

EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA CARTERA FINANCIERA DE LOS HOGARES  
EN ESPAÑA EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

## Evolución de la composición de la cartera financiera de los hogares en España en el contexto de la crisis financiera internacional

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Fernando Nieto, de la Dirección General del Servicio de Estudios

### Introducción

A lo largo de la última década, diversos aspectos han influido en la evolución de las decisiones de inversión financiera de los hogares españoles. Entre ellos, cabe destacar 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<sup>1</sup>. En conjunto, estos desarrollos han favorecido la ampliación del abanico de posibilidades de inversión de los agentes, han propiciado una mayor integración y competencia en los mercados y han modificado las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos.

Más recientemente, la crisis financiera internacional iniciada en el verano de 2007 supuso un cambio destacado en la valoración del riesgo por parte de los agentes y perturbó profundamente el funcionamiento de los mercados financieros, lo que afectó a la política de comercialización de las entidades de crédito, al atractivo relativo para los inversores de los distintos instrumentos y a sus precios. Como resultado de estos factores se ha apreciado una recomposición significativa de la cartera de las familias.

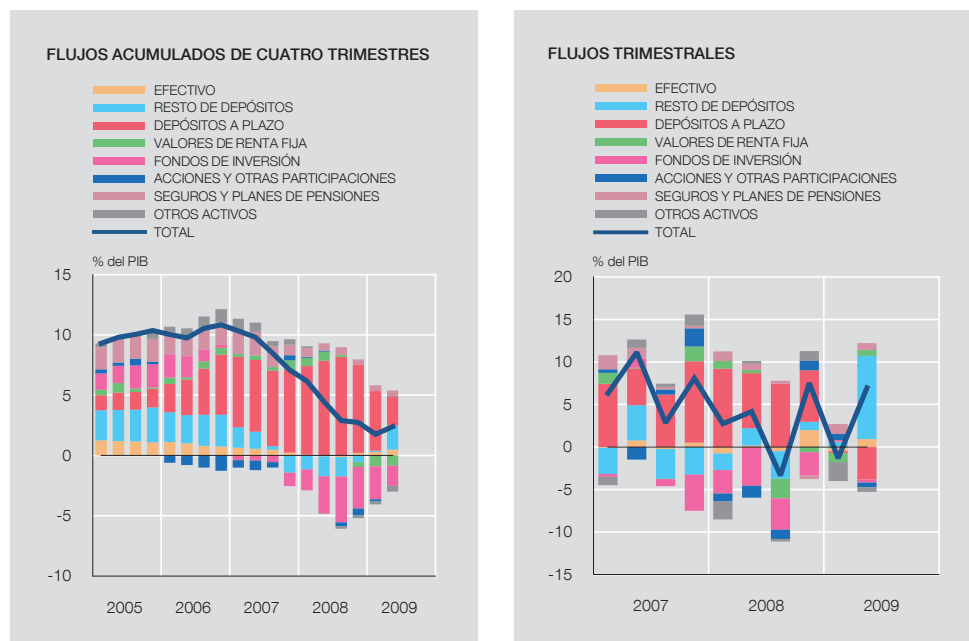
El objeto del artículo es analizar el impacto de la crisis financiera sobre la estructura de la cartera de activos financieros de los hogares españoles. Para ello se describe en detalle la evolución reciente de los flujos y de los saldos de los distintos instrumentos y se compara con los desarrollos correspondientes en el conjunto de la UEM<sup>2</sup>.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en tres epígrafes. En el siguiente se describe la evolución reciente de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles, se analizan las causas que la explican y se comparan con los registrados en la UEM. En el tercero se revisan los cambios en los saldos de los instrumentos financieros en poder de las familias tanto en España como en el área del euro y, además, en el caso de nuestro país, se evalúan las variaciones en el perfil de riesgo de la cartera, una vez que se tienen en cuenta las inversiones finales de los seguros y de los fondos de pensiones y de inversión. Finalmente, en el último epígrafe se resumen las principales conclusiones.

