



Fundación Afi
Emilio Ontiveros

Finanzas de los hogares 2000-2022

Escaso ahorro y mayor brecha generacional

Noviembre 2023

Autores

Ángel Berges
y Daniel Manzano

Colaboradoras

Marina Asensio
y Marina García



Índice

Prólogo	3
Antecedentes y justificación	4
1. Alcance del estudio, fuentes y metodología empleada	5
1.1 Alcance del estudio	6
1.2 Fuentes y metodología empleada	7
2. Finanzas de los hogares: marco conceptual y teórico	11
2.1 Consumo y ahorro: consideraciones teóricas.....	12
2.2 Renta y riqueza de los hogares: materialización del ahorro	15
3. Visión macro: lo que dicen las cuentas nacionales	17
3.1. El comportamiento histórico y comparado de la renta bruta disponible de los hogares españoles	18
3.2. Evolución y comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares	19
3.3. Evolución y comportamiento de la tasa de endeudamiento de los hogares	21
3.4. Evolución y materialización de la riqueza.....	23
3.5. Análisis comparativo de la evolución y de la composición de la riqueza de los hogares españoles frente a los principales países europeos.....	27
3.5.1. Riqueza inmobiliaria y su evolución comparada en el tiempo.....	28
3.5.2. Riqueza financiera: composición y evolución comparada	32
3.6. El efecto revaloración de los activos en la composición de la riqueza	35
3.7. La riqueza de los hogares en relación con su RBD en los distintos países	38
4. Visión micro a través de las Encuestas Financieras de las Familias	40
4.1. Radiografía de los hogares en España: transformaciones en el siglo XXI	41
4.1.1 Evolución de la población y del número de hogares	42
4.1.2 Modificación del perfil de los hogares españoles	44
4.2. Evolución de la renta bruta de los hogares y su contraste con los países de nuestro entorno	47
4.3. Evolución del ahorro y la riqueza de los hogares españoles	54
4.4. El contraste de la riqueza de los hogares españoles y su evolución frente a los países de nuestro entorno.....	63
5. Conclusiones	68
Agradecimientos	87
Bibliografía	88

Prólogo

Este que tiene en sus manos es el primer estudio de una serie con la que pretendemos profundizar en el análisis estructural de la realidad económica y financiera de nuestro país y tratar de sugerir a partir del mismo algunas recomendaciones apropiadas. Es una de las iniciativas que tomamos hace unos meses para reforzar y revitalizar nuestra fundación tras el fallecimiento de nuestro entrañable compañero y amigo Emilio Ontiveros: la actual Fundación Afi Emilio Ontiveros, que él mismo promovió hace dos décadas y que hoy incorpora su nombre junto al de la empresa de la que fue fundador. Con ello queremos contribuir al conocimiento y a la divulgación de esa realidad crecientemente compleja. También, por qué no decirlo, preservar la memoria de quien dedicó buena parte de su rica trayectoria profesional a hacerlo con brillantez y generosidad.

Este primer estudio tiene por objeto entender bien el comportamiento financiero de las familias españolas durante este casi primer cuarto de siglo. Un periodo de grandes cambios y de acontecimientos históricos de enorme calado que han impactado de manera singular en nuestra economía, que ya rodaba sobre raíles cada vez más marcados por su pertenencia a la eurozona. Un periodo asimismo de cambios demográficos no menos extraordinarios, con un desconocido aumento de la población inmigrante, una alteración en los patrones de convivencia en los hogares, una caída continuada de la tasa de natalidad y el comienzo de la incorporación a la jubilación de la generación más grande en la historia de nuestro país, los *baby boomers*.

Cuando los autores nos enfrentamos al estudio, intuíamos que se pondrían de manifiesto especificidades que históricamente han acompañado al comportamiento de las familias españolas, tales como su comparativamente baja tasa de ahorro, su mucho mayor preferencia por la materialización de su riqueza en activos inmobiliarios o localizaciones muy específicas de sus activos financieros. Aunque tal vez se habrían producido alteraciones significativas a lo largo del tiempo.

La disposición para este periodo, además de las cuentas financieras y no financieras de la economía, de siete oleadas de encuestas financieras a las familias en el caso español y de cuatro en el caso de los países de la eurozona, nos ha permitido enriquecer mucho más el análisis de quienes como los hogares constituyen la unidad económica y financiera básica de un país. Nos ha permitido, por ejemplo,

disponer de radiografías detalladas de esos hogares y de agrupaciones específicas de los mismos (por edad, tamaño, situación laboral, niveles de renta y riqueza, ...). Conocer también su evolución relativa en el tiempo y su contraste transversal con otros países de nuestro entorno. De todo ello hemos podido derivar algunas evidencias que creemos que pueden ser de utilidad para orientar la formulación de políticas públicas de verdadero interés.

