparó hasta una zona próxima al 15% sobre la renta disponible y continuó repuntando hasta niveles superiores al 18,1% en 2009, con lo que pasó a convertirse en la más alta entre los principales países de la zona euro.

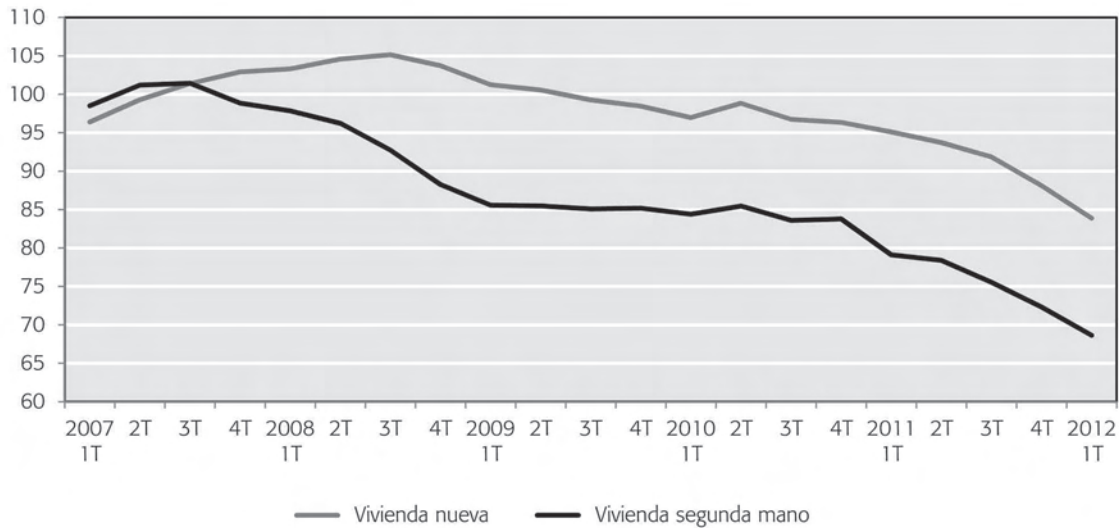
<sup>1</sup> "Impacto de la crisis financiera sobre el ahorro de los hogares". CNMV. Boletín trimestral II/2012. Madrid 2012.

<sup>2</sup> "Ahorro familiar en la zona euro". Didier Davidoff. En Ahorro familiar en España. Director Domingo J. García Coto. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2010. 364 p. (Papeles de la Fundación; 39). Disponible en Internet: <http://www.fef.es/sec.php?id=64>

\* Director del Servicio de Estudios de BME.

Gráfico 1

## ÍNDICE DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (IPV). BASE 100 2007



Fuente: INE.

Entre las razones para explicar los drásticos cambios de la tasa de ahorro de las familias españolas está el cambio en la percepción de la situación económica por parte de los hogares, pero también un “efecto riqueza” negativo de gran intensidad. Entre finales de 2007 y finales de 2008, el valor de los activos financieros en manos de las familias españolas pasa de 1,90 billones de euros a 1,69 billones, es decir se redujo un 11% en solo un año.

A la caída del valor de los activos financieros se sumó la ruptura de la tendencia alcista de los precios de la vivienda, ya perceptible en 2008, y el cambio, radical, de expectativas sobre los precios inmobiliarios que incidía directamente sobre el activo mayoritario en el patrimonio de las familias españolas. Tras haber alcanzado máximos en 2007, los precios de la vivienda usada ya experimentaban una caída del 13% de acuerdo con el índice de precios del INE de la vivienda de segunda mano (gráfico 1).

Se confirmaba así no sólo el comportamiento cíclico que acompaña a los hábitos financieros de las familias (la tasa de ahorro familiar cae durante las fases cíclicas de expansión y se recupera en las recesiones<sup>3</sup>, sino también el impacto en el ahorro de los cambios en la riqueza.

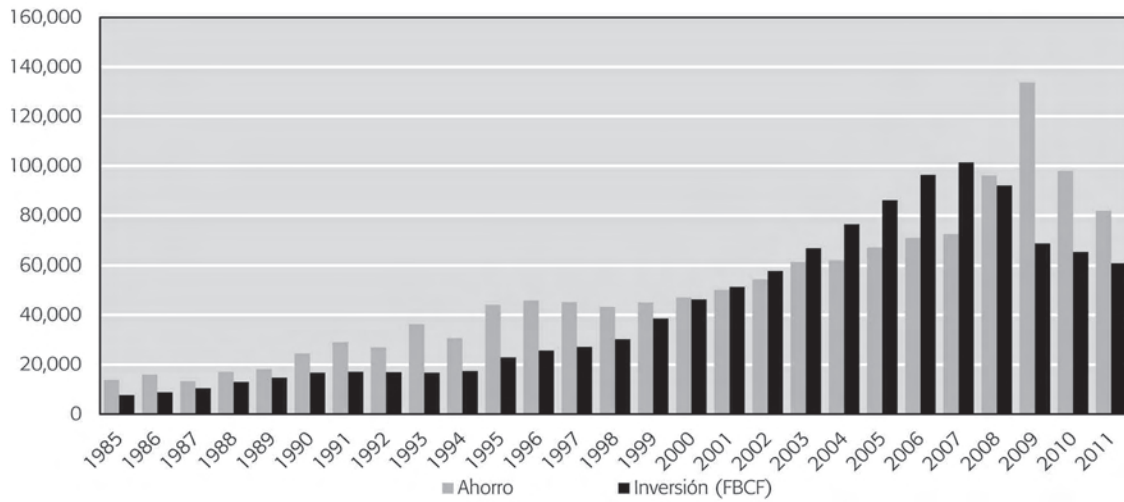
<sup>3</sup> “La función del ahorro en la economía española. Evolución y perspectivas del consumo y el ahorro familiar”. Angel Laborda. En *Ahorro familiar en España*. Director Domingo J. García Coto. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2010. 364 p. (Papeles de la Fundación; 39). Disponible en Internet: <http://www.fef.es/sec.php?id=64>

