
La composición del ahorro de las familias

Esperanza Nieto Lobo

Resumen: El objeto del artículo es analizar la composición del ahorro de las familias en España y su evolución en los últimos años, prestando especial atención al impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles. Para ello se atiende a la evolución anual de los flujos y de los saldos de los distintos instrumentos y se contextualiza con los principales indicadores de la actividad económica y con la trayectoria de los tipos de interés de los activos financieros.

Palabras clave: Tasa de ahorro; ahorro financiero de los hogares; activos y pasivos financieros.

Códigos JEL: E21; E44; E50.

1. Introducción

La teoría económica ha mostrado un especial interés por el ahorro y, más concretamente, por la determinación del consumo y del ahorro. La principal razón de esta motivación por conocer más sobre el tema se debe a la importancia del ahorro para la acumulación de la riqueza, dada su estrecha vinculación a la inversión y, por tanto, a la capacidad productiva y al crecimiento económico a largo plazo.

En este contexto general de relevancia del ahorro como magnitud económica, el ahorro de los hogares desempeña un papel muy destacado, dado que las familias constituyen un sector institucional muy relevante y han tenido, tradicionalmente, una aportación financiera neta (positiva) a otros sectores. Pero las operaciones financieras (flujos y balances) de las familias no han permanecido constantes a lo largo del tiempo. De hecho, a lo largo de los últimos años, diversos factores han influido en la evolución de las decisiones de inversión financiera de los hogares españoles (entendida como adquisición de activos) y, por tanto, en su posición ahorradora. Entre estos aspectos podría citarse el aumento de la renta y de la riqueza, los

cambios en la regulación, la introducción del euro, las privatizaciones y las salidas a bolsa, las reformas de la fiscalidad de los distintos instrumentos, así como el intenso proceso de innovación financiera. De forma conjunta, estos acontecimientos y circunstancias habrían contribuido a ampliar las posibilidades de inversión de los agentes, al tiempo que han propiciado una mayor integración y competencia en los mercados y, también, habrán motivado modificaciones en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos (Maza y Sanchís, 2003, y García-Vaquero y Hernández de Cos, 2003).

También, la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 ha trastocado de forma notable el comportamiento de los agentes económicos, en general, y por supuesto, de las familias. Así, la valoración del riesgo por parte de estas se ha visto alterada, mientras la crisis ha perturbado el *normal* funcionamiento de los mercados financieros, afectando a la política de comercialización de las entidades de crédito, al atractivo relativo para los inversores de los distintos instrumentos y a sus precios. En definitiva, como consecuencia de estos factores se ha apreciado una recomposición significativa de la cartera de las familias (García-Vaquero, 2010).

Este artículo analiza la evolución del ahorro financiero de las familias españolas en la última década desde una perspectiva global, pero deteniéndose en observar el impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles y sobre su posición deudora. Con este fin se describen con más detalle, la trayectoria en los últimos años de los flujos y de los saldos (balances) de los distintos instrumentos. Previamente se recuerdan, brevemente, los principales procesos que explican la formación del ahorro por parte de los hogares, y su relación con otras magnitudes macroeconómicas. Para ello se hace un breve repaso por el contexto socioeconómico, a fin de caracterizar el escenario en el que las familias toman sus decisiones. Por último, con base en los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por el Banco de España, se puede aproximar cuál es la riqueza neta de las familias españolas, así como la composición de los activos reales y financieros.

2. Teorías explicativas del ahorro familiar

Los primeros economistas («clásicos») que elaboraron un modelo de funcionamiento de la economía en su conjunto consideraron el ahorro, básicamente, como una variable macroeconómica dependiente del tipo de interés, de manera que las diferencias entre el tipo de interés natural (de equilibrio a largo plazo) y el tipo de interés de mercado (de corto plazo) explicaban la evolución del ahorro desde una perspectiva nacional. De esta forma, cuando los tipos de interés suben, el volumen de ahorro se incrementa, y viceversa, por lo que los desajustes entre los tipos a corto y largo plazo condicionan la evolución del ahorro. Por otra parte, bajo la visión de Keynes y de los economistas vinculados a los modelos keynesianos, se plantea una dependencia decisiva del ahorro respecto de la renta disponible. Desde una perspectiva integradora, la teoría económica más actual considera determinantes fundamentales del ahorro, no solo a la renta disponible, sino que también atribuye un papel destacado a los tipos de interés, la riqueza financiera y no financiera, y las expectativas de los agentes económicos, así como a las preferencias.

Sin duda, esta evolución teórica se ve respaldada, en la realidad, haciendo que las variables o factores determinantes del ahorro sean numerosos y complejos, sin que exista una explicación sencilla al comportamiento del mismo. En este apartado se ha considerado oportuno repasar brevemente las principales aportaciones teóricas en relación a uno de los sectores institucionales esenciales para

el estudio del ahorro privado, como es el de las familias, que ha ocupado un lugar destacado entre las preocupaciones de la ciencia económica. De este modo, se pueden señalar ocho hipótesis explicativas de la decisión de ahorrar de los hogares, y si bien ninguna parece suficiente para explicar completamente la evolución del ahorro, nos ayudan a comprender las distintas motivaciones socioeconómicas que pueden estar detrás del ahorro familiar.

2.1. La hipótesis de la renta permanente y del ciclo vital.

Esta explicación sobre las decisiones de consumo y ahorro se basa en los conceptos de renta permanente y vitalicia. En trabajos independientes, Friedman y Modigliani apuntaron que los consumidores que sufren descensos en su renta se resisten a abandonar los niveles anteriores de consumo, mientras que aquellos cuya renta mejora consumen en general menos en términos relativos que las economías familiares que habían conseguido ese mismo nivel de renta. La hipótesis de la renta permanente de Friedman apunta que el consumo de las economías familiares es proporcional a su renta permanente, es decir, a la renta media que esperan percibir durante su horizonte de planificación. La hipótesis de la renta permanente destaca que el ahorro permite a las familias la nivelación del consumo entre fases altas y bajas de su ciclo vital. Otras investigaciones indican que las expectativas optimistas de renta futura estimulan el consumo corriente, mientras que las pesimistas causan el efecto contrario.

Por su parte, la hipótesis de la renta vitalicia o hipótesis del ciclo vital (Modigliani) considera que el horizonte de planificación del consumidor individual es toda su vida. El nivel de consumo de un individuo o familia no depende solamente de la renta del período en curso —la renta corriente—, sino también de las rentas esperadas en el futuro, de la riqueza heredada o acumulada hasta el presente, de la edad, de los tipos de interés esperados, la estructura temporal de las rentas o las preferencias de los consumidores. Se supone que los individuos intentan distribuir sus recursos vitalicios a lo largo de toda su vida. Así, intentan acumular durante sus años activos un volumen de ahorro que les permita mantener el mismo nivel de consumo durante los años de jubilación. En los primeros años de su vida activa, los consumidores recurrirán al endeudamiento y en los últimos al desahorro. En el período intermedio, cuando la renta corriente es más alta, el individuo o la fami-

lia tenderán a ahorrar una mayor proporción de la renta para poder mantener el nivel de consumo tras la jubilación.

2.2. La hipótesis de la renta relativa.

La utilidad del consumidor depende no de las cantidades absolutas consumidas, sino de la relación entre esas cantidades y el consumo de otras personas con las que el consumidor pretende competir socialmente o cuya presión le obliga a comportarse de una determinada forma. Los líderes del consumo, situados en las zonas más elevadas de la distribución de la renta, pueden permitirse elevadas propensiones al ahorro, mientras que sus «seguidores» responden a las presiones sociales con elevadas propensiones al consumo. Un aumento general de la renta absoluta, si permanece invariable la distribución relativa de la renta, no alteraría la proporción de renta consumida y/o ahorrada. Pero, el avance hacia la igualación de las desigualdades de renta tendería a incrementar el coeficiente de ahorro.