Una de esas evidencias, que no aventurábamos que se pudiese tan de manifiesto al inicio de nuestra investigación, es la ampliación de la brecha generacional en la configuración de renta y riqueza de los hogares a lo largo de este cuarto de siglo. Hecho que hemos querido destacar en el propio subtítulo de este estudio. Una ampliación de la brecha de renta y riqueza real de los jóvenes que no se manifiesta sólo adversamente frente a la generación de hogares ya existentes antes de la crisis financiera de 2008. El hecho de que los jóvenes actuales, incluso han registrado una pérdida real frente a la situación de los de principios de este siglo, debe interpelarnos aún más como sociedad.

Las circunstancias económicas y financieras de este cuarto de siglo, pero no menos la demografía política -la relevancia cuantitativa del voto de los mayores, en definitiva-, han orientado muchos de los avances en el estado del bienestar en nuestro país. En nuestra opinión, algunos sesgos que se han introducido merecen ser rectificados a la luz de evidencias como la señalada. Evidencias que invitan a la puesta en marcha de algunas reformas estructurales favorecedoras de un mayor desarrollo económico y financiero, con menos desequilibrios y mayores dosis de equidad.

Confiamos en que este estudio favorezca un debate tan relevante, y ayude a situar también a la generación más joven en un nivel mucho más arriba de la escala de prioridades de las políticas públicas. No ya por razones de desigualdad, sino porque van a ser el sostén de la actividad productiva y del propio estado del bienestar durante las próximas décadas.

Ángel Berges Presidente de la Fundación Afi Emilio Ontiveros y vicepresidente de Afi

Daniel Manzano Patrono de la Fundación Afi Emilio Ontiveros y presidente de Afi Inversiones Globales SGIC

Antecedentes y justificación

El objetivo del presente estudio es la realización de un análisis exhaustivo de las finanzas de los hogares en España, y de forma muy especial de los cambios experimentados por las mismas en lo que va de siglo, poniéndolos en contexto y contrastándolos adicionalmente con los que han tenido lugar en los principales países de nuestro entorno: Alemania, Francia e Italia.

Dos son las razones que otorgan una gran relevancia a ese análisis, y constituye un laboratorio de excepcional interés para extraer conclusiones con validez no solo empírica sino también prospectiva:

- Se trata del primer periodo de la historia en que nuestro país se halla al completo integrado en Europa, lo que sin duda ha actuado como elemento de convergencia de los hogares españoles con sus homólogos europeos en términos de comportamiento financiero.
- Ese proceso de convergencia estructural ha debido convivir con una serie de convulsiones y crisis, bien de naturaleza financiera propiamente dicha (la acumulación de desequilibrios financieros y su explosión en la gran crisis financiera), o de naturaleza exógena pero con evidentes implicaciones financieras (pandemia e invasión de Ucrania más recientemente), que sin duda han afectado a la situación patrimonial de los hogares y también a su comportamiento financiero en respuesta a dichas convulsiones.

El estudio está estructurado del siguiente modo. En el primer capítulo se explicitan el alcance y los objetivos de este, así como las fuentes y la metodología empleada. El segundo resume el marco conceptual y teórico relacionado con el comportamiento económico y financiero de los hogares. Por su parte, en los capítulos tercero y cuarto se lleva a cabo propiamente el ejercicio analítico para entender cómo se han comportado los hogares españoles y como contrastan con cómo se han comportado los de los países de referencia, utilizando respectivamente la información de las cuentas nacionales y los datos provenientes de encuestas nacionales homogeneizadas. Finalmente, en el quinto y último capítulo sintetizamos a modo de resumen ejecutivo las principales conclusiones.

1

Alcance del estudio, fuentes y metodología empleada

Alcance del estudio, fuentes y metodología empleada

Alcance del estudio

El comportamiento financiero de los hogares cobra una extraordinaria relevancia, por cuanto del mismo se derivan implicaciones tanto macroeconómicas como de estabilidad financiera o, quizá más importante, de equidad y por tanto de potencial vulnerabilidad de determinados colectivos dentro de ese conjunto heterogéneo que conforman los casi 19 millones de hogares españoles.

Esa doble relevancia, en términos agregados, pero también distributivos, obliga a que cualquier análisis riguroso del comportamiento financiero de los hogares se realice desde una doble dimensión. Por un lado, la que capture tendencias agregadas, tanto en una perspectiva temporal como transversal en contraste con los países de nuestro entorno, y por otro la que capture comportamientos diferenciales, dentro del agregado de hogares, en función de determinadas características socioeconómicas o demográficas, como edad, situación laboral o nivel educativo, con especial consideración a las dinámicas en cuanto a desigualdad en renta y riqueza.