Como consecuencia de la combinación del deterioro de las expectativas sobre la economía y el sector inmobiliario, y el endurecimiento de las condiciones y el acceso a la financiación hipotecaria, otro fenómeno relevante que acompañó el alza del ahorro en 2008 y 2009 fue la reducción de la inversión en capital fijo (formación bruta de capital (FBCF) de los hogares o familias que se materializa en vivienda). Esta reducción de la inversión (fundamentalmente en vivienda nueva) por parte de las familias no empieza a manifestarse con intensidad hasta el año 2009, año en el cual se reduce hasta 68.000 millones desde los 101.000 millones de 2007 o los 92.000 del año 2008. El aumento del ahorro y la reducción de la inversión consigue que el sector familias vuelva a tener “capacidad de financiación” en 2008, rompiendo así cinco años (2003 – 2007) de comportamiento atípico en los cuales las familias españolas tuvieron “necesidad de financiación” (gráfico 2). La combinación de ahorro creciente y reducción de la inversión (FBC) da lugar a un incremento de la capacidad de financiación del sector de las familias que se sustancia en importantes adquisiciones de activos financieros sin aumento del endeudamiento. En 2009 se producen adquisiciones netas de activos financieros por valor de 48.000 millones y casi 34.600 millones en 2010 (gráfico 3).

Ese punto de inflexión, 2008, refleja también el momento en el cual las familias comienzan a prestar atención a su balance financiero. Las operaciones

Gráfico 2

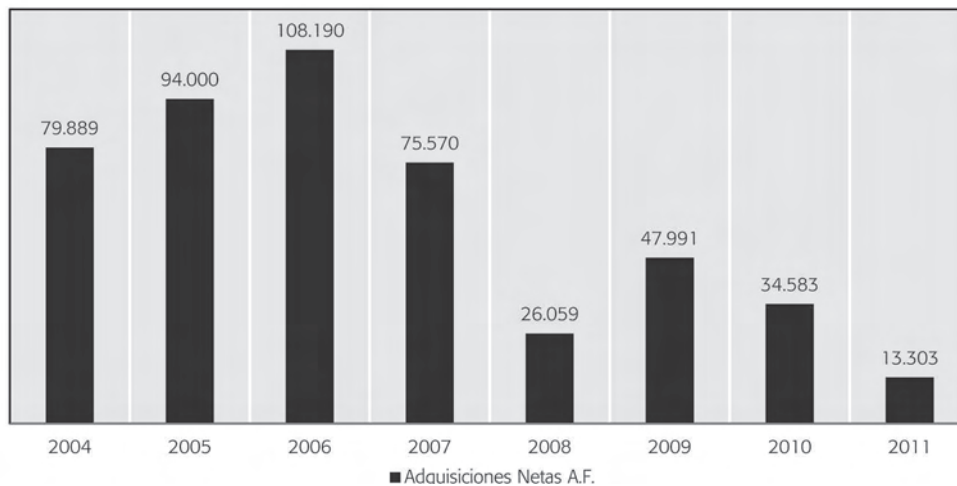
UNA PERSPECTIVA LARGA DEL AHORRO E INVERSIÓN (FBCF) DE LOS HOGARES E ISFLSH. ESPAÑA 1985 - 2011 (Millones de euros)



Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España.

Gráfico 3

ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES E ISFLSH. (ESPAÑA 2004 - 2011) (Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

financieras netas de los hogares, es decir la diferencia entre las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos se hace positiva tras cuatro años (2004 –2007) de registros negativos. El año 2008 supone la ruptura de un modelo bien descrito por

Naredo<sup>4</sup> “la preferencia por la inversión en ladrillo de los hogares fue recortando su inversión financiera neta

<sup>4</sup> “Patrimonio Inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995 – 2007)”. Jose Manuel Naredo. FUNCAS. Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad. Madrid 2008

hasta el punto de hacer negativas sus operaciones de financiación entre los años 2004 y 2007. En vez de aportar recursos financieros adicionales al sistema financiero, demandan del mismo una financiación adicional nada despreciable". Entre 2008 y 2010 las familias comienzan a ser proactivas en la reparación de su balance financiero consiguiendo un saldo positivo entre operaciones de activo y de pasivo (gráfico 4). El año 2011 se puede enmarcar sin dificultad en este nuevo escenario con algunos matices. A continuación se repasan acontecimientos y datos del ejercicio.