2.3. Las restricciones de liquidez.

Se entiende que existe una restricción de liquidez cuando el consumidor espera percibir una renta más alta en el futuro y no puede pedir un préstamo para mantener el consumo actual (Dornbush y Fischer, 1994). Estas restricciones impiden que, según la teoría del ciclo vital, los individuos consuman en función de la renta que obtendrán a lo largo de toda su vida, y ligan el consumo a la renta obtenida cada año. Esto explica la excesiva sensibilidad del consumo a la renta, y afecta especialmente a las economías domésticas de renta baja. En un contexto de restricciones financieras, el consumo se resentiría, por lo que *ceteris paribus*, incidiría en el ahorro. Pero, dependiendo también de la distribución de la renta y de la prolongación en el tiempo de las restricciones, el nivel de ahorro también se podría ver afectado negativamente.

2.4. La influencia de la fiscalidad.

Según las hipótesis de Barro y Ricardo, las variaciones de los impuestos (ahorro público) son contrarrestadas exactamente por una variación contraria del ahorro privado. El modelo de equivalencia ricardiana postula que las variaciones de los impuestos no deberían influir en el consumo, ya que estas oscilaciones en los impuestos no afectan a la renta permanente. Cuando se reducen hoy los impuestos, las economías domésticas ahorrarían la reducción, por lo que pueden pagar unos

impuestos más altos mañana. Sin embargo, la evidencia empírica¹ sugiere que las variaciones de los impuestos sí afectan al consumo y al ahorro, probablemente debido a las restricciones de liquidez. En general, hoy existe un amplio consenso en admitir que las reducciones de impuestos aumentarían el consumo.

Asimismo, existen razones por las que un incremento de la presión fiscal puede contribuir a la caída de la tasa de ahorro familiar en el caso de España. En primer lugar, el impuesto sobre la renta ha tenido tradicionalmente una elevada progresividad sobre perceptores de rentas del trabajo relativamente altas y con capacidad para ahorrar (Raymond, 1990), por lo que el impuesto tiende a deprimir el ahorro. En segundo lugar, cabría destacar la desaparición de incentivos al ahorro. Durante bastante tiempo, el régimen fiscal y la inflación pueden hacer que la rentabilidad real del ahorro sea muy baja, lo que incidiría en una tendencia al crecimiento de la tasa de endeudamiento de las familias, con la consiguiente caída de los niveles de ahorro.

Al margen de la imposición directa, la tasa de desempleo, las prestaciones sociales y las cotizaciones sociales, por diferentes razones, pueden haber influido en la caída de la tasa de ahorro de las familias. En el caso de la población desempleada podría darse la existencia de restricciones de liquidez, lo que indica que para un desempleado es difícil endeudarse para mantener su nivel de consumo, aunque esté convencido de amortizar su deuda con ingresos futuros. Por ello, una vez se ha dispuesto de todo el ahorro pasado, la renta disponible corriente será el factor principal que determine el consumo —y el ahorro— de una parte de las familias. (Marchante, 1997). Por otro lado, la redistribución de la renta puede conducir a la reducción del volumen agregado del ahorro de las familias, si bien dependerá de las diferentes propensiones marginales de los grupos afectados.

2.5. Las condiciones de incertidumbre.

Una de las motivaciones del ahorro por parte de los individuos o familias que debemos considerar es la previsión de situaciones desfavorables —una merma de ingresos, una situación de desempleo, enfermedades, invalidez—, que impliquen dis-

¹ A principios de la década de los ochenta, la Administración Reagan recortó sustancialmente los impuestos en Estados Unidos. Según la teoría de Ricardo y Barro, las reducciones de los impuestos deberían haberse ahorrado y la tasa de ahorro de las economías domésticas debería haber aumentado. Sin embargo, la tasa de ahorro personal se redujo.

poner de un mayor volumen de renta. Para hacer frente a la incertidumbre sobre el futuro se produce el ahorro por motivo precaución o bien la protección frente a los riesgos potenciales mediante la contratación de seguros.

2.6. La existencia de «solidaridad».

El comportamiento de los individuos ante el ahorro plantea el interrogante de si este se ve motivado, en parte, por el deseo de dejar una herencia. En este sentido, habría que considerar que la solidaridad intergeneracional no se reduce a un único legado al final de la vida, sino que pueden producirse varias transferencias de riqueza a los descendientes.

2.7. Los factores demográficos.

Algunos economistas sostienen que los factores demográficos contribuyen a explicar el hecho de que las tasas de ahorro de las familias en países con pirámides poblacionales envejecidas sean mucho más altas que las de otros países con una estructura demográfica menos madura. Esta hipótesis guarda relación con los postulados de la teoría del ciclo vital, que afirma que el ahorro se crea especialmente en la edad intermedia, mientras que, en los primeros años de vida activa, los individuos recurren al endeudamiento y, en los últimos, al desahorro.

2.8. La acumulación de fondos líquidos.

La adquisición por parte de las familias de bienes de consumo duradero y viviendas puede estar precedida, en ocasiones, por una acumulación de ahorro, aunque en la adquisición también se recurra al crédito. (Marchante, 1997). La proporción de uno u otro método de financiación en cada país dependerá de los hábitos sociales y del nivel de desarrollo del sistema financiero.

2.9. Tendencias recientes en el ahorro

Después de lo expuesto, puede convenirse que el ahorro es un fenómeno socioeconómico en el que confluyen varias dimensiones. Para comprenderlo mejor pueden diferenciarse dos aspectos que funcionan de manera complementaria en la mente del consumidor. Primero, un aspecto pragmático, meramente funcional, que sitúa al ahorro como un simplificador o facilitador de la gestión financiera de la familia. Podría decirse que el ahorro «hace la vida más sencilla» a las familias. Pero, más relevante, si cabe, es la vertiente simbólica del ahorro, por lo que significa para una familia

el hecho de tener dinero ahorrado. Este ahorro se convierte en un refugio, una defensa ante la incertidumbre y el riesgo. La mayoría de la gente ahorra no sólo por disponer de dinero, sino principalmente por la seguridad, tranquilidad, estabilidad y despreocupación que ese dinero le aporta (De la Asunción, 2010).

En los últimos años se ha producido una revisión de la actitud hacia el ahorro. Antes de la crisis probablemente, el ahorro no era una «aspiración», en sí misma, para el ciudadano. Ahorrar estaba asociado a un estilo de vida «anticuado», conservador y poco amigo de asumir riesgos. Se relacionaba con sacrificio, abnegación, privación... Esta parecía una estrategia poco sofisticada para optar a ciertos bienes de consumo. Sin embargo, la crisis financiera y sus consecuencias, en forma de cambio de valores y el consiguiente replanteamiento de cara al futuro, han provocado que el ahorro pase a ser visto de una forma mucho más positiva y aspiracional.

En la actualidad, las familias podrían estar considerando el ahorro como algo positivo y deseable, un síntoma de reflexión, que tiene que ver con la capacidad de establecer prioridades, de contenerse, de poder controlar los impulsos consumistas que, en cierto modo, han contribuido a la situación de crisis actual. Ahora no se ahorra con el objetivo de adquirir un bien o servicio, sino para acumular un cierto capital que proporcione seguridad y tranquilidad, y que mejore nuestra calidad de vida. Por lo tanto, se podría hablar de un nuevo concepto de ahorro: positivo, optimista, aspiracional, inteligente y no vinculado a la renuncia (material), sino al logro (emocional). Al mismo tiempo, esta reconceptualización del ahorro podría estar en el origen de otros cambios en los patrones de consumo². En definitiva, estos cambios ponen de manifiesto que el ahorro se ha situado en un lugar central, no solo desde una perspectiva macroeconómica, sino también en términos «micro».