Para llevar a cabo dichos análisis en esa doble dimensión, combinamos las cuentas financieras y no financieras de la economía española con la información que proporcionan las siete oleadas de la Encuesta Financiera a las Familias (EFF) que se han llevado en nuestro país durante este casi primer cuarto de siglo, lo que permite hacer un rico y detallado análisis sobre el comportamiento y la transformación que han experimentado los hogares españoles en su condición de unidad económica y financiera básica. Si a ello le sumamos su contraste transversal para el mismo periodo con los tres grandes países de nuestro entorno (Alemania, Francia e Italia), sobre la base de la información proveniente de dos fuentes homologables (las cuentas nacionales homogeneizadas en el marco de Eurostat y las encuestas HFCS, en las que se integra la EFF, coordinadas por el BCE) el citado análisis cobra aún más interés. Tanto más, cuanto que aun habiéndose publicado interesantes estudios a lo largo de estos años poniendo el foco analítico en los hogares españoles¹, no han integrado al tiempo ambas fuentes de información (aproximación macro y micro), no han considerado una profundidad histórica como esta, o no han hecho este ejercicio de contraste transversal simultáneamente. Es este vacío el que hemos pretendido cubrir con este primer estudio de la Fundación Afi Emilio Ontiveros.

Con él, queremos dar respuestas a cuestiones tales como: ¿ha cambiado y cuanto la configuración de los hogares españoles? ¿y sus ingresos? ¿y su riqueza y endeudamiento? ¿y su comportamiento frente al ahorro y los activos en los que materializan su riqueza? O también, siendo conscientes de que no es posible establecer un hogar tipo representativo, dada la extraordinaria variedad y complejidad por razones de todo tipo (sociodemográficas, culturales o económicas) de estas unidades en las sociedades modernas: ¿se ha alterado y cuanto la relación existente en muchas de estas magnitudes

¹ Véase la extensa relación de referencias bibliográficas del estudio

cuando diferenciamos entre grupos de hogares distintos (hogares jóvenes frente los de mayor edad, activos frente a jubilados, de menor renta y/o riqueza frente a los de más, ...)? O, finalmente: ¿cuánto se diferencian de los países de nuestro entorno en términos de comportamiento o en el valor de los parámetros económico-financieros más relevantes que caracterizan los hogares?, ¿se amplía o se cierra la brecha que pudiera existir y por qué?

Ni que decir tiene que el contexto ha sido determinante, no debiendo olvidarse que en este casi cuarto de siglo, la economía española ha debido enfrentar fenómenos más locales (como un boom económico inicial lleno de desequilibrios y basado en el desarrollo inmobiliario que catapultó la inmigración en nuestro país hasta extremos desconocidos) y fenómenos globales de enorme impacto (crisis financiera del 2008, crisis COVID-19, o más recientemente la guerra de Ucrania acompañada de un shock energético), además de cambios subyacentes de enorme calado vinculados con la aceleración de la innovación tecnológica y el posicionamiento geoestratégico en el mundo.

Transformación de calado en las finanzas de los hogares españoles durante el último cuarto de siglo.

Fuentes y metodología empleada

En el desarrollo de este documento se emplean fundamentalmente dos fuentes de información: las cuentas nacionales en el análisis del comportamiento agregado de los hogares, y la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) para fundamentar el comportamiento de cada tipología de hogar.

En el primer caso, que denominaremos enfoque o “visión macro” se emplea específicamente la información contenida en las **cuentas financieras y no financieras de los sectores institucionales** desarrolladas por los institutos nacionales de estadística de los distintos países y por sus bancos centrales nacionales. Por lo tanto, la información en el caso de España se obtiene tanto del Banco de España como del INE. Estos sistemas nacionales elevan los resultados al BCE y a Eurostat, y es de donde se obtienen los datos para el resto de los países. Estos datos forman parte de las cuentas nacionales y permiten obtener una visión agregada sobre cómo se genera y distribuye el valor de las economías de la zona euro, cómo se invierte el ahorro y en qué se materializa la riqueza, de una forma comparable entre las distintas regiones consideradas en este estudio: España, Francia, Alemania, Italia e incluso el conjunto de la eurozona.

Las cuentas nacionales de los sectores institucionales agregan a los diferentes agentes económicos siguiendo el marco metodológico establecido en el Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010). De esta forma, se obtienen cinco sectores institucionales, mutuamente excluyentes: Sociedades no Financieras, Instituciones Financieras, Administraciones Públicas, Hogares e Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares.

Las cuentas nacionales presentan información agregada acerca de las finanzas de los hogares con dos medidas diferentes. Por un lado, presentan información de los flujos y, por otra, de los stocks.

- Los flujos representan los cambios en el valor de los stocks (los balances), y se materializan tanto en transacciones, es decir, las adquisiciones de nuevos activos o pasivos, como en revalorizaciones, que suponen cambios en el valor de estos instrumentos diferentes de las adquisiciones.