### 3. 2011, un marco económico y financiero plagado de incertidumbres

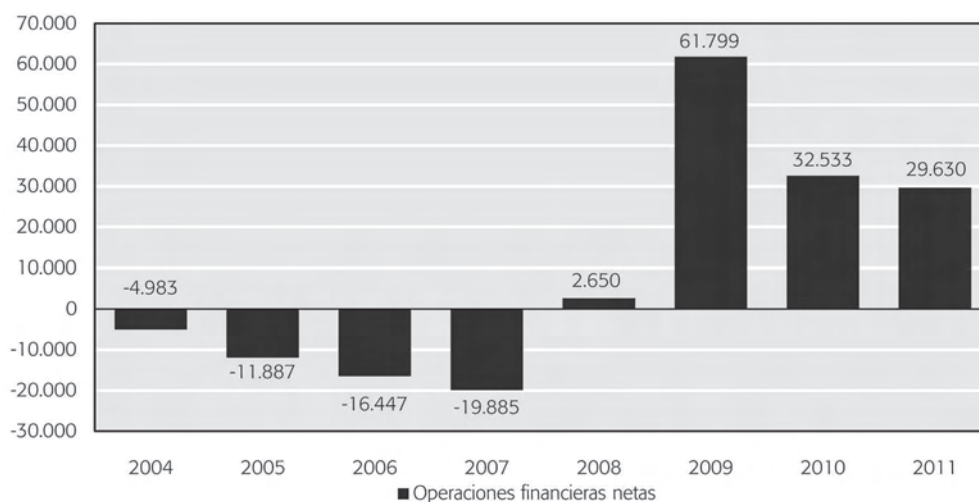
En el ámbito internacional, el año 2011 estuvo marcado por una permanente incertidumbre sobre la capacidad de las economías desarrolladas para consolidar la recuperación iniciada en 2010 y volver a una senda sostenible de crecimiento. El riesgo latente de reducción del ritmo de crecimiento económico global, a medida que se agotaban los impulsos monetarios y fiscales en los países desarrollados, se fue materializando durante el segundo semestre del año, al tiempo que se agudizaba la crisis fiscal en algunos de estos países. Las expectativas de crecimiento raquítico fueron acentuando las dudas sobre la digestión de los grandes volúmenes de deuda acumulados por el sector público

y por los sectores privados, y sobre la situación del sector bancario en los países desarrollados. Cuatro años después del inicio en 2007 de las tensiones que han acabado afectando a todos los ámbitos de la economía mundial, y con especial intensidad a la actividad financiera y bancaria, la situación distaba, y dista, mucho de haberse estabilizado.

Bajo los parámetros anteriores, el principal foco de tensión financiera mundial en 2011 fue el área euro. La arquitectura financiera y política de la moneda única se revelaba insuficiente para afrontar momentos de gran inestabilidad como los vividos en los mercados de deuda soberana de Portugal, España, Italia, Bélgica e incluso Francia al final del año. Siguiendo los pasos de Grecia e Irlanda en 2010, Portugal perdía en mayo el acceso a los mercados de deuda pública y se acordaba su rescate por la Unión Europea y el FMI. Posteriormente, a finales de julio, la Unión Europea y el FMI anunciaban un segundo rescate de Grecia cuya negociación dentro de la UE permanece abierta al cierre del año y que trae consigo una "quita" para los tenedores privados de deuda pública griega del 50%. La deuda de España e Italia, por su parte, experimentaba fuertes descensos, especialmente durante la segunda mitad del año, hasta situar su diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán a diez años por encima de los cinco puntos porcentuales en algunos momentos del ejercicio, rompiendo niveles record de la prima de riesgo desde el nacimiento de la moneda única. Ya en diciembre, en un intento de poner freno a los riesgos de desintegración del área del euro, la gran mayoría de los

Gráfico 4

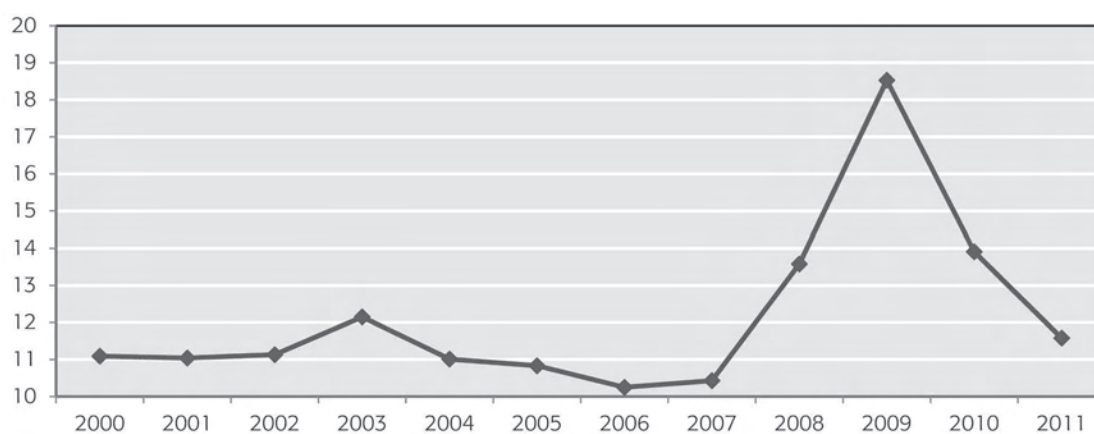
#### OPERACIONES FINANCIERAS NETAS DE LOS HOGARES E ISFLSH. (ESPAÑA 2004 - 2011) (Millones de Euros)



Fuente: *Cuentas Financieras*. Banco de España.