### Las decisiones de inversión de los hogares

Como se puede apreciar en el panel izquierdo del gráfico 1, la adquisición de activos<sup>3</sup> financieros por parte de los hogares ha mostrado, desde mediados de 2007, una acusada tendencia descendente, hasta situarse en torno al 2% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, en la primera mitad de 2009, tras haberse mantenido en torno al 10% en el bienio 2005-2006. Este desarrollo fue compatible con el ascenso de la tasa de ahorro de las familias, ya que, a pesar de este incremento, el menor dinamismo de los pasivos hizo que se redujeran los recursos disponibles para la inversión en activos financieros y reales<sup>4</sup>.

1. Para un análisis más detallado, véanse Maza y Sanchis (2003) y García-Vaquero y Hernández de Cos (2003). 2. El análisis se extiende hasta el segundo trimestre de 2009 por ser este el último período para el que se disponía de la información de las cuentas financieras de la UEM en la fecha de cierre de este artículo. En todo caso, los datos para España del tercer trimestre de 2009 no alteran las principales conclusiones del trabajo. 3. Neta de ventas. 4. Nótese que, desde el punto de vista contable, los recursos del sector (ahorro bruto más el incremento de los pasivos) deben ser iguales a la suma de la inversión financiera y de la real.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Esta evolución de los flujos financieros ha venido acompañada de cambios importantes en la composición por instrumentos (véanse cuadro 1 y gráfico 1). En particular, se ha observado una mayor preferencia relativa por la inversión en activos cuya remuneración está menos ligada a la evolución de los mercados financieros (como los depósitos), en detrimento de aquellos cuya rentabilidad está más influida por estos (como los fondos de inversión y de pensiones).

Así, tras el inicio de las tensiones en el verano de 2007 se apreció un aumento del peso relativo de los depósitos bancarios. El desglose de esta partida muestra que la expansión estuvo liderada inicialmente por los depósitos a plazo, cuya tasa de crecimiento llegó a situarse en torno al 30% en el período 2007-2008, iniciando posteriormente una notable desaceleración, hasta alcanzar variaciones negativas a lo largo de 2009. Por el contrario, el resto de los depósitos registró un ritmo de avance negativo desde finales de 2007 hasta los primeros meses del ejercicio 2009, observándose una notable recuperación de la inversión en estos productos en el segundo trimestre de 2009. Estos desarrollos sugieren que durante dicho período se han producido desplazamientos importantes de recursos entre los dos tipos de activos.

Simultáneamente, desde mediados de 2007 se registraron reembolsos netos de las participaciones en fondos de inversión, tendencia que, como se aprecia en el gráfico 1, se intensificó a lo largo de 2008, pero que se atenuó en el primer semestre de 2009.

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. De hecho, los flujos acumulados de cuatro trimestres han continuado siendo ligeramente positivos.

En cambio, la inversión en acciones y valores de renta fija y la evolución de las tenencias de efectivo no han mostrado una tendencia muy definida desde el inicio de las tensiones financieras, apreciándose en ambos casos una alternancia de flujos trimestrales positivos y negativos a lo largo del período analizado.

mm de euros						
	2004	2005	2006	2007	2008	JUN 2009 (a)
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS	79,8	94,1	106,8	74,6	29,9	25,7
Efectivo	11,5	9,9	7,3	2,6	2,4	5,1
Depósitos	31,0	40,3	75,2	57,4	73,4	47,3
— Depósitos a plazo	11,1	14,0	49,2	72,5	79,4	26,0
— Resto de depósitos	19,9	26,3	26,0	-15,1	-5,9	21,3
Valores de renta fija	0,6	1,1	5,4	8,1	-4,4	-9,0
Fondos de inversión	13,4	17,5	2,3	-11,7	-37,5	-18,1
Acciones y otras participaciones	2,5	1,9	-12,7	4,4	-6,4	0,4
Seguros y planes de pensiones	15,7	17,1	18,2	9,2	4,9	5,1
Otros activos	5,2	6,4	11,1	4,5	-2,4	-5,0
% del PIB						
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS	9,5	10,4	10,8	7,1	2,7	2,4
Efectivo	1,4	1,1	0,7	0,2	0,2	0,5
Depósitos	3,7	4,4	7,6	5,5	6,7	4,4
— Depósitos a plazo	1,3	1,5	5,0	6,9	7,3	2,4
— Resto de depósitos	2,4	2,9	2,6	-1,4	-0,5	2,0
Valores de renta fija	0,1	0,1	0,6	0,8	-0,4	-0,8
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,1	-3,4	-1,7
Acciones y otras participaciones	0,3	0,2	-1,3	0,4	-0,6	0,0
Seguros y planes de pensiones	1,9	1,9	1,8	0,9	0,4	0,5
Otros activos	0,6	0,7	1,1	0,4	-0,2	-0,5