Las transacciones se clasifican según su naturaleza económica, por lo que las cuentas diferencian las adquisiciones de activos (como puede ser la compra de acciones o los ingresos realizados a una cuenta de depósito) de las de pasivos (asunción de préstamos). Por lo tanto, las transacciones se agrupan en una secuencia de cuentas que cubren desde la producción, la generación y la (re)distribución de la renta, pasando por el consumo y la inversión, hasta los empréstitos y préstamos.

Sin embargo, las transacciones no explican en exclusiva los cambios en el valor de los activos y de los pasivos de un momento a otro, por lo que es necesario considerar también las revalorizaciones.

De esta forma, en las cuentas financieras, las transacciones financieras cubren las adquisiciones netas de activos financieros y la contracción neta de pasivos, mientras que los otros cambios reflejan principalmente las revalorizaciones debidas a cambios en los precios de mercado de los instrumentos financieros. Por su parte, en las cuentas no financieras, las transacciones muestran la inversión en activos reales (es decir, la formación bruta de capital fijo) y las revalorizaciones reflejan los cambios en el valor de dichos activos no financieros (fundamentalmente bienes inmuebles).

- Los stocks de activos y pasivos valorados a precios de mercado en la fecha a la que se refieren las cuentas nacionales se registran en los balances y son el resultado de la acumulación de los flujos, por lo que con ellos se obtiene la información de la riqueza, tanto total como por activos (financieros o no financieros) o por pasivos (deuda). De esta forma, las cuentas nacionales permiten analizar tanto la riqueza bruta (activos totales más pasivos) como la riqueza neta (activos totales menos pasivos).

Los balances financieros agrupan tipos similares de instrumentos financieros en categorías de activos y pasivos financieros, como tenencias de depósitos, préstamos y acciones. Las cuentas financieras permiten analizar la riqueza financiera materializada en distintos tipos de activos (depósitos, etcétera) y la deuda de los hogares, mientras que las cuentas no financieras incluyen información sobre la riqueza de activos reales (inmobiliaria).

En conclusión, las cuentas nacionales sectoriales incluyen datos sobre la renta, el ahorro, la financiación, la inversión sobre activos financieros y no financieros, la deuda y riqueza de los hogares.

La **Encuesta Financiera de las Familias (EFF) que elabora el Banco de España desde 2002**, cada tres años² proporciona lo que denominamos una “visión micro”, que no es sino una detallada información sobre las rentas, los activos (financieros y reales), las deudas y el gasto de los hogares españoles. Es en la práctica la principal fuente para obtener información pormenorizada sobre la situación patrimonial y las decisiones financieras a nivel de unidad familiar, cuya comprensión es extremadamente relevante para la instrumentación y gestión de la política económica y de las diferentes políticas públicas y sociales.

A lo largo de las dos décadas transcurridas desde entonces se han producido numerosas alteraciones tanto en la situación patrimonial como en las decisiones que adoptan las familias a lo largo del tiempo como puede observarse en los resultados que arrojan los siete estudios que se han publicado desde entonces.

La EFF se centra en el estudio de aquellas variables relacionadas con la situación financiera y sociodemográfica de los hogares, en concreto:

- Variables que recogen características socioeconómicas y sociodemográficas de la persona de referencia de cada uno de los hogares

² Se han publicado siete oleadas desde entonces hasta la fecha de publicación del presente estudio.

- Variables relacionadas con activos reales y deudas asociadas
- Variables relacionadas con otras deudas
- Variables relacionadas con activos financieros
- Variables relacionadas con seguros y pensiones
- Variables relacionadas con la situación laboral e ingresos relacionados.

Dos características relevantes del diseño muestral son:

- **Sobrerrepresentación de los hogares con elevado nivel de riqueza**, lo que permite analizar con un tamaño muestral suficiente la distribución de activos financieros que poseen estos hogares y captar la heterogeneidad existente en este segmento de la de la distribución de hogares. Nótese que en dicho segmento de hogares se concentra un porcentaje muy notable del total de muchos de los activos financieros menos convencionales.
- **Carácter longitudinal de una parte de la muestra** (panel de hogares que se sigue en el tiempo), lo que permite explorar con más detalle y precisión las alteraciones intertemporales en el comportamiento frente al ahorro de los hogares.

La riqueza de esta encuesta permite, en definitiva, conocer la heterogeneidad de los hogares según ciertos determinantes como educación o edad del cabeza de familia, número de miembros del hogar, ..., y colegir una “radiografía” de estos según diferentes características con el fin de indagar los principales determinantes de la renta, el ahorro/riqueza o la deuda.