Gráfico 5

**TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES E ISFLSH. ESPAÑA 2000 - 2011.**  
(En % sobre la renta disponible)



Fuente: INE.

países del área llegaban a un acuerdo marco para iniciar una nueva etapa basada en reglas fiscales muy estrictas y cesión de soberanía fiscal.

La denominada crisis de deuda soberana acentuó los riesgos de liquidez y solvencia de las entidades bancarias del área euro, ya debilitadas por cuatro años de dificultades, y, en medio de una profunda desconfianza por parte de los inversores, precipitó medidas de recapitalización generalizada de las entidades.

Los acontecimientos citados se dejaron sentir con especial intensidad en España en 2011, continuando la tendencia iniciada en 2010. El alza del “riesgo país” se ha convertido en el reflejo de la combinación de debilidad económica, elevado déficit fiscal, endeudamiento exterior y constatación de la fragilidad de una parte del sistema bancario. Tras dos décadas de crecimiento casi ininterrumpido, sostenido por un intenso proceso de inversión financiado en muchos momentos con ingentes cantidades de ahorro exterior, el lastre del endeudamiento (exterior e interior) se ha revelado especialmente delicado en el marco de las intensas restricciones financieras producto de la crisis mundial.

#### **4. 2011, presiones sobre la renta familiar y el ahorro y desapalancamiento**

De acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística, la tasa de ahorro de las familias españolas

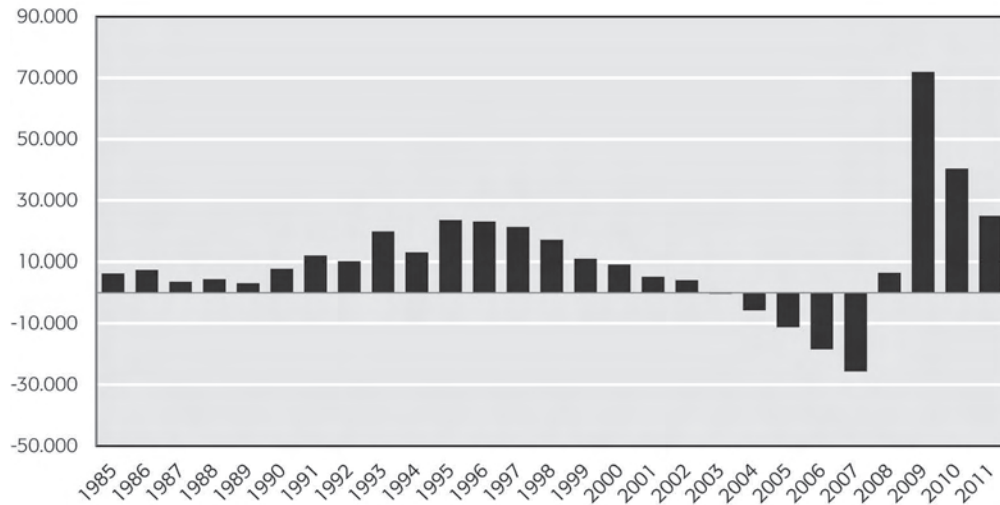
volvió en 2011 a situarse en niveles más “normalizados”, entendiéndose por ello valores entre el 11 y el 12% sobre la renta disponible, en concreto el 11,6%, algo más de dos puntos por debajo del valor alcanzado en 2010, muy alejada del pico de 2009 (18,1%) pero todavía ligeramente por encima de las tasas alcanzadas entre los años 2004 y 2007. El descenso de 2011 respecto a 2010 fue consecuencia del aumento del gasto en consumo final superior al muy leve aumento de la renta disponible. La cifra de ahorro generado por los hogares fue de 81.900 millones de euros (gráfico 5)

La formación bruta de capital fijo de los hogares, en suma la inversión en vivienda, cae por cuarto año consecutivo y mantiene la tendencia a la baja iniciada en 2008. Su valor monetario, 60.686 millones de euros, está 41.000 millones de euros por debajo del nivel alcanzado en 2007. Como consecuencia del comportamiento del ahorro y de la formación bruta de capital fijo, el año 2011 es también el cuarto consecutivo en el cual los hogares presentan capacidad de financiación positiva, casi 25.000 millones de euros, un 2,3% del PIB, manteniendo así la tendencia iniciada en 2008 (10.848 millones de euros) y continuada en 2009 (72.000 millones) y 2010 (40.400 millones) (gráfico 6).