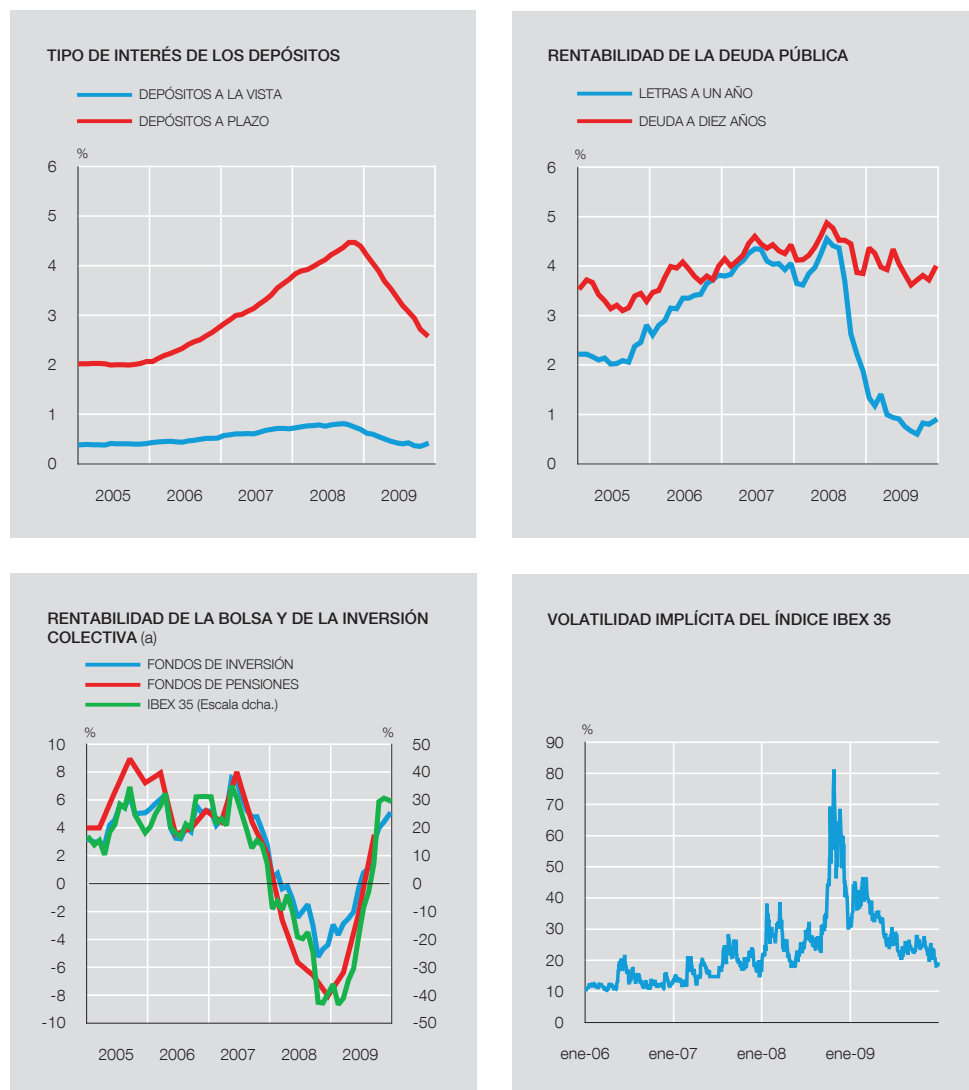
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Datos acumulados de los últimos cuatro trimestres.