3. El contexto socioeconómico y el ahorro de los hogares en la posición financiera de la economía española

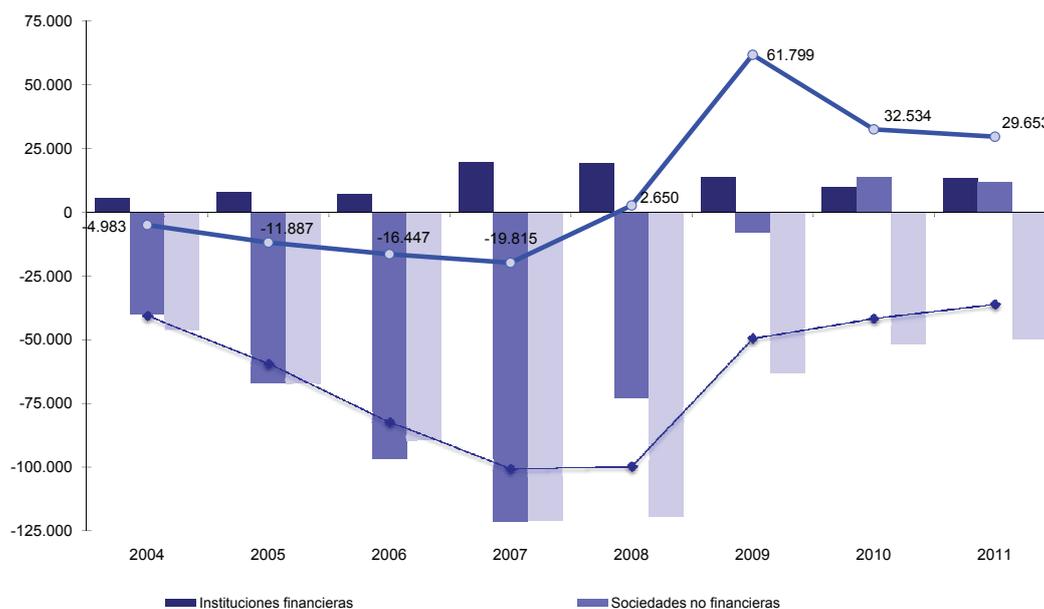
Como es sabido, tras la prolongada etapa expansiva que se había iniciado en la segunda mitad de los noventa, a lo largo de 2007 la actividad eco-² Estos cambios podrían explicar la irrupción del «smart buyer» o «comprador inteligente», la creciente importancia de nuevas formas de posesión (copropiedad, intercambio) o la recuperación de otras un tanto olvidadas (el auge de la segunda mano, el leasing, el alquiler aplicado a categorías de producto nuevas, como vestidos y complementos de lujo, etc.) o el auge de las fórmulas «low cost», como las tiendas «outlet», etc.

nómica inició una trayectoria de desaceleración, que dio paso a un brusco ajuste entre 2008 y la primera mitad de 2009. Desde entonces, el ritmo de avance fue muy modesto, casi nulo y en 2012, la economía ha entrado de nuevo en recesión. El ajuste ha sido muy intenso también en el mercado de trabajo, alcanzando la tasa de desempleo niveles superiores al 20 por ciento entre 2010 y 2011, tras el mínimo histórico del 8 por ciento alcanzado en los meses centrales de 2007. Por su parte, la tasa de inflación medida en términos del Índice de Precios al Consumo (IPC) fue del 2,8 por ciento para la media del período 2006-2008, registrándose tasas negativas cercanas al -1 por ciento en el primer semestre de 2009, para después volver a niveles entre el 2 y el 3 por ciento. A finales de 2008 se produjeron también caídas muy significativas de los valores de los activos bursátiles. Por su parte, los tipos de interés iniciaron desde el último cuarto de 2008 (el estallido de Lehman Brothers fue en septiembre de ese año) una senda descendente, que se consolidó a lo largo del año siguiente, para después iniciar un perfil ascendente. Así, el patrimonio de las familias se redujo como consecuencia del retroceso en las valoraciones de los activos financieros (especialmente, de las cotizaciones bursátiles) y por la revisión a la baja del valor de sus activos residenciales. El precio de la vivienda fue ralentizándose desde 2005, situándose la tasa de crecimiento en el 5,8 por ciento en 2007, en el 0,7 por ciento en 2008 y desde entonces ha acumulado un descenso cercano al 20 por ciento.

Sin duda, todos estos cambios tienen implicaciones relevantes, en especial por los efectos del creciente desempleo y las variaciones en la renta disponible sobre la evolución de las variables financieras y de la confianza, y sirven para comprender la evolución de los niveles de ahorro y la composición de la cartera de activos de las familias españolas.

De este modo, puede comprobarse que 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, han acontecido variaciones significativas en la composición de la riqueza financiera. Estos hechos son perceptibles tanto para el conjunto de economía nacional como para el sector de las familias. El punto inicial de referencia es 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, 2004-2011, el saldo de las operaciones financieras netas o ahorro financiero neto decreció hasta el año 2008, para cambiar el perfil desde entonces hasta 2011, si bien manteniendo aún un saldo negativo. La posición deficitaria de las AA.PP. y de las sociedades no financieras (aunque en el caso de estas últimas, desde 2010 han arrojado un saldo positivo) eran responsables de la vulnerabilidad que mostraba la economía nacional. Así, el ahorro total nacional se ha recuperado más lentamente, acorde al correspondiente

Gráfico 1: Participación de los hogares en los flujos financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

Cuadro 1: Tasa de ahorro de los hogares por países OCDE (en porcentaje sobre renta bruta disponible)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
Francia	14,8	15,4	15,6	16,5	16,1	16,8	16,1	15,8
Portugal	8,0	7,0	7,1	10,9	10,2	9,7	10,5	12,1
ESPAÑA	10,2	10,4	13,5	18,5	13,9	12,0	11,6	13,6
Reino Unido	3,1	2,7	3,1	7,8	7,2	7,4	6,6	5,4
Alemania*	10,8	11,0	11,7	11,1	11,3	11,0	11,0	10,6
EE.UU. *	2,6	2,4	5,4	5,1	5,3	4,7	4,3	4,0

*En el caso de EE.UU. y Alemania, tasa de ahorro neta.

Fuente: OCDE.

ajuste del sector público, que has sido más tardío en comparación con el privado.

Por su parte, la posición de desahorro que presentaban las familias (hogares e ISFLSH), entre 2004 y 2007, cambió de signo y en un par de años, desde que se iniciara este duro proceso de ajuste, el ahorro de los hogares alcanzó un máximo histórico en 2009 (61.799 millones de euros), si bien desde entonces en los años siguientes (2010 y 2011) este saldo positivo se ha visto reducido (gráfico 1).

El proceso de desapalancamiento de los hogares españoles desde que estallara la crisis económica actual ha estado caracterizado por un repunte significativo de su tasa de ahorro. En el cuadro 1 se comprueba que la tasa de ahorro de los hogares en España experimentó un aumento mucho más significativo que el de otros países de nuestro entorno, incluyendo Alemania, Francia o la vecina Portugal, situándose en el 18,5 por ciento de la renta bruta disponible en 2009. Las diferencias entre países están explicadas por diversos motivos, pero en cualquier caso puede intuirse que el ahorro se constituye como una estrategia preferente³ (muy utilizada) por las familias españolas para controlar sus ingresos y gastos y afrontar la crisis actual.

Desde una perspectiva temporal más amplia, la tasa de ahorro de los hogares (ahorro bruto como porcentaje de la renta disponible bruta) había mostrado una tendencia descendente desde mediados de los noventa hasta comienzos de la primera década del siglo XXI (Laborda, 2009). Después de un breve periodo de recuperación entre 2002-2003, acorde con la desaceleración del crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y el aumento del paro, en 2004 recobró su tendencia

³Los estudios realizados por el Observatorio Consumer Trends BBVA ponen de manifiesto que, de 2008 a 2010, la intención declarada de ahorro («prefiero ahorrar el dinero a gastarlo») ha subido trece puntos, pasando del 56 al 69 por ciento.