Análisis soportado en las cuentas nacionales y en las encuestas financieras a las familias

La EFF forma parte, a su vez, de la **Household Finance and Consumption Survey**, una encuesta armonizada que el sistema de bancos centrales del área del euro realiza desde 2010 sobre la situación financiera y el consumo de los hogares. En la primera ola, fueron entrevistados 62.000 hogares en quince países de la zona del euro. En la segunda ola de 2014 se proporciona información para una muestra de 84.000 hogares en un total de 18 países de la UE, y en Hungría y Polonia, mientras que en la tercera ola de 2017 los hogares entrevistados fueron 91.000 hogares en 19 países de la zona del euro, más Croacia, Hungría y Polonia. Finalmente, en la cuarta ola de 2021 el alcance de países es el mismo de la tercera ola y está basado en una muestra de 83.000 hogares. En el [sitio web del BCE](#), se puede acceder a los datos microeconómicos y a los documentos con los principales resultados de cada una de las olas.

El contenido de la HFCS se compone de una serie de preguntas principales comunes entre países, que permite la comparabilidad y homogeneidad de los datos, y otras voluntarias de ser preguntadas a discreción de las instituciones participantes. Este cuestionario recoge información sobre las principales variables descritas anteriormente para la EFF, que son homogeneizadas para eliminar posibles discrepancias que puedan existir en la recogida de información entre países. Sin embargo, entre las **limitaciones** de esta encuesta se encuentra la importante variabilidad de las magnitudes (especialmente, la riqueza neta) entre hogares de la zona euro, que se ve alimentada por cuestiones metodológicas e institucionales (nos referimos, entre otros factores, a la estructura demográfica y tamaño medio de los hogares, las diferentes tasas de propiedad o preferencias en cuanto a posesión de activos, que varían considerablemente entre países), afectando la **comparabilidad entre países** de los resultados.

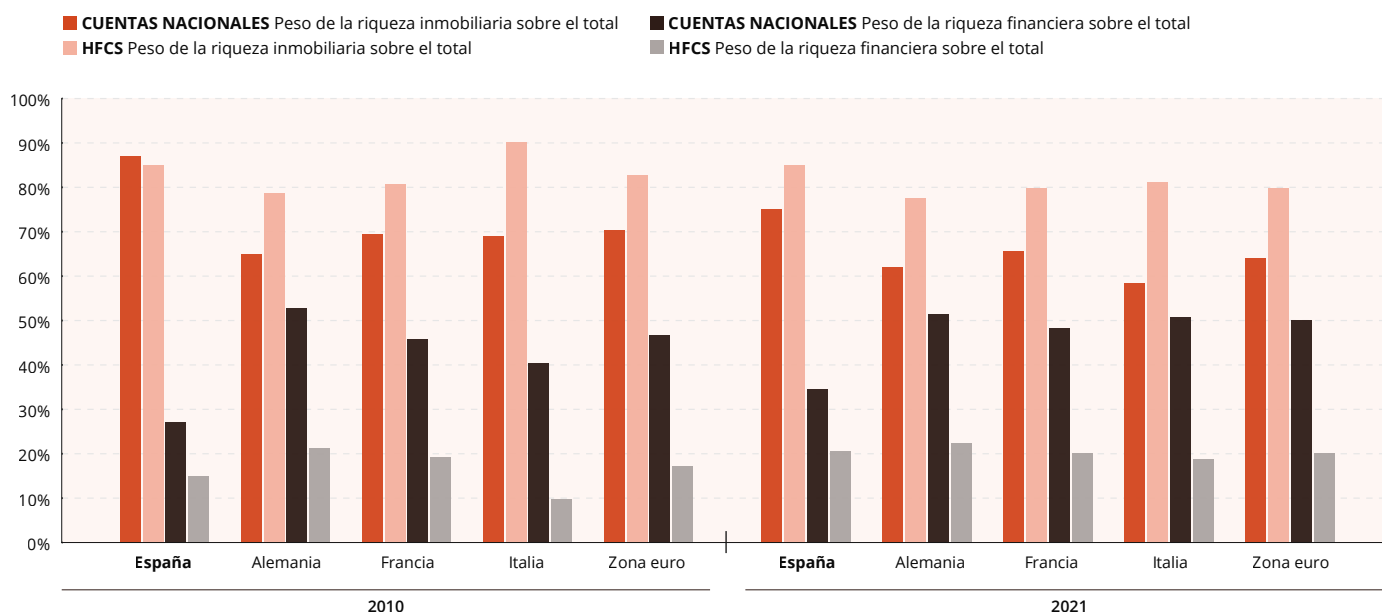
Otra de las limitaciones que enfrentan las fuentes de información micro utilizadas son los sesgos en los resultados que pueden introducir los diferentes **cambios metodológicos** llevados a cabo en la recogida de información, que en la mayoría de las ocasiones atienden a mejoras en la encuesta. Ello lleva a interpretar con cierta cautela los cambios en los resultados entre diferentes oleadas, aunque en general las mejoras metodológicas

introducidas a lo largo de los años han llevado a la EFF a una mayor convergencia con otras fuentes comparables.