Diversos factores contribuyen a explicar estos cambios en la composición de los flujos de inversión financiera de los hogares españoles. Por una parte, destacan los relacionados con las variaciones en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los distintos instrumentos propiciadas por la crisis financiera internacional. Así, como se observa en el gráfico 2, este suceso provocó una intensa caída de las cotizaciones de los activos negociados en los mercados financieros, así como de los instrumentos vinculados a estos, como los fondos de inversión y de pensiones, y un aumento de su volatilidad. Ello elevó el riesgo asociado a la inversión en estos productos, lo que mermó su atractivo frente a otros productos que, como los depósitos bancarios, tienen una rentabilidad fija.

La mayor preferencia por los depósitos bancarios se vio también estimulada por 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. En estas circunstancias, las estrategias de comercialización de las entidades de crédito primaron la captación de depósitos en general y, en particular, de los realizados a plazo, que presentan mayor estabilidad. Desde el punto de vista del cliente bancario, cabe destacar que estos productos, además de ofrecer un rendimiento fijo, en un contexto de elevada incertidumbre y de depreciaciones generalizadas de otros activos, contaban con el atractivo de ofrecer un aseguramiento explícito (con determinados límites, que se ampliaron sustancialmente a finales de 2008<sup>5</sup>), de la devolución del principal de la inversión, a través de los respectivos fondos de garantía.

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.



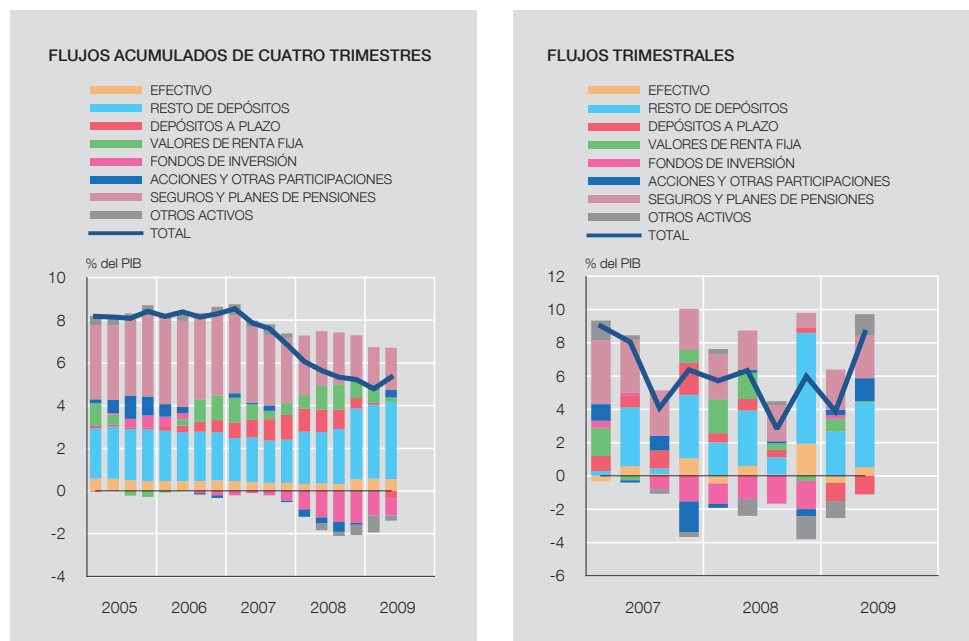
FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a. Rentabilidad acumulada en doce meses.

Por otra parte, la reforma de la Ley del impuesto sobre la renta de las personas físicas<sup>6</sup> (IRPF), 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 fija<sup>7</sup>. De este modo, dicha reforma pudo contribuir adicionalmente al desplazamiento de fondos desde instrumentos de inversión colectiva hacia depósitos bancarios.

Los trasvases desde depósitos a la vista a los de plazo durante los trimestres posteriores al inicio de la crisis financiera internacional hasta finales de 2008 pudieron estar influidos por el aumento del diferencial de tipos de interés entre ambos tipos de instrumentos (véase gráfi-

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).



FUENTE: Banco Central Europeo.

co 2). Por el contrario, el acercamiento de las rentabilidades de los dos productos en el período más reciente ayudaría a explicar la reversión de este proceso, que se ha observado durante los últimos meses.