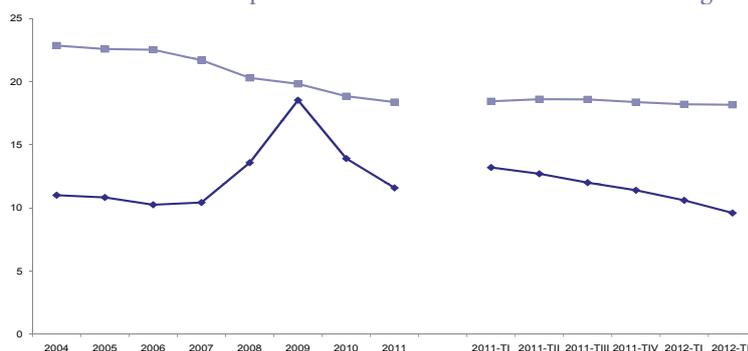
a la baja hasta situarse en el 10,7 por ciento de la renta disponible bruta de los hogares en 2007.

A partir de ese año, como puede verse en el gráfico 2, la tasa de ahorro familiar experimentó un fuerte y rápido ascenso, propio de la etapa de recesión, si bien no se ha podido mantener durante mucho tiempo. El comportamiento de la tasa de ahorro hasta 2007 se explicaría por varios factores. En primer lugar, la caída de los tipos de interés reales asociada a la mayor estabilidad macroeconómica que se fue instalando en la economía española, que desincentivaba el ahorro en cuanto disminuye su remuneración, a la vez que incentivaba el endeudamiento. Un segundo factor sería la larga duración de la fase expansiva tras la recesión de 1992-93 y la bajada del paro asociada a ella, lo cual habría generado una menor necesidad de aumentar el ahorro por motivo precaución. Por último, cabe señalar el «efecto riqueza» producido por el fuerte aumento del valor del patrimonio neto de los hogares (Laborda, 2009).

De acuerdo con la información de la Contabilidad Nacional de España, esta situación llevó a los hogares a aumentar su gasto en consumo e inversión por encima del crecimiento de su renta disponible de forma persistente hasta 2007, provocando un deterioro del saldo de operaciones no financieras, que incurrió en un déficit del 2,4 por ciento del PIB en 2007 (cuadro 2). En lo que se refiere a las operaciones financieras, también se observa desde 2009 una trayectoria similar en las variaciones en el patrimonio neto, resultante de la adquisición neta de activos (inversión) menos los pasivos netos contraídos (es decir, pasivos y otras cuentas pendientes de pago).

De este modo, el ahorro financiero neto (ahorro más otras transferencias a cobrar) alcanzó el 8,9 por ciento del PIB en 2009 (frente al 2,7 por ciento que suponía en 2007). Posteriormente, en 2011, ha descendido hasta el 3,2 por ciento. La dis-

Gráfico 2: Comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares



Fuente: INE.

Cuadro 2: Hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. Operaciones de inversión y financiación^(a) (Porcentaje de PIB)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
I. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS NO FINANCIEROS (b)	4,7	5,0	4,7	4,6	4,8	3,0	2,3	0,9
Formación bruta de capital fijo	9,1	9,6	9,8	9,7	8,5	6,5	6,2	5,7
Consumo de capital fijo (-)	-4,0	-4,1	-4,2	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,4
Var. de existencias y adq. netas objetos valiosos	-	-	-	-	-	0,1	0,1	-
Adquisiciones netas de activos no producidos	-0,1	-0,1	-	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Discrepancia estadística (c)	-0,4	-0,4	-1,0	-0,8	0,8	1,0	0,7	-0,4
II. ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS FINANCIEROS	9,5	10,3	11,0	7,2	2,4	4,6	3,0	1,9
Efectivo y depósitos	5,1	5,5	8,2	5,6	7,0	2,7	2,4	-0,1
Valores distintos de acciones	0,1	0,2	0,7	0,9	-1,1	0,6	0,1	1,5
Acciones y otras participaciones	1,8	2,0	-0,8	-0,5	-3,4	1,0	-0,9	-0,1
Reservas técnicas de seguro	1,9	1,9	1,8	0,9	0,5	0,8	0,5	0,4
Otras cuentas pendientes de cobro	0,7	0,8	1,0	0,3	-0,7	-0,6	0,9	0,3
III. TOTAL ADQUISICIONES NETAS DE ACTIVOS (INVERSIÓN) (I+II)	14,2	15,3	15,7	11,8	7,2	7,6	5,3	2,8
IV. VARIACIONES DEL PATRIMONIO NETO (III-V) (b)	4,1	3,6	3,0	2,7	5,1	8,9	5,4	3,6
Ahorro	3,2	2,9	2,3	2,4	4,6	8,4	4,8	3,2
Transferencias netas de capital a cobrar	0,9	0,8	0,7	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4
V. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS (TOTAL FINANCIACIÓN)	10,1	11,6	12,6	9,1	2,1	-1,3	-0,1	-0,9
Préstamos	10,9	12,3	13,0	9,4	3,5	-0,5	0,1	-2,0
Otras cuentas pendientes de pago	-0,8	-0,7	-0,3	-0,3	-1,4	-0,8	-0,1	1,1
<i>Pro memoria:</i>								
PIB pm (millones de €)	841.294	909.298	985.547	1.053.161	1.087.749	1.047.831	1.051.342	1.073.383
Tasa anual de variación interanual	7,4	8,1	8,4	6,9	3,3	-3,7	0,3	2,1
Renta disponible bruta (RDB)	546.372	588.711	629.812	671.161	715.047	721.579	704.613	707.127
Tasa anual de variación interanual	6,7	7,7	7,0	6,6	6,5	0,9	-2,4	0,4
Relación RDB/PIBpm	64,9	64,7	63,9	63,7	65,7	68,9	67,0	65,9

(a) En el cómputo de los ratios trimestrales se utilizan los flujos acumulados de los últimos cuatro trimestres.

(b) La fuente de estas rúbricas es la Contabilidad Nacional de España del INE.

(c) Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación menos operaciones financieras netas.

Fuente: Banco de España.

Fuente: Banco de España.

minución en la adquisición de activos ha sido determinante en esta reducción del ahorro (del 15,7 por ciento del PIB en 2006, al 2,8 por ciento en 2011), junto con la menor contratación de pasivos netos por parte de las familias, que ha pasado del representar el 12,6 por ciento del PIB en 2006, al -0,9 por ciento del PIB en 2011.

En definitiva, la trayectoria de las magnitudes analizadas y el análisis de otros agregados macroeconómicos permiten aproximar la secuencia

de acontecimientos que afectaron al ahorro. Así, en el primer momento de la crisis financiera, se genera un ascenso de los tipos de interés acompañado por restricciones crediticias. La riqueza de los hogares disminuye notablemente, al depreciarse los activos mobiliarios e inmobiliarios. Y sobre todo, la recesión económica se traduce en una fuerte pérdida de empleo y una intensa subida del paro. Todo ello provoca un brusco cambio en el comportamiento de los hogares, que reducen intensamente su gasto en consumo y formación

bruta de capital (básicamente, inversión en vivienda), con el consiguiente aumento del ahorro y el reequilibrio de su saldo no financiero.

4. Las decisiones de inversión de los hogares

Atendiendo a los balances de las cuentas financieras de los hogares puede comprobarse que la adquisición de activos financieros había mostrado un claro ascenso entre 2001 y 2007, cuando alcanzó un máximo de 1.874.912 millones de euros (cuadro 3). En el año siguiente, 2008, sufre un duro ajuste y desde entonces se ha mantenido en niveles más o menos estables, pero por debajo de las cotas correspondientes a 2006 y 2007. Precisamente este cambio en las posiciones de activo de los hogares en 2008 resulta compatible con el ascenso en la tasa de ahorro de las familias, dado el menor dinamismo de los pasivos, que si bien habían mostrado un fuerte crecimiento entre 2001 y 2007, desde 2008 han observado un comportamiento mucho más prudente. Así, en dicho año, ya registró un aumento muy modesto y en 2009 y 2011 sendos descensos.