Quizá el aspecto que más destaca del año 2011, en lo que respecta al comportamiento financiero de los hogares a la luz de las cuentas financieras de la economía española, es el esfuerzo de reducción de pasivos realizado por el conjunto de familias españolas por valor de casi 16.400 millones de euros, el

Gráfico 6

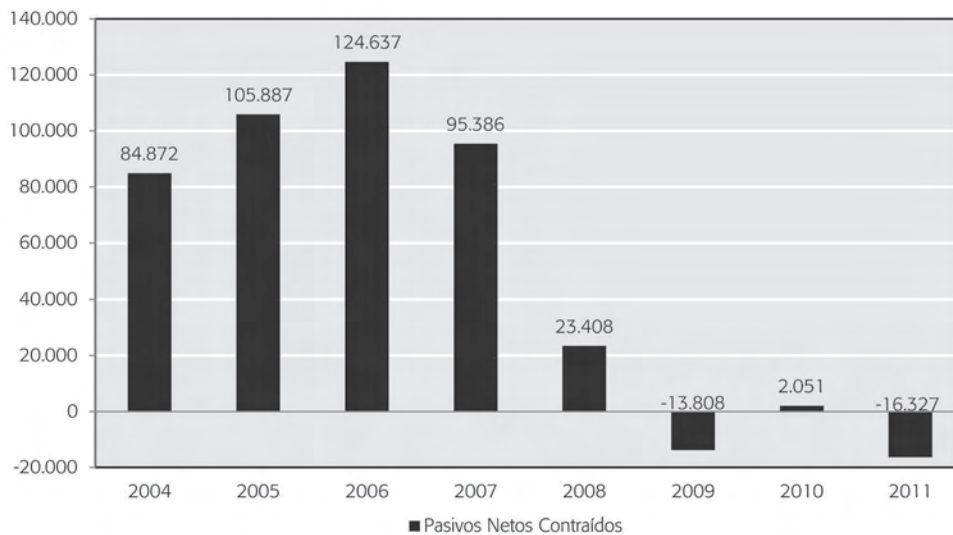
**UNA PERSPECTIVA LARGA DE LA CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES O FAMILIAS ESPAÑOLAS. (1985 - 2011)**  
(Millones de euros).



Fuente: Banco de España.

Gráfico 7

**PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS POR LOS HOGARES E ISFLSH. (ESPAÑA 2004 - 2011)**  
(Millones de euros)



Fuente: Cuentas Financieras. Banco de España.

mayor desde el inicio de la crisis, concentrado especialmente en los préstamos a largo plazo. Por ilustrar con un ejemplo el espectacular cambio de escenario sufrido por la economía española en su conjunto y por los hogares españoles en particular, en el año 2006

los hogares contrajeron pasivos nuevos (se endeudaron) por valor de 127.000 millones de euros. Seis años después, en 2011, los hogares se deshicieron de pasivos por valor de casi 16.400 millones de euros (gráfico 7).

La abultada disminución de pasivos netos contraídos ha dejado sin recursos a las familias para adquirir activos financieros. El epígrafe de adquisición neta de activos financieros arroja en 2011 un saldo positivo de 13.300 millones de euros, la cifra más baja de los últimos años tanto posteriores como previos al estallido de la crisis en 2007 (ver gráfico 3).

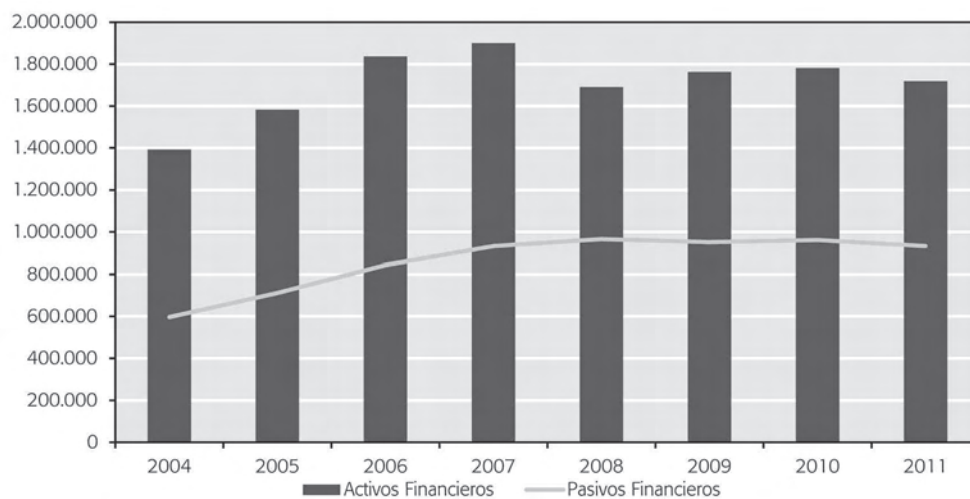
Es enormemente interesante profundizar en la diferente composición de la cifra de operaciones financieras netas de las familias (adquisiciones netas de activos financieros menos pasivos netos contraídos) en 2010 (32.500 millones de euros) y 2011 (29.600 millones). La similitud de la cifra final esconde profundas diferencias: mientras en 2010 las familias adquieren 34.583 millones de euros en activos financieros netos y contraen pasivos netos por valor de 2.050 millones de euros, en 2011 apenas realizan adquisiciones netas de activos financieros por valor de 13.300 millones de euros mientras reducen pasivos por valor de 16.300 millones de euros. En suma, en 2011 la reducción del ahorro, las restricciones financieras y la creciente incertidumbre, llevan a las familias a dedicar buena parte de su capacidad de financiación a reducir deuda (pasivos) antes de adquirir activos financieros. La apuesta por el desapalancamiento, por la reducción de deuda, parece consolidarse.