Por último, cabe destacar una limitación que debe ser tenida en cuenta en el análisis de microdatos, y es su **comparabilidad con magnitudes agregadas** como aquellas provenientes de las cuentas nacionales³. A pesar de la coherencia que se observa entre ambas fuentes de información, el enfoque que pretenden aportar los microdatos se centra en ofrecer información sobre la distribución de las variables entre distintos hogares, por lo que su elevación a la población no siempre coincide con las magnitudes agregadas, debido a limitaciones metodológicas⁴ o incluso a las diferentes definiciones que utilizan ambas fuentes de información⁵. Todo ello explica las discrepancias que pueden advertirse en este informe entre los datos aportados por ambas fuentes de información al no ser totalmente comparables, si bien estas no afectan a las principales conclusiones y hallazgos del análisis que hemos realizado. El gráfico 1.1 ilustra, por ejemplo, algunas de las diferencias que surgen entre ambas fuentes en relación con el peso de la riqueza inmobiliaria y financiera sobre la riqueza total en los países que hemos tomado como referencia.

GRÁFICO 1.1

Comparación de los resultados que arrojan las cuentas nacionales y la HFCS con relación al peso de la riqueza inmobiliaria y la financiera sobre el total de riqueza de los hogares



Fuente: Afi, a partir de datos de las cuentas nacionales y de la HFCS

³ Esa comparabilidad es objeto de atención en el epígrafe 9.4 del informe [Household Finance and Consumption Survey: Methodological report for the 2021 wave](#)

⁴ Tales como sesgos de respuesta, errores de muestreo, tasas de no-respuesta elevadas o errores de imputación en valores faltantes.

⁵ Por ejemplo, se observan discrepancias entre las cuentas nacionales y la HFCS en el concepto de patrimonio neto, la definición del sector de los hogares o la definición de lo que constituye un hogar privado.

2

Finanzas de los hogares: marco conceptual y teórico

Finanzas de los hogares: marco conceptual y teórico

Los hogares conforman uno de los principales agentes intervinientes en los mercados financieros, y su comportamiento entendido como sus decisiones de inversión y financiación, y las consecuencias de estas sobre su situación patrimonial, tiene muy importantes implicaciones desde al menos tres ámbitos:

- La **vulnerabilidad de los propios hogares** ante cambios en sus condiciones personales, laborales, y socioeconómicas en general, que pudieran verse amplificadas o mitigadas en función de su situación patrimonial, y la exposición de esta a riesgos financieros.
- **Implicaciones macroeconómicas**, en tanto en cuanto esas decisiones financieras, y la situación patrimonial de los hogares, ejercen una doble relación de causa-efecto con el consumo de los hogares, sin duda el principal componente del Producto Interior Bruto.
- **Implicaciones sobre la estabilidad financiera**, en tanto en cuanto las decisiones financieras de los hogares, y su posicionamiento en mercados y/o instrumentos financieros proclives a conductas gregarias (“herding behavior”), pudieran ser potencialmente generadores o amplificadores de episodios de inestabilidad financiera.

Consumo y ahorro: consideraciones teóricas

Conceptualmente, la primera dimensión financiera de los hogares se refiere al ahorro y la materialización de este entre los diferentes instrumentos disponibles. El ahorro constituye una de las decisiones más importantes de los hogares y responde a diferentes motivaciones que han sido objeto de amplio tratamiento, tanto teórico como empírico, en la literatura académica.

De los muy diferentes motivos que inducen a los hogares a ahorrar, la literatura económica ha destacado tres como los más comúnmente aceptados y soportados por la evidencia empírica:

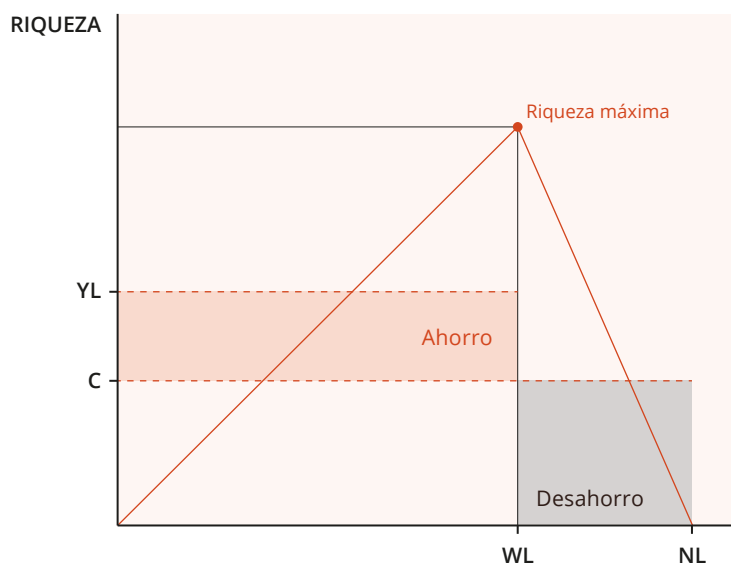
- Se ahorra para constituir un fondo de reserva con el que hacer frente a circunstancias imprevistas, lo que se conoce como el “motivo precaución”.
- Se ahorra durante los periodos en los que se perciben rentas relativamente altas (por encima de la media que se espera obtener en el futuro), para poder mantener una senda sin grandes oscilaciones en la capacidad de consumo, también conocida como la hipótesis del ciclo vital o renta permanente.
- Se ahorra para generar rendimientos y ganancias de capital, con los que sustituir consumo intertemporalmente, en función de la utilidad intertemporal de dicho consumo y de la tasa de descuento financiero entre diferentes periodos.