De la diferencia entre los stocks (balances) de las cuentas de activos y pasivos financieros de los hogares se obtienen los activos financieros netos, que, como consecuencia de la trayectoria de los dos componentes mencionados, alcanzó un máximo en 2006, con un volumen de 973.851 millones de euros, lo que supone el 98,8 por ciento del PIB. No es casualidad que la posición financiera neta como balance alcanzase un mínimo en 2008, con 706.806 millones de euros (65 por ciento del PIB), coincidiendo con uno de los episodios más intensos de la crisis financiera internacional, y con anterioridad a la grave contracción que sufriría la actividad económica (sector real). Desde la perspectiva temporal del conjunto del periodo anali-

zado, 2001-2011, la posición financiera neta de las familias, como agregado, podría decirse que apenas ha descendido su saldo positivo. Sin embargo, sí lo ha hecho en términos de PIB (72,7 por ciento en 2011 frente al 104,8 por ciento que representaba en 2001). Esto es debido a que si bien los pasivos adquiridos han aumentado (préstamos, básicamente, porque las «otras cuentas pendientes de pago» apenas han mostrado grandes variaciones), el valor de los activos financieros (depósitos, seguros y planes de pensiones, acciones, activos de renta fija, etc.) también ha aumentado.

Esta evolución de los stocks financieros (los flujos se estudiarán más adelante) se ha visto acompañada de una recomposición por instrumentos de activo. En este sentido, con la información recogida en el cuadro 3 se puede comprobar el ascenso notable del «Efectivo y depósitos», que tan solo en 2011 ha sufrido un modesto descenso. Por el contrario, otros instrumentos se han mostrado más sensibles a la situación de desconfianza provocada por la crisis, observándose un trasvase hacia activos menos arriesgados y volátiles, como los depósitos, en detrimento de otros con rentabilidades más sujetas al vaivén de los mercados financieros, como los fondos de inversión, las acciones y, en menor medida, los planes de pensiones. Este movimiento es conocido como «*flight to safety*», o «vuelo hacia la seguridad», y es también visible en otros instrumentos de ahorro (posiciones financieras activas) como los valores de renta variable, que se trasvasan a depósitos. Esta variación se observa con más claridad en el caso de los flujos (cuadro 4 y gráficos 4 y 5).

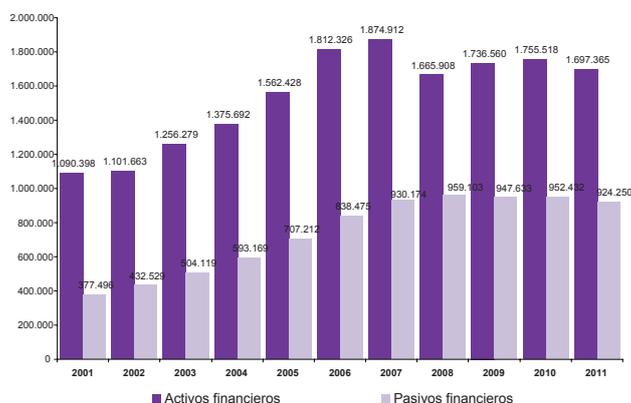
En concreto, el valor de los flujos anuales de las «Acciones y otras participaciones» ya mostraron en 2006 y 2007 descensos significativos (8.788,6 y 4.243 millones de euros, respectivamente), que

Cuadro 3: Cuentas financieras de los hogares por instrumentos. Balance financiero (millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Activos financieros	1.090.398	1.101.663	1.256.279	1.375.692	1.562.428	1.812.326	1.874.912	1.665.908	1.736.560	1.755.518	1.697.365
Efectivo y depósitos	437.404	463.060	489.057	529.876	578.410	656.061	712.508	784.957	814.774	839.915	838.813
Valores distintos de acciones (renta fija)	22.730	26.269	35.099	28.649	30.913	45.055	45.694	33.903	40.734	43.443	57.083
Acciones y otras participaciones	435.845	399.030	499.885	562.023	670.752	798.017	793.527	534.893	560.658	540.972	466.177
Seguros y planes de pensiones	160.867	175.122	191.513	208.945	230.015	250.866	258.162	254.350	268.450	269.533	270.374
Otras cuentas pendientes de cobro	33.552	38.181	40.725	46.201	52.338	62.328	65.020	57.806	51.944	61.655	64.917
Pasivos financieros	377.496	432.529	504.119	593.169	707.212	838.475	930.174	959.103	947.633	952.432	924.250
Préstamos	324.714	377.274	448.101	538.199	648.819	775.041	870.541	907.293	899.955	894.591	867.093
Otras cuentas pendientes de pago	52.782	55.255	56.018	54.971	58.393	63.434	59.633	51.809	47.678	57.841	57.157
Activos financieros netos	712.902	669.134	752.160	782.523	855.216	973.851	944.738	706.806	788.927	803.086	773.115
PIB (millones de €)	680.397	729.258	783.082	841.294	909.298	985.547	1.053.161	1.087.788	1.048.060	1.048.883	1.063.355
En por ciento del PIB											
Adquisición neta de activos financieros	160,3	151,1	160,4	163,5	171,8	183,9	178,0	153,1	165,7	167,4	159,6
Pasivos netos contraídos	55,5	59,3	64,4	70,5	77,8	85,1	88,3	88,2	90,4	90,8	86,9
Posición financiera neta	104,8	91,8	96,1	93,0	94,1	98,8	89,7	65,0	75,3	76,6	72,7

Fuente: Banco de España e INE.

Gráfico 3: Activos y pasivos financieros de los hogares (2001-2011)
Saldos acumulados. (Millones de euros)



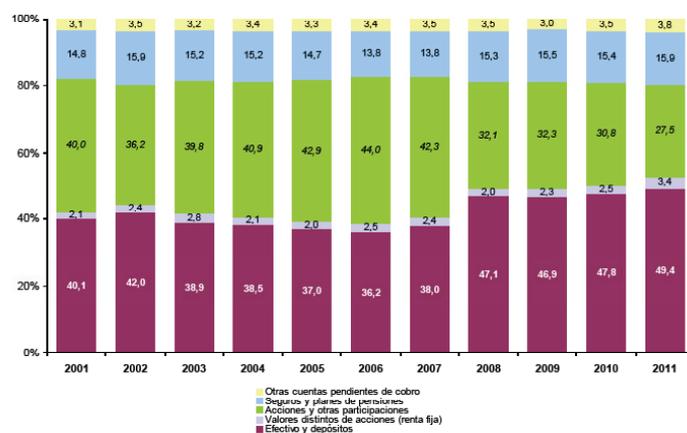
Fuente: Banco de España.

tras las tensiones del verano de 2007 y la agudización en 2008 produjeron una severa caída en las posiciones activas de las familias en este instrumento (-36.476,8 millones de euros en 2008). Con posterioridad, en 2009 mostraría una recuperación, que no se ha visto consolidada en 2010 y 2011, con nuevos descensos. Por su parte, el «efectivo y los depósitos» es el instrumento más importante de los activos financieros de los hogares, llegando a representar en el promedio del periodo analizado (2001-2011) más de dos terceras partes de la adquisición neta de activos por parte de las familias (68,8 por ciento del total). Esta proporción sería del 42,2 por ciento para el caso de las cuentas financieras, como balances o stocks, para el promedio del periodo. No obstante, desde un enfoque dinámico, el peso de los instrumentos más seguros (menos arriesgados) como el efectivo

y los depósitos habría aumentado su significación dentro de la estructura de la cartera de activos financieros de las familias en España, siendo en 2011 del 49,4 por ciento del total, frente al 36,2 por ciento que llegó a representar en 2006. Por el contrario, los valores de renta variable (acciones y otras participaciones) han pasado de tener una importancia relativa del 44 por ciento en dicho año para quedar relegados al 27,5 por ciento del valor total de los activos financieros de los hogares en 2011.