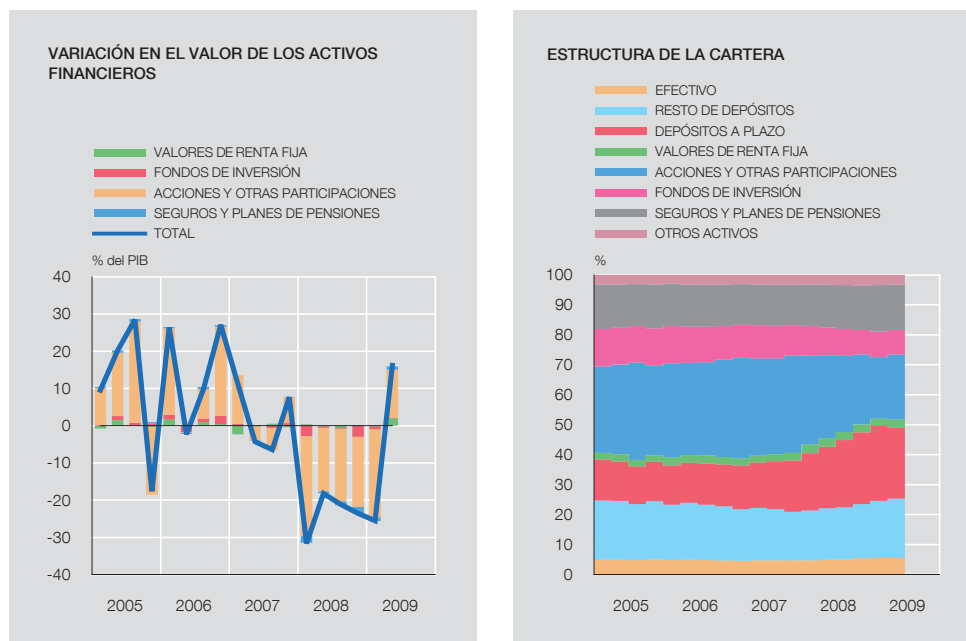
En el ámbito de la UEM, y de forma similar a lo ocurrido en España, se ha observado un descenso de la inversión en activos financieros de los hogares (véase gráfico 3), si bien este ha sido menos acusado que en España, pasando de niveles en torno al 8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el período anterior a la crisis financiera, al 5% registrado en la primera mitad de 2009.

Al igual que en nuestro país, la crisis financiera impulsó cambios notables en la composición de estos flujos de inversión financiera en la UEM, observándose un aumento del peso relativo de los depósitos bancarios, en detrimento de otros instrumentos cuya rentabilidad está más vinculada a la evolución de los mercados (véase gráfico 3). No obstante, a diferencia de lo ocurrido en España, este incremento se ha materializado fundamentalmente en cuentas a la vista y de ahorro, mientras que ha retrocedido la proporción que representan los depósitos a plazo.

Por su parte, las tenencias de los seguros y planes de pensiones, que tradicionalmente tienen un elevado peso en el ahorro de las familias del área del euro, experimentaron un descenso gradual tras el desencadenamiento de las tensiones financieras, si bien parece vislumbrarse en el primer semestre de 2009 una cierta atenuación de esta tendencia. Asimismo, los hogares de la UEM, como ocurre en el caso de los españoles, realizaron reembolsos netos de sus participaciones de fondos de inversión desde mediados de 2007, reduciéndose también la cuantía de los rescates en la primera mitad de 2009. Finalmente, se produjeron adquisiciones netas de valores de renta fija e incrementos de las tenencias de efectivo.

### ***Evolución de los saldos de las carteras de los hogares***

La evolución de los saldos de las carteras de las familias españolas viene determinada, además de por los flujos de inversión financiera descritos en la sección anterior, por los cambios en las valoraciones de los instrumentos. En este sentido, el panel izquierdo del gráfico 4



FUENTE: Banco de España.

muestra que durante el período analizado en este artículo se han producido también variaciones importantes por esta segunda vía. Concretamente, se observan minusvalías elevadas en las acciones cotizadas y también —aunque en menor medida— en los planes de pensiones, en los fondos de inversión y en los valores de renta fija.