La investigación económica sobre el comportamiento ahorrador de las familias se desarrolla fundamentalmente como una teoría del consumo en varios momentos del tiempo, de tal manera que el ahorro es el resultado de la diferencia entre la renta de cada periodo y el consumo óptimo que los individuos pueden permitirse en cada

momento del tiempo dada su restricción presupuestaria. Con estas hipótesis, el comportamiento ahorrador de las familias dependerá de su función de utilidad (que marca la diferente actitud entre consumir hoy o en el futuro, también conocida como grado de "impaciencia"), del nivel de incertidumbre sobre los ingresos futuros, y de la accesibilidad y eficiencia de los mercados financieros a los que los hogares pueden acceder para colocar sus ahorros o endeudarse.

El ahorro supone renuncia a consumo actual a cambio de consumo futuro. Lo que motiva a los individuos a ahorrar es la diferencia entre la renta y el consumo que esperan tener en el futuro, así como el precio relativo entre consumo presente y consumo futuro (que viene determinado por el tipo de interés real) y las preferencias intertemporales. Se asume convencionalmente que es mucho más relevante como determinante del consumo la renta permanente, no la renta transitoria en cada periodo del tiempo. Así, el ahorro es positivo cuando la renta es mayor que la renta permanente, y negativo en caso contrario. Si la renta tiene un determinado perfil a lo largo de la vida de los individuos, entonces el ahorro y la riqueza de los individuos también tendrá un cierto "ciclo vital".

La figura adjunta representa de forma simplificada el comportamiento de la renta, el consumo, el ahorro y la riqueza bajo la hipótesis del ciclo vital. Según dicha hipótesis, formulada por el premio nobel Franco Modigliani a mediados del siglo XX, la acumulación de ahorro tiene lugar en los años de vida laboral (WL), para incurrir en desahorro los años de vida no laboral (NL)



Frente a esa excesiva simplificación, cabe señalar que el ciclo vital no solo se caracteriza por la evolución de la renta, sino también por la existencia de ciertos cambios en el consumo a lo largo de la vida de los individuos. En las primeras etapas se espera un mayor consumo de bienes duraderos o inversión en activos reales que incrementa la riqueza de los hogares a medida que aumenta la edad y se reducen las deudas en las que hayan incurrido para la adquisición de dichos activos reales. Tras esta etapa, el momento de la jubilación conlleva asociado una pérdida de rentas laborales, por lo que, con el objetivo de mantener el consumo futuro y hacer frente a la incertidumbre en edades más avanzadas, parte de la riqueza acumulada se liquida (a través de la venta de segundas propiedades inmobiliarias, por ejemplo), generando una reducción de esta en la última etapa del ciclo vital.

Por otra parte, cuando existe un motivo precaución para el ahorro, la existencia de incertidumbre provoca que el bienestar de las personas aumente cuando existen mecanismos de protección social, tales como seguros de paro, de salud o un sistema de pensiones públicas que diversifique riesgos. La presencia de dichos mecanismos se traduce en un perfil más suave del flujo de renta (el individuo cotiza cuando trabaja y tiene una renta relativamente más alta y recibe prestaciones o pensiones cuando no trabaja) y reduce la incertidumbre. Esto se traduce en un menor ahorro y una menor acumulación de riqueza a lo largo del ciclo vital por dos razones: porque la diferencia entre renta permanente y renta transitoria en cada momento del tiempo disminuye y porque la relevancia del motivo precaución disminuye.

El ciclo vital como determinante fundamental del comportamiento financiero de los hogares.

Otro de los resultados sobre comportamiento ahorrador que se obtienen a partir del motivo precaución es que la renta y el consumo siguen sendas muy parecidas durante los periodos iniciales de la vida laboral. La razón es que basta una pequeña dosis de incertidumbre sobre la valoración de la riqueza de los individuos (es decir, el valor actual descontado del flujo futuro de rentas que esperan obtener) para que estos decidan no endeudarse aun cuando esperen un perfil creciente de renta.