En años como 2006, 2007 y 2010, el peso de estos instrumentos más líquidos y seguros (normalmente con menor rentabilidad) llegó a suponer entre el 75 por ciento y 80 por ciento de la adquisición neta (flujos) de activos financieros por parte de los hogares. Pero, sin duda, llama la atención

Gráfico 4. Estructura de la cartera de activos financieros de los hogares en España
(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 4: Operaciones financieras de los hogares. Flujos anuales (Millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Adquisición neta de activos	76.168,8	59.125,3	68.742,5	78.518,1	91.798,8	105.539,6	73.704,9	23.609,3	50.585,6	31.673,0	19.997,5
Efectivo y depósitos	48.914,8	35.409,6	28.979,0	41.308,9	48.698,3	79.414,7	57.140,7	73.712,8	30.041,9	25.197,6	-1.102,0
Valores distintos de acciones (renta fija)	-7.271,7	4.473,2	276,1	798,3	1.665,8	6.773,1	8.872,1	-12.157,7	7.344,4	1.427,5	15.190,3
Acciones y otras participaciones	6.917,9	3.192,8	22.358,2	15.260,9	17.370,4	-8.788,6	-4.243,0	-36.476,8	10.807,0	-9.699,4	-1.292,1
Seguros y planes de pensiones	19.447,2	17.956,4	14.585,1	15.674,6	17.085,7	18.150,3	9.242,6	5.738,3	8.254,7	5.043,1	3.939,4
Otras cuentas pendientes de cobro	8.160,7	-1.906,8	2.543,9	5.475,4	6.978,6	9.990,2	2.692,5	-7.207,2	-5.862,4	9.704,2	3.261,9
Pasivos netos contraídos	75.887	54.921	67.875	84.210	104.899	123.597	95.485	22.920	-13.258	-1.418	-10.511
Préstamos	52.901	53.318	71.411	90.635	110.885	126.838	98.750	38.152	-4.665	105	-22.390
Otras cuentas pendientes de pago	22.985	1.604	-3.536	-6.425	-5.986	-3.241	-3.264	-15.232	-8.593	-1.523	11.879
Operaciones financieras netas	282	4.204	867	-5.692	-13.100	-18.057	-21.780	690	63.843	33.091	30.508

Fuente: Banco de España.

que, en el año 2008, el importe del efectivo y depósitos superó el triple del valor total de los activos netos adquiridos por los hogares españoles, dado los descensos producidos en la valoración de la cartera de renta variable (-36.476,8 millones de euros), así como en la de renta fija (-12.157,7 millones de euros) y hasta en «otras cuentas pendientes de cobro» (-7.207,2 millones de euros).

Atendiendo a un desglose más detallado de las partidas que componen los activos financieros de los hogares⁴, se comprueba cómo la partida con mayor expansión estuvo liderada inicialmente por los depósitos a plazo, con un ritmo de crecimiento muy intenso en 2007 y 2008, iniciando posteriormente una notable desaceleración, hasta alcanzar variaciones negativas en 2009. Por el contrario, el resto de los depósitos registró un comportamiento negativo en 2007 y 2008, para mostrar una fuerte recuperación en el ejercicio 2009. Estos desarrollos parecen evidenciar que durante dicho período se han producido desplazamientos importantes de recursos entre estos dos tipos de depósitos.

Al mismo tiempo, desde 2007 se registraron reembolsos netos de las participaciones en fondos de inversión. Esta tendencia se intensificó en 2008 (-38.144 millones de euros), para atenuarse en 2009 y volver a observarse en 2010 y en menor medida, en 2011. Esta trayectoria contrasta con la expansión vivida por este tipo de instrumentos de ahorro a finales de los noventa y en la primera mitad de la pasada década. Por su parte, la inversión en seguros y planes de pensiones también ha experimentado un descenso a lo largo de la etapa de crisis, que ha sido, no obstante, más moderado

que el registrado por las participaciones en fondos de inversión.

Además de la situación socioeconómica, medida por indicadores del sector real, y que brevemente se ha expuesto al comienzo de este epígrafe, también los cambios en las condiciones de rentabilidad y riesgo (aspectos más financieros) de los distintos instrumentos han debido influir en las variaciones de la composición de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles. En este sentido, en el gráfico 6 se refleja la evolución temporal de los tipos de interés y rentabilidades de los principales activos e instrumentos: depósitos, deuda pública a distintos plazos, renta fija y otros títulos privados. En particular, destaca la elevada volatilidad del Ibex-35 que se refleja en las fuertes oscilaciones anuales en la rentabilidad acumulada, siendo apreciable en el resto de activos el descenso en los rendimientos hasta 2006, el ascenso registrado en 2008, para nuevamente descender en 2010 y observar, en general, más recientemente un sesgo ascendente.

Otras circunstancias, como las crecientes necesidades de financiación de las instituciones financieras, derivadas de las dificultades en la obtención de fondos en los mercados mayoristas a raíz del desencadenamiento de la crisis financiera y su repercusión sobre las estrategias de comercialización de las entidades de crédito han podido influir en la captación de depósitos en general y, en particular, de los realizados a plazo, dada su mayor estabilidad. También para el ahorrador estos productos contaban con el atractivo de ofrecer un aseguramiento explícito de la devolución del principal de la inversión, cuyos límites se ampliaron sustancialmente a finales de 2008⁵, a través de los respectivos fondos de garantía.

⁴ Aunque por abreviar se hable de las cuentas de activo de los hogares, en realidad los datos del cuadro 5, con más detalle, incluyen a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH). Aunque la relevancia en las cuentas financieras estos agentes es bastante reducida, tal y como se puede deducir de la diferencia entre este cuadro y los importes del anterior (cuadro 4).

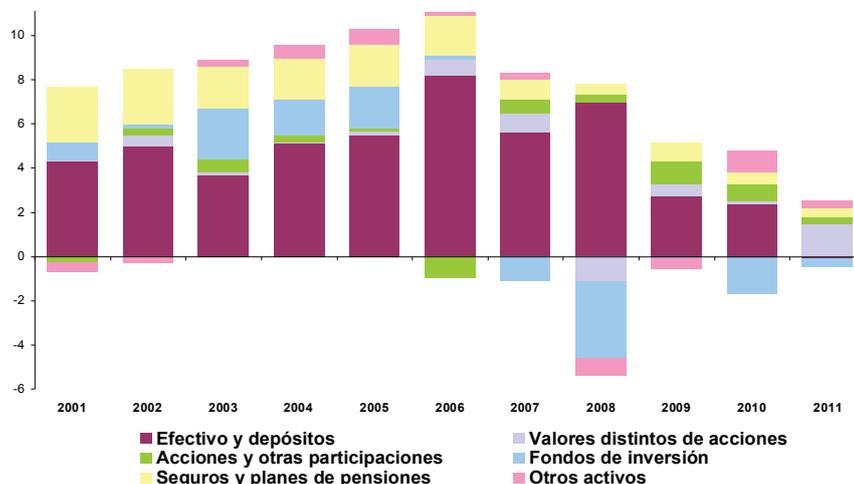
⁵ El Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, sobre sistemas de indemnización de los inversores, aumentó de 20.000 a 100.000 euros el umbral mínimo de cobertura.

Cuadro 5: Cuentas más detalladas de los activos financieros de los hogares e ISFLSH (Millones de euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total activos financieros	48.055	60.267	69.411	79.889	93.972	108.197	76.062	25.574	47.963	31.691	20.400
Efectivo y depósitos	29.230	36.290	29.098	42.497	50.152	81.163	59.328	76.134	28.328	25.136	-1.100
Efectivo	-12.178	13.787	9.844	11.519	9.890	6.001	1.919	2.686	3.135	-1.641	-1.100
Depósitos transferibles	7.112	4.517	5.753	8.869	24.801	23.255	-13.357	-7.466	41.069	-1.699	-1.100
Otros depósitos	34.296	17.987	13.501	22.109	15.461	51.907	70.765	80.914	-15.876	28.476	-1.100
Valores distintos de acciones	497	3.824	898	899	1.865	6.788	9.654	-12.436	6.661	1.208	15.100
Valores a corto plazo	-66	-438	521	-613	184	1.574	3.635	-1.049	-4.264	-76	10.100
Valores a largo plazo	563	4.262	377	1.513	1.681	5.214	6.018	-11.387	10.925	1.284	5.000
Acciones y otras participaciones	-1.795	2.326	4.425	2.182	680	-10.206	5.849	3.239	10.838	8.015	2.100
Fondos de inversión	5.319	1.788	17.890	13.391	17.510	2.344	-11.695	-38.144	-934	-18.111	-3.100
Seguros y planes de pensiones	17.333	17.956	14.585	15.675	17.086	18.150	9.243	5.738	8.255	5.043	3.100
Otros activos	-2.529	-1.917	2.516	5.246	6.679	9.957	3.684	-8.957	-5.186	10.400	2.100

Fuente: Banco de España.