Como consecuencia de la evolución de los flujos y de los cambios en las valoraciones, la composición de la cartera financiera de los hogares españoles ha experimentado una sensible variación en el último trienio, que contrasta con la relativa estabilidad de los años precedentes (véanse cuadro 2 y panel derecho del gráfico 4). Así, se ha apreciado un sensible aumento de la participación de los depósitos en el ahorro total de las familias, pasando del 33% registrado a mediados de 2007 al 43% en junio de 2009, como resultado de los flujos positivos en estos activos y del retroceso de las valoraciones del resto de instrumentos. La mayor parte de este incremento —8 de los 10 puntos porcentuales (pp)— viene explicada por el crecimiento de los depósitos a plazo, mientras que el resto de depósitos, que incluye las cuentas a la vista y las adquisiciones temporales de valores, ha presentado un avance más moderado. Cabe reseñar, no obstante, que en el primer semestre de 2009 se han apreciado una ligera caída del peso de los depósitos a plazo y un avance de casi 2 pp en el correspondiente al resto de imposiciones.

Por su parte, el peso de las participaciones en fondos de inversión en la cartera financiera de las familias ha descendido del 11% a mediados de 2007 al 8% en junio de 2009. Este desarrollo ha sido resultado tanto de los importantes reembolsos netos como de la notable caída de las valoraciones.

Los precios de las acciones cotizadas también han registrado un descenso acusado en el período de estudio, y en especial durante 2008, cuando el IBEX 35 retrocedió casi un 40%, descenso similar al experimentado por las principales plazas internacionales. Como resultado de ello y de la escasa magnitud de los flujos netos de estos instrumentos, el porcentaje que las acciones representan en la cartera financiera de los hogares cayó 10 pp, pasando del 32% observado en junio de 2007 al 22% en junio de 2009.

mm de euros						
	2004	2005	2006	2007	2008	JUN 2009
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS	1.386	1.571	1.828	1.922	1.695	1.684
Efectivo	69	79	86	89	91	93
Depósitos	471	511	585	641	714	731
— <i>Depósitos a plazo</i>	192	206	256	328	407	397
— <i>Resto de depósitos</i>	279	305	329	313	306	335
Valores de renta fija	31	33	46	49	44	47
Fondos de inversión	173	196	206	196	140	138
Acciones y otras participaciones	388	470	593	625	395	367
Seguros y planes de pensiones	209	230	251	258	250	255
Otros activos	45	50	61	64	61	54
PRO MEMORIA:						
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS EN % DEL PIB	164,9	172,8	185,7	182,6	155,7	157,0
ESTRUCTURA (% TOTAL ACTIVO):						
Efectivo	5,0	5,0	4,7	4,6	5,4	5,5
Depósitos	34,0	32,6	32,0	33,4	42,1	43,4
— <i>Depósitos a plazo</i>	13,9	13,1	14,0	17,1	24,0	23,6
— <i>Resto de depósitos</i>	20,1	19,4	18,0	16,3	18,1	19,9
Valores de renta fija	2,3	2,1	2,5	2,6	2,6	2,8
Fondos de inversión	12,5	12,5	11,3	10,2	8,3	8,2
Acciones y otras participaciones	28,0	30,0	32,4	32,5	23,3	21,8
Seguros y planes de pensiones	15,1	14,6	13,7	13,4	14,7	15,1
Otros activos	3,2	3,2	3,3	3,3	3,6	3,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