## 5. Evolución del balance financiero de las familias españolas durante la crisis

El efecto de todas las operaciones financieras anuales de los hogares relacionadas con activos y pasivos financieros, y las depreciaciones y apreciaciones de los mismos se sustancian finalmente en el balance financiero de los hogares, cuya evolución anual durante los últimos años revisaremos brevemente a continuación. De acuerdo con las estimaciones recogidas en las Cuentas Financieras de la Economía Española, los activos financieros de las familias españolas alcanzaban al cierre del año 2007 un valor máximo histórico de 1,90 billones de euros tras una etapa de fuerte crecimiento. Solo entre 2004 y 2007, el aumento en términos absolutos alcanzó 506 mil millones de euros, cifra cercana al valor de la renta disponible bruta de las familias españolas en 2004, lo que da una idea del importante aumento de la riqueza financiera en los tres años anteriores al inicio de la crisis financiera (cuadro 1). Por su parte, los pasivos financieros (el endeudamiento de los hogares) se situaba en 932.650 millones de euros y el saldo de activos financieros netos (diferencia entre activos y pasivos financieros) rondaba los 965.000 millones de euros. Entre 2004 y 2007, el aumento del pasivo fue superior a los 330.000 millones de euros, muy elevado en términos relativos (+56%) pero inferior en términos absolutos al aumento del valor de los activos financieros (gráfico 8).

Gráfico 8

VALOR TOTAL DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES e ISFLSH España 2004 - 2011. (Millones de euros)



Fuente: Cuentas Financieras . Banco de España.

Cuadro 1

**BALANCE FINANCIERO DE LOS HOGARES E IFSFLSH (2004 - 2011)**  
**(Datos en millones de euros)**

|  | 2004             | 2007             | 2008             | 2010             | 2011             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>1. ACTIVOS FINANCIEROS</b>                    | <b>1.393.014</b> | <b>1.899.795</b> | <b>1.690.616</b> | <b>1.780.677</b> | <b>1.718.716</b> |
| Efectivo   | 69.301           | 87.112           | 89.798           | 93.119           | 91.805           |
| Depósitos transferibles                          | 84.902           | 275.389          | 267.923          | 307.293          | 307.959          |
| Otros depósitos                                  | 386.314          | 366.038          | 445.688          | 458.007          | 457.306          |
| Valores a corto plazo                            | 2.108            | 8.454            | 7.055            | 2.622            | 12.965           |
| Valores a largo plazo                            | 29.213           | 40.744           | 30.093           | 43.966           | 49.721           |
| Acciones cotizadas                               | 101.827          | 149.381          | 83.826           | 100.019          | 85.860           |
| Acciones no cotizadas                            | 247.330          | 370.211          | 234.047          | 256.703          | 196.979          |
| Otras participaciones (exc. Fondos)              | 37.629           | 74.350           | 70.569           | 62.942           | 64.535           |
| Participaciones emitidas por fondos de inversión | 172.645          | 195.564          | 142.626          | 117.524          | 109.287          |
| Acciones emitidas por sociedades de inversión    | 6.551            | 9.747            | 6.712            | 8.307            | 7.316            |
| Reservas de seguro de vida                       | 102.088          | 118.257          | 121.578          | 128.407          | 133.777          |
| Reservas de fondos de pensiones                  | 85.794           | 111.357          | 103.255          | 110.583          | 106.471          |
| Reservas para primas y para siniestros           | 21.062           | 28.549           | 29.517           | 29.370           | 29.515           |
| Otras cuentas pendientes de cobro                | 46.249           | 64.643           | 57.930           | 61.815           | 65.221           |
| % SOBRE PIB                                      | 166%             | 180%             | 155%             | 169%             | 160%             |
| <b>2. ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (1-3)</b>        | <b>796.126</b>   | <b>967.147</b>   | <b>725.383</b>   | <b>820.123</b>   | <b>786.359</b>   |
| % SOBRE PIB                                      | 95%              | 92%              | 67%              | 78%              | 73%              |
| <b>3. PASIVOS</b>                                | <b>596.888</b>   | <b>932.648</b>   | <b>965.233</b>   | <b>960.554</b>   | <b>932.357</b>   |
| Préstamos a corto plazo                          | 28.205           | 40.792           | 42.308           | 33.734           | 31.462           |
| Préstamos a largo plazo                          | 513.700          | 835.838          | 871.077          | 867.829          | 843.647          |
| Otras cuentas pendientes de pago                 | 54.982           | 56.018           | 51.849           | 58.990           | 57.247           |
| % SOBRE PIB                                      | 71%              | 89%              | 89%              | 91%              | 87%              |
| <b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO (apm)</b>             | <b>841.294</b>   | <b>1.053.161</b> | <b>1.087.749</b> | <b>1.051.342</b> | <b>1.073.383</b> |

Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España. 2012.