Gráfico 5: Activos financieros de los hogares por instrumentos. Operaciones financieras de hogares*. Flujos acumulados en el año. (Porcentaje del PIB)



* Se incluyen las ISFLSH.

Fuente: Banco de España e INE.

Por otra parte, la reforma de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF)⁶, que entró en vigor en 2007, mejoró sustancialmente la neutralidad del tratamiento de los distintos instrumentos financieros, eliminando ciertas ventajas fiscales relativas que presentaban algunos productos, como las participaciones en fondos de inversión sobre los depósitos bancarios o los valores de renta fija⁷. De este modo, dicha reforma pudo contribuir adicionalmente al desplazamiento de fondos desde instrumentos de inversión colectiva hacia depósitos bancarios.

⁶ Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de No Residentes y sobre el Patrimonio (BOE de 29 de noviembre).

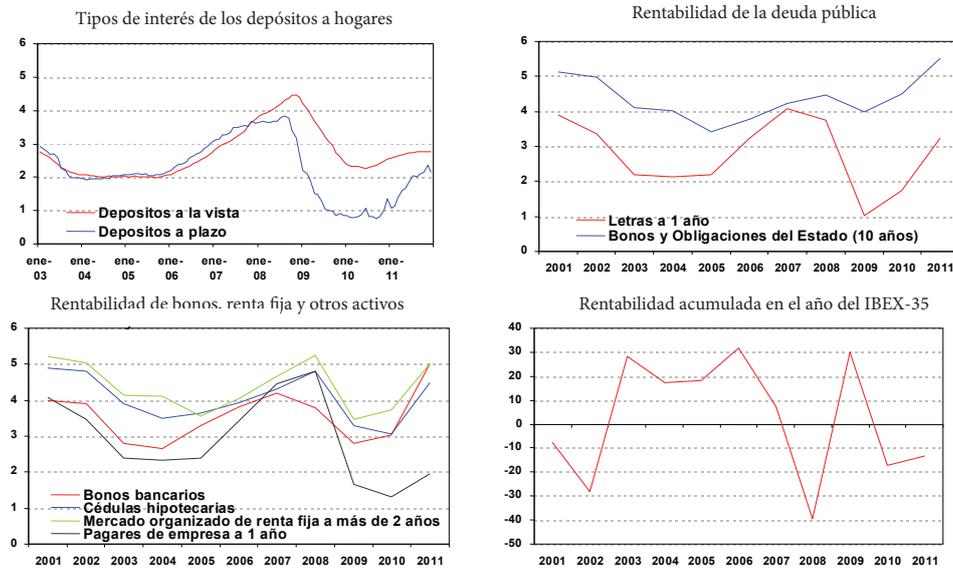
⁷ Un estudio pormenorizado de los efectos de dicha reforma del IRPF sobre los distintos instrumentos financieros se recoge en García-Vaquero y Maza (2007).

Por último, los trasvases desde depósitos a la vista a los de plazo durante el inicio de la crisis financiera internacional hasta finales de 2008 pudieron estar motivados por el aumento del diferencial de tipos de interés entre ambos tipos de instrumentos (ya que hasta 2007 los rendimientos de ambos tipos de depósitos eran muy similares). Por el contrario, el estrechamiento de las rentabilidades de los dos productos más recientemente ayudaría a explicar la reversión de este proceso, que se ha podido observar en 2011 (cuadro 6).

5. Los activos reales y financieros según la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)

Para finalizar con este breve análisis sobre la composición del ahorro y de la riqueza neta de los hogares en España, se ha considerado oportuno mencionar algunos de los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), elaborada por

Grafico 6: Trayectoria de la rentabilidad de algunos activos financieros (Porcentaje sobre anual)



Fuente: Banco de España.

el Banco de España. En concreto, esta encuesta permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar, así como la composición de los activos reales y financieros, lo que es de interés para este artículo, pese a que la última oleada de esta encuesta corresponda al año 2008.

Lo primero que cabe destacar de las estimaciones de dicha encuesta es que la riqueza neta mediana de las familias es de 178.300 euros y la media de 285.800 euros. Respecto a 2005, la riqueza neta de los hogares ha aumentado en media (3,6 por ciento), mientras que la mediana de la distribución se ha reducido un 6,1 por ciento. Asimismo, un 98,3 por ciento de las familias posee algún tipo de activo, real o financiero (cuadro 6). Los activos reales constituyen el 89,1 por ciento del valor de los activos totales de los hogares (ver cuadro 6, parte de arriba de la última columna), siendo la vivienda el activo más importante de las familias, ya que representa el 61,4 por ciento del valor de los activos reales para el conjunto de hogares y un 54,8 por ciento del valor de los activos totales.

Para el conjunto de hogares⁸, las cuentas bancarias constituyen casi el 49 por ciento (suma de 22,9 por ciento de las cuentas para realizar pagos y otras cuentas, 25,9 por ciento) del valor de los ac-

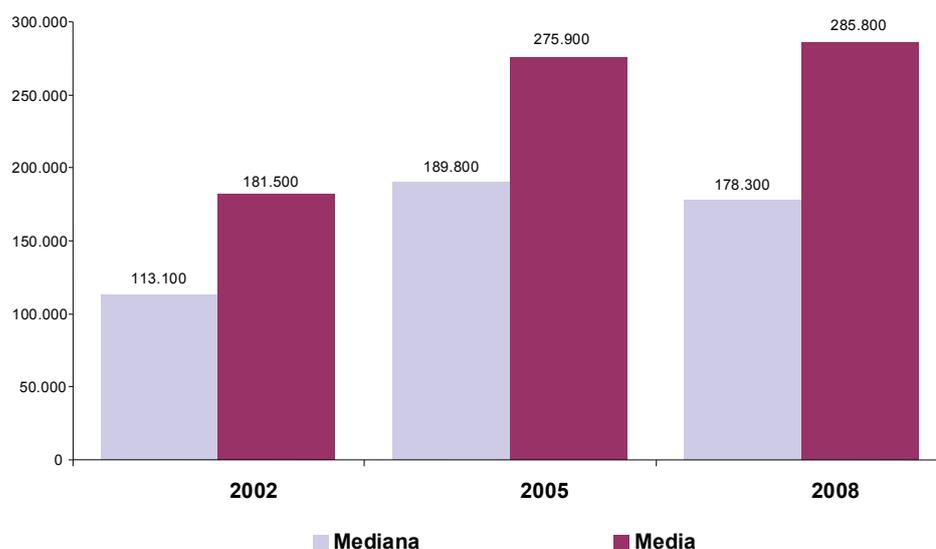
⁸ Por niveles de renta y riqueza, la composición de la cartera tiende a ser similar, excepto en los hogares pertenecientes al decil más alto de estas distribuciones, que tienen un mayor porcentaje de sus activos en acciones no cotizadas.

tivos financieros. Le siguen, por orden de importancia, los planes de pensiones (18,2 por ciento), las acciones cotizadas (9,3 por ciento), las acciones no cotizadas y participaciones (8 por ciento), los fondos de inversión (7,1 por ciento) y los valores de renta fija (1,8 por ciento). En la categoría de «otros activos financieros» se incluyen los créditos pendientes a favor de los hogares y las carteras gestionadas, que representan el 6,1 por ciento y el 0,6 por ciento, respectivamente, del valor total de los activos financieros de los hogares.