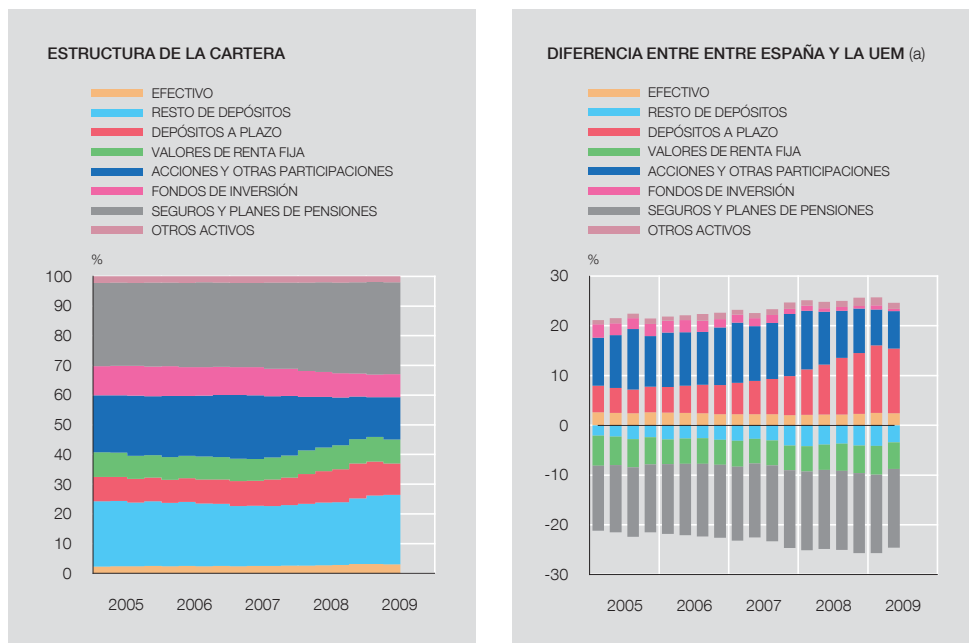
Finalmente, la importancia relativa de los seguros y planes de pensiones ha aumentado a lo largo del período analizado, ya que, mientras que el valor del conjunto de la cartera de las familias se ha reducido, el saldo asociado a estos productos se ha mantenido relativamente estable, como consecuencia de unas aportaciones netas positivas que han sido compensadas por la caída en sus valoraciones.

El panel izquierdo del gráfico 5 muestra los cambios en la estructura de la cartera de activos financieros de las familias de la UEM. En general, se aprecian las mismas tendencias que las observadas en el caso español, aunque revisten una menor intensidad. Concretamente, se ha producido un aumento de la importancia relativa de los depósitos, en detrimento de la correspondiente a las acciones y a los fondos de inversión.

Por otro lado, la comparación de la estructura de la cartera en ambas áreas geográficas revela algunas diferencias significativas (véase panel derecho del gráfico 5). Así, destaca el mayor peso relativo en la UEM de las tenencias de seguros y de planes de pensiones y, en menor medida, de los valores de renta fija y del resto de depósitos. Por el contrario, los depósitos a plazo, las acciones y, en menor medida, el efectivo y los fondos de inversión tienen una mayor participación en el saldo total de los activos financieros de los hogares en España que en el conjunto del área. En general, estas discrepancias se han ampliado algo desde el inicio de la crisis financiera internacional, excepto en el caso de los depósitos a la vista, en el que se ha reducido ligeramente la diferencia de pesos relativos entre las dos economías.

En el caso español, la disponibilidad de información permite analizar con más precisión los cambios en el perfil de riesgo de los hogares. Para ello, resulta necesario hacer transparentes