Cuadro 2

**CUENTA DE OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES E ISFLSH (2004 - 2011)**  
**(Datos en millones de euros)**

|  | 2004          | 2007           | 2008          | 2010          | 2011           |
|--|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>1. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS</b> | <b>79.889</b> | <b>75.570</b>  | <b>26.059</b> | <b>34.583</b> | <b>13.303</b>  |
| Efectivo   | 11.519        | 1.919          | 2.686         | 217           | -1.313         |
| Depósitos transferibles                              | 8.869         | -13.357        | -7.466        | -1.699        | 666            |
| Otros depósitos                                      | 22.109        | 70.765         | 80.914        | 28.476        | -701           |
| Valores distintos de acciones                        | 899           | 9.654          | -12.436       | 3.356         | 14.031         |
| Acciones cotizadas                                   | -404          | 9.218          | 3.229         | 7.290         | -1.825         |
| Acciones no cotizadas                                | 269           | -5.728         | -280          | -600          | 3.426          |
| Otras participaciones (exc. Fondos)                  | 2.317         | 2.359          | 291           | 1.319         |                |
| Participaciones emitidas por fondos de inversión     | 13.391        | -11.695        | -38.144       | -18.111       | -3.895         |
| Acciones emitidas por sociedades de inversión        | -237          | 968            | -1.767        | 689           | -412           |
| Reservas de seguro de vida                           | 6.190         | 1.930          | 3.793         | 1.039         | 6.077          |
| Reservas de fondos de pensiones                      | 7.203         | 4.642          | 977           | 2.828         | -6.302         |
| Reservas para primas y para siniestros               | 2.282         | 2.671          | 968           | 3             | 145            |
| Otras cuentas pendientes de cobro                    | 5.483         | 2.225          | -6.706        | 9.776         | 3.406          |
| <b>2. OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (1-3)</b>        | <b>-4.983</b> | <b>-19.815</b> | <b>2.650</b>  | <b>32.533</b> | <b>29.630</b>  |
| <b>3. PASIVOS NETOS CONTRÁIDOS</b>                   | <b>84.872</b> | <b>95.386</b>  | <b>23.408</b> | <b>2.051</b>  | <b>-16.327</b> |
| Préstamos a corto plazo                              | 2.623         | 2.430          | 1.516         | -4.571        | -2.272         |
| Préstamos a largo plazo                              | 88.673        | 96.705         | 36.639        | 6.122         | -19.124        |
| Otras cuentas pendientes de pago                     | -6.424        | -3.748         | -14.746       | 500           | 5.069          |

Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España. 2012.

En ese momento (2007) la estructura de la cartera de activos financieros de las familias españolas estaba compuesta por un 34% de efectivo y depósitos, un 3% de valores de renta fija, un 10% en participaciones en fondos de inversión, un 14% de reservas de seguros y fondos de pensiones, un 38% en acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones en empresas, y algo más de un 3% en cuentas pendientes de cobro.

El año 2008 abrió un periodo terrible para la economía mundial y especialmente para las economías de los países desarrollados. La crisis originada en el mercado

inmobiliario norteamericano en 2007 y su derivación a los mercados financieros a partir de las hipotecas denominadas "subprime", se fue contagiando a todo tipo de activos financieros generando una gran desconfianza entre los agentes económicos. Prácticamente todos los mercados financieros, monetarios, crediticios y de valores e instrumentos financieros, regulados y no regulados, se vieron sometidos a tensiones de liquidez y de valoración de una magnitud sin precedentes, generando enorme incertidumbre y dando lugar a una crisis económica global de enorme magnitud.

Los efectos y expectativas negativas que la crisis financiera indujo sobre la actividad económica mundial, y sobre las empresas, castigaron con inusitada intensidad a los mercados bursátiles mundiales que perdieron en 2008 entre el 40% y el 50% de su valor, con el consiguiente impacto tanto en las carteras de valores cotizados de los inversores individuales e institucionales (fondos de inversión y fondos de pensiones) como en las valoraciones de acciones y participaciones no cotizadas en manos de inversores, muchos de ellos familias. Como no podía ser de otro modo, el año 2008 supuso un terrible golpe para la cartera de activos financieros de las familias españolas: el valor de los activos se redujo en unos 209.000 millones de euros, un 11%, en solo un año. Por su parte, el saldo de endeudamiento, pasivos totales, frenaba casi en seco su crecimiento pero todavía arrojaba un leve aumento absoluto de 30.000 millones de euros.

En muy pocos meses las expectativas y referencias de los hogares españoles cambiaron de forma radical y de igual modo lo hizo su comportamiento financiero. Como ya se ha comentado anteriormente, la incertidumbre llevó a los hogares a aumentar su ahorro, a reducir la inversión en vivienda y a frenar el endeudamiento.

La simple constatación de los datos del balance financiero no nos ofrece todos los datos de lo que sucedió realmente, algo que si hace la cuenta de operaciones financieras (cuadro 2). En 2008 se produce una importante recomposición de la cartera de activos financieros de los hogares españoles: intensísimas adquisiciones netas de depósitos a plazo (+80.000 millones de euros), ventas netas de valores de renta fija (-12.400 millones), fuertes reembolsos de participaciones en fondos de inversión (-38.000 millones) y todavía un leve aumento del endeudamiento (+23.000 millones de nuevos pasivos contraídos). El resto de efectos sobre el balance de activos financieros son sobre todo movimientos del valor de los activos debidos a valoraciones de mercado. Ese es el caso de la intensísima corrección sufrida por el valor de las acciones.

Durante los dos años siguientes (2009 – 2010) el patrón de comportamiento de los hogares mantiene las pautas generales de 2008: ahorro elevado pero ya en senda de descenso, inversión en vivienda reducida e intensificación de la corrección del endeudamiento.

Al cierre del año 2010 la cartera de activos financieros de las familias españolas se había recuperado ligeramente respecto a 2008 (+5%) y alcanzaba un valor de 1,78 billones de euros. Por su parte, el saldo de endeudamiento, pasivos totales, alcanzaba los 960.500 millones de euros con un leve descenso (5.000 millones) respecto a 2008.