Respecto a 2005, los únicos activos financieros que han ganado peso relativo en la cartera de activos financieros del conjunto de los hogares son las cuentas bancarias (en particular, las no utilizables para realizar pagos) y los créditos pendientes a favor de los hogares⁹. Por último, con la información recabada por la Encuesta, durante el primer trimestre de 2009, el 93,6 por ciento de los hogares tenía en 2008 algún tipo de activo financiero (cuadro 7), aunque esta cifra se reduce considerablemente cuando se excluyen las cuentas bancarias. El valor mediano de estos activos financieros, según los cálculos del Banco de España, es de 7.100 euros. En comparación con 2005, el porcentaje de hogares con algún activo financiero ha disminuido.

⁹ Estos cambios en los pesos relativos de los activos financieros se observan para la casi totalidad de los tipos de hogares, y de forma más acusada para los hogares en los deciles superiores de las distribuciones de renta y riqueza. Además, para estos grupos de hogares disminuye de forma más apreciable el peso de sus activos financieros respecto al total del valor de los activos que poseen.

Gráfico 7. Riqueza neta de los hogares estimada por la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) en 2002, 2005 y 2008 (Euros)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 6. Significación de los activos reales de los hogares por tipo de activo. (Porcentaje)

<i>DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS REALES DE LOS HOGARES, por tipo de activo</i>						
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Total	Pro memoria: activos reales como porcentaje de activos totales
2005	66,2	23,8	9,4	0,6	100	89,0
2008	61,4	27,8	10,3	0,5	100	89,1
<i>TENENCIA DE ACTIVOS REALES POR PARTE DE LOS HOGARES, Por tipo de activo</i>						
	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia	Joyas, obras de arte, antigüedades	Alguna clase activo real	Algún tipo de ACTIVO
2005	81,3	34,5	11,1	19,3	87,4	99,0
2008	82,7	36,1	12,0	17,2	88,2	98,3

Fuente: Banco de España.

El 90,5 por ciento de las familias dispone de algún tipo de cuenta bancaria para realizar pagos. El saldo mediano en este tipo de cuentas es de 3.000 euros. Mientras, la proporción de hogares con cuentas bancarias no utilizables para realizar pagos, incluidas las cuentas vivienda, es del 24,1 por ciento. El saldo mediano en este caso es de 15.000 euros. Y entre 2005 y 2008 ha disminuido 2 puntos porcentuales (p.p.) el porcentaje de hogares que tiene cuentas para realizar pagos, pero ha aumentado la fracción de hogares con cuentas no utilizables para realizar pagos: del 18,5 por ciento en 2005, al 24,1 por ciento de 2008.

El porcentaje de hogares que posee de manera directa acciones cotizadas en bolsa es del 10,4 por ciento, con un valor mediano invertido de 6.000 euros. El perfil de hogares que tienen fondos de inversión (un 5,6 por ciento en el total de hogares) es similar al de los hogares que invierten en acciones cotizadas, pero los porcentajes de familias que poseen dichos fondos son menores para todos los tipos de hogar. Pero la inversión mediana en estos fondos (14.100 euros) es más elevada que en el caso de las acciones cotizadas para casi todos los grupos de hogares. Desde 2005 ha disminuido la proporción de hogares que invierten en ambos tipos de activos, aunque la disminución ha sido

Cuadro 7: Significación de los activos financieros por parte de los hogares, por tipo de activo financiero. En porcentaje sobre el total

DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Por tipo de activo										
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Total	Pro memoria: activos financieros, como por ciento de activos totales
2005	26,6	14,7	11,1	13,2	1,7	20,0	9,2	3,5	100,0	11,0
2008	22,9	25,9	9,3	7,1	1,8	18,2	8,0	6,7	100,0	10,9

TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS HOGARES, por tipo de activo										
	Cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos	Cuentas no utilizables para realizar pagos y cuentas vivienda	Acciones cotizadas en bolsa	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones no cotizadas y participaciones	Otros activos financieros	Algún tipo de activo financiero	
2005	92,5	18,5	11,4	8,7	1,5	29,3	2,2	4,3		96,6
2008	90,5	24,1	10,4	5,6	1,4	25,7	1,3	6,8		93,6

Fuente: Encuesta Financiera de las Familias (EFF), Banco de España.

mayor para los fondos de inversión. Asimismo, para el conjunto de los hogares, la inversión mediana ha disminuido de forma clara tanto para los fondos de inversión (-26,9 por ciento) como para las acciones cotizadas (-13 por ciento).

El 1,3 por ciento de los hogares posee acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades, con un valor mediano invertido de 12.000 euros. La proporción de hogares que invierte en acciones no cotizadas en bolsa u otra forma de participación en sociedades se sitúa ligeramente por debajo de su nivel en 2005. Mientras, un 1,4 por ciento de los hogares invierte en valores de renta fija, con una tenencia mediana en valores de renta fija de 19.100 euros. Respecto a 2005, los hogares son algo menos proclives a poseer de forma directa valores de renta fija, aunque la inversión mediana en este activo ha disminuido de forma mucho más importante para el conjunto de hogares (-25,8 por ciento). Por último, el 25,7 por ciento de los hogares posee algún plan de pensiones (o seguro de vida de inversión o mixto), una proporción inferior a la estimada en 2005 (entonces era del 29,3 por ciento). El valor mediano de los planes de pensiones sería de 7.800 euros para el conjunto de los hogares que posee algún plan.

6. Conclusiones

El artículo ha querido reflejar cómo la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas ha experimentado cambios a lo largo de la última década, destacando una recomposición más significativa a partir de 2007, coincidiendo con la crisis financiera internacional. Esta modificación se ha traducido en cambios en las operaciones financieras de activo y de pasivo. La atención se ha centrado en el caso de las primeras (de activo), por ser indicativas de las adquisiciones y posiciones de ahorro neto de las fami-

lias. Entre las conclusiones del artículo destaca el aumento que se ha observado en el peso relativo de los depósitos bancarios, en detrimento de los productos cuya rentabilidad está más vinculada a la evolución de los mercados, como los fondos de inversión y, especialmente, las acciones cotizadas.

Referencias bibliográficas

CARBÓ, S.; MANSILLA, J. M. y MAQUI, E. (2009): «El ahorro financiero de los hogares españoles: Perspectivas tras el segundo año de crisis». Cuadernos de Información Económica, n.º 212, Septiembre-Octubre.

DE LA ASUNCIÓN, S. (2010): «La dimensión psicológica del ahorro: una aproximación a partir del Observatorio Consumer Trends BBVA». España, Situación Consumo. Primer semestre.

DOMÍNGUEZ, J. M. y LÓPEZ, R. (2007): «Ahorro, inversión y necesidad de financiación», Papeles de Economía Española, n.º 111, 2007.

DORNBUSCH, D. y FISCHER, S. (1994). Macroeconomía, Sexta Edición. McGraw-Hill/Interamericana de España. Madrid.

GARCÍA-VAQUERO, V. y HERNÁNDEZ DE COS (2003): «La nueva reforma del IRPF: principales modificaciones y análisis de sus efectos», Boletín Económico del Banco de España, mayo.

GARCÍA-VAQUERO, V. y MAZA, L. Á. (2007): «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», Boletín Económico del Banco de España, enero.

GARCÍA-VAQUERO, V. y NIETO, F. (2010): «Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la

crisis financiera internacional». Boletín Económico del Banco de España, enero.

LABORDA, Á. (2009): «El ahorro, variable clave en los procesos de ajuste de la economía española» Cuadernos de Información Económica, n.º 212, Septiembre-Octubre.

MAZA, L. Á. y SANCHÍS, A. (2003): «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», Boletín Eco-

nómico del Banco de España, diciembre.

MARCHANTE, A. (1997): «El ahorro nacional: componentes institucionales» en J. L. García Delgado (dir.), Lecciones de Economía Española. Tercera edición. Civitas. Madrid.

RAYMOND, J. L. (1990): El ahorro en la economía española, Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, n.º 65.