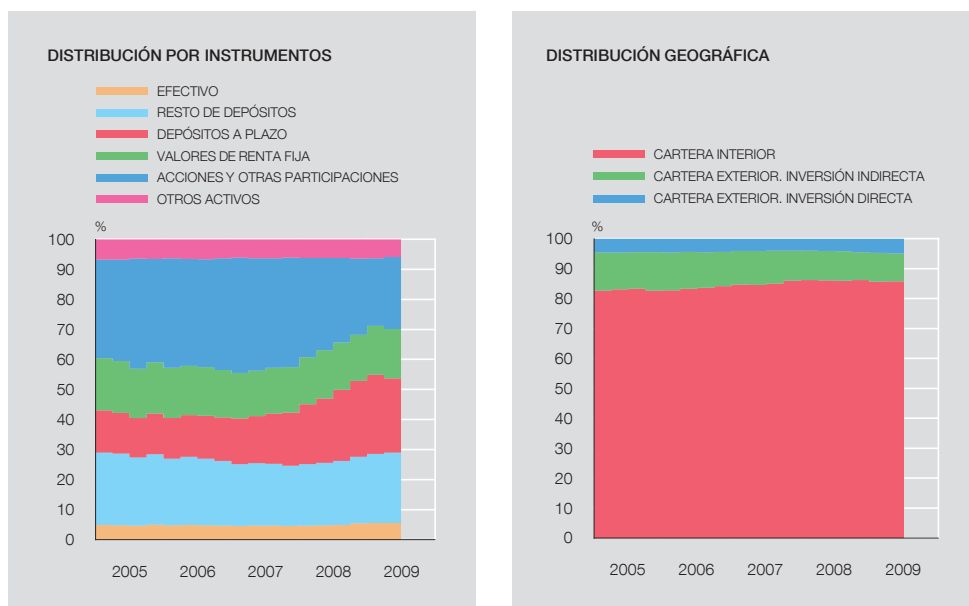




FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) indica un mayor (menor) peso del instrumento en la cartera de activos financieros de los hogares españoles.

CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Se han distribuido las tenencias de fondos de inversión, y seguros y planes de pensiones.

las carteras de los fondos de inversión, de los seguros y de los planes de pensiones, es decir, sustituir estas por sus contrapartidas en el activo de sus balances. Como puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 6, tras el inicio de la crisis financiera se han producido un notable aumento del peso de los depósitos —en particular, de los realizados a plazo— y un ligero ascenso de los correspondientes a los valores de renta fija y a las tenencias de efectivo, al tiempo que se ha registrado un intenso retroceso de la proporción que representan las acciones y otras participaciones en el conjunto de la cartera de las familias.

Por tanto, estos resultados parecen reforzar las conclusiones anteriores, en el sentido de que entre mediados de 2007 y junio de 2009 ha aumentado el peso que en la cartera financiera de las familias españolas tienen los instrumentos menos ligados a la evolución de los mercados.

Por otra parte, el análisis de la diversificación geográfica de los instrumentos de ahorro de los hogares españoles, una vez que se han hecho transparentes sus participaciones en instituciones de inversión colectiva, muestra un ligero retroceso en el grado de internacionalización de su inversión financiera a lo largo del período considerado (véase panel derecho del gráfico 6). Concretamente, el peso de los valores nacionales en la cartera de las familias aumentó en 1,2 pp desde el inicio de la crisis financiera internacional. Este avance en el sesgo nacional resultó de la menor propensión por adquirir instrumentos emitidos en el resto del mundo por parte de los inversores institucionales, que solo fue parcialmente compensada por el incremento en la importancia relativa de estos títulos dentro de las tenencias directas de las familias.

## Conclusiones

La composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas ha experimentado cambios significativos desde el inicio de la crisis financiera internacional, en el verano de 2007, que se han producido como consecuencia tanto de operaciones financieras como de variaciones en la valoración de los instrumentos. Concretamente, se ha observado un aumento del 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. En el conjunto de la UEM se observan, en general, unas pautas parecidas. Como consecuencia de ello, se ha reducido la sensibilidad de la riqueza financiera de los hogares a las fluctuaciones de las cotizaciones en los mercados.

Entre las causas de esta recomposición de los flujos financieros de las familias españolas, hay que destacar el cambio en las condiciones de rentabilidad y riesgo de los diferentes activos, tras el desencadenamiento de las tensiones financieras, y el desarrollo de políticas más activas de captación de depósitos por parte de las entidades de crédito, como consecuencia de las mayores dificultades de obtener fondos en los mercados de financiación mayorista.

Por otra parte, se ha registrado un ligero descenso en el grado de internacionalización de las carteras de las familias españolas, como consecuencia primordialmente de la disminución de las tenencias de activos emitidos en el resto del mundo por parte de los inversores institucionales. Por tanto, parece que la crisis financiera ha propiciado un cierto aumento en el sesgo nacional en la materialización del ahorro de los hogares, revirtiéndose algo el proceso de diversificación internacional que tuvo lugar a partir de la introducción del euro.

13.1.2010.

## BIBLIOGRAFÍA

- GARCÍA-VAQUERO, V., y P. HERNÁNDEZ DE COS (2003). «La nueva reforma del IRPF: principales modificaciones y análisis de sus efectos», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V., y L. Á. MAZA (2007). «El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MAZA, L. Á., y SANCHIS, A. (2003). «La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.