Al cierre del año 2010 la estructura de la cartera de activos financieros de las familias era la siguiente: efectivo y depósitos suponían el 43% (+9 puntos porcentuales, pp, respecto a 2007), valores de renta fija un 3% (igual que en 2007), participaciones en fondos de inversión un 6,6% (-3,7 pp respecto a 2007), reservas de seguros y fondos de pensiones un 15% (+1 pp respecto a 2007), acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones en empresas un 24% (-8 pp respecto a 2007) y algo más de un 3% (igual) en cuentas pendientes de cobro. La estructura de activos, como se puede apreciar, es similar a la de 2008 y la principal diferencia entre ese año y los dos posteriores (2009 – 2010) es la reducción del ritmo de recomposición interna de la cartera de activos, siendo menos intensas las adquisiciones netas de depósitos y los reembolsos de participaciones en fondos.

## 6. El balance financiero de las familias españolas en 2011

De acuerdo con las estimaciones recogidas en las Cuentas Financieras de la Economía Española, al cierre del año 2011 la cartera de activos financieros de las familias españolas había perdido un 3,5% de su valor respecto a 2010 y mantenía una leve recuperación frente a 2008 (+1,5%), alcanzando un valor de casi 1,72 billones de euros. Por su parte, el saldo de endeudamiento, pasivos totales, superaba los 932.000 millones de euros con un descenso del 2,9% respecto a 2010 y del 3,4% respecto a 2008. Su nivel era igual al de 2007.

Al cierre del año 2011 la estructura de la cartera de activos financieros de las familias era la siguiente: efectivo y depósitos suponían 45% (+11 pp respecto a 2007), valores de renta fija un 4% (+1 pp respecto a 2007), participaciones en fondos de inversión un 6,4% (-4 pp respecto a 2007), reservas de seguros y fondos de pensiones un 16% (+2 pp respecto a 2007), acciones cotizadas, no cotizadas y otras participaciones en empresas un 21% (-11pp respecto a 2007) y casi un 4% (+0,5 pp respecto a 2007) en cuentas pendientes de cobro.

La estructura de activos, como se puede apreciar, mantiene la tónica de 2008 y la principal particularidad del año es la intensa reducción de las adquisiciones netas de activos financieros, apenas 13.000 millones de euros, ocho veces menos que en 2006, seis veces menos que en 2007 o cuatro veces menos que en 2009. Esta reducción de las operaciones financieras es visible en la disminución casi a cero de las adquisiciones netas de depósitos o el hecho de que los activos que arrojan un mayor volumen de adquisiciones netas sean los valores

distintos de acciones (renta fija), + 14.000 millones de euros, o las reservas de seguros de vida, +6.000 millones, que habitualmente no figuran en posiciones destacadas por este concepto.

Por su parte, los pasivos netos contraídos arrojan un volumen negativo superior a los 16.000 millones de euros, explicada por las intensas operaciones de reducción de préstamos a corto y largo plazo por valor de 21.000 millones de euros.

En resumen, el año 2011 se enmarca sin dificultad en el nuevo escenario, muy distinto al anterior, que la crisis ha delimitado para el comportamiento financiero de las familias. Han transcurrido ya más de cuatro años desde que se hizo ostensible el impacto de las nuevas circunstancias y la modelización de este comportamiento no es sencilla porque se conjugan los efectos de la evolución de la renta y de la riqueza financiera e inmobiliaria, de la incertidumbre o de las expectativas, con factores inducidos por las propias entidades de crédito, inmersas en una crisis financiera europea de enorme magnitud, con mercados interbancarios cada vez menos operativos, y necesidades de financiación y liquidez perentorias.

En las líneas anteriores hemos intentado reflexionar sobre algunos de estos factores a la luz de la enormemente rica información aportada por las Cuentas Financieras de

la Economía Española publicadas recientemente por el Banco de España.

En el momento de cerrar este artículo comienzan a conocerse datos sobre el comportamiento financiero de las familias en el primer trimestre de 2012<sup>5</sup> y arrojan algunas novedades de interés. La más importante es que la tasa de ahorro sobre renta disponible se sitúa en una tasa del -0,6%, negativa, dato que aunque se produce en un trimestre con un comportamiento cíclico muy marcado (habitualmente muestra tasas de ahorro muy bajas), no había tenido un valor negativo en los últimos ocho años aunque sí muy cercano a cero en 2006. Si consideramos un periodo móvil de cuatro trimestres la tasa de ahorro sobre renta disponible alcanza el 10,8%, ocho décimas menos que en el conjunto de 2011. Datos adicionales apuntan que se produce también una reducción de la inversión (FBCF) de casi el 10%. En conjunto estos datos, muy parciales, no apuntan a una ruptura del escenario dibujado en las líneas anteriores. Sí reflejan, no obstante, la creciente presión sobre la renta disponible que están sufriendo los hogares españoles y las limitaciones que esto introduce a la hora de continuar la senda del desapalancamiento.

<sup>5</sup> "Contabilidad nacional trimestral de España. Cuentas no financieras trimestrales de los sectores institucionales. Primer trimestre de 2012". INE. Nota de prensa. 3 de julio de 2012. <http://www.ine.es/daco/daco42/ctnfsi/ctnfsi0112.pdf>