El supuesto, utilizado en la literatura tradicional, de una tasa de interés única a la que enfrentar las preferencias intertemporales de los individuos es claramente poco realista. Normalmente, el tipo de interés real que reciben los individuos como ahorradores, es claramente inferior al que tienen que pagar como prestatarios. Cuando tales restricciones de liquidez existen, los individuos cuya riqueza financiera es negativa ahorrarían más que los que disponen de activos financieros positivos. En otras palabras, los individuos que están endeudados consumen menos de lo que consumirían si los mercados de capitales fueran perfectos. Este resultado también puede darse incluso para los individuos con riqueza financiera positiva, siempre y cuando exista la posibilidad de que tales restricciones de liquidez les puedan afectar en el futuro. Esto da lugar a que la composición de los hogares sea muy relevante para el ahorro: si el consumo aumenta con la edad de los hijos y existen estas restricciones de liquidez, entonces puede ocurrir que el ahorro para la jubilación sólo tenga lugar cuando los hijos abandonan el domicilio familiar.

La tasa de ahorro del conjunto de los hogares en su conjunto resultará de la agregación de las decisiones individuales de consumo y ahorro de cada hogar o unidad familiar. Si la renta y el ahorro tienen un cierto "perfil" a lo largo el ciclo vital, la tasa de ahorro agregada dependerá de la estructura por edades y de las tasas de crecimiento de la población y de la productividad. Cuanto más joven sea la población, esto es, cuanto mayor sea la proporción de la población en edad laboral, mayor será la tasa de ahorro. Por tanto, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la población, mayor será la proporción entre individuos en edad laboral en relación con la población jubilada y mayor será la tasa de ahorro. Por último, si la renta de los individuos es creciente, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la productividad menor será la tasa de ahorro (puesto que mayor será la renta futura esperada en relación con la renta actual).

Renta y riqueza de los hogares: materialización del ahorro

Para el análisis de las finanzas de los hogares, la primera distinción es entre variables flujo y stock, así como las interdependencias entre unas y otras.

El ahorro, como variable flujo, es la diferencia entre la renta de un periodo y el consumo en dicho periodo. Como renta de un hogar se incluyen todas las rentas, laborales y no laborales, de todos los miembros del hogar. Los principales componentes de dichas rentas son:

- Sueldos y salarios en trabajadores por cuenta ajena
- Ingresos obtenidos en trabajos por cuenta propia
- Rentas de capital obtenidas de activos financieros: dividendos, intereses, y ganancias o pérdidas en ventas de los mismos
- Rentas procedentes de activos reales
- Prestaciones por desempleo u otras transferencias públicas recibidas
- Pensiones alimenticias y rentas por manutención de hijos
- Pensiones por jubilación
- Otras rentas.

La suma de todas esas rentas percibidas por los diferentes integrantes de un hogar en un año conforma la renta bruta de dicho hogar, a la que hay que deducir los impuestos para llegar a la renta disponible, a distribuir entre consumo y ahorro. Esa asignación de la renta a consumo y ahorro, en todo caso, no se circunscribe al horizonte temporal más inmediato (año en curso), sino que puede abarcar un horizonte temporal mucho mayor, de hecho, a todo el ciclo vital. En tal caso, puede haber momentos de dicho ciclo, incluso antes de la jubilación, entendida como la principal fase de desahorro, en que los hogares lleven a cabo decisiones de consumo que exceden a su renta del periodo, dando lugar a decisiones de endeudamiento.

El endeudamiento impacta también en las pautas de consumo y ahorro

Dichas decisiones, que apenas eran consideradas en las formulaciones iniciales de la hipótesis del ciclo vital, han cobrado una gran relevancia en paralelo con el desarrollo de los mercados financieros. Muy especialmente la amplia disponibilidad de crédito bancario para los hogares ha generalizado el endeudamiento de estos como algo natural, ayudando a eliminar el corsé de unas pautas de consumo –duradero o inmediato– limitadas por el perfil intertemporal de las rentas generadas.

Huelga decir que ese endeudamiento, que supone adelantar pautas de consumo respecto al ciclo vital natural, y por tanto incorpora riesgo sobre la capacidad de hacer frente en el futuro a la decisión inversa -menor consumo, para hacer frente al ahorro negativo acumulado- no está disponible de forma homogénea, o al menos no en las mismas condiciones, para las diferentes cohortes de hogares, tanto en términos de edad, como sobre todo de renta, y especialmente de expectativa de sostenibilidad de la misma.

De la acumulación de esas materializaciones del ahorro (positivo o negativo) año a año surge el concepto de riqueza financiera neta, entendida como la diferencia entre activos y pasivos. En la categoría de activos se distingue entre activos reales y financieros.

Entre los primeros (activos reales) el de mayor importancia se corresponde con los activos inmobiliarios, tanto la vivienda de uso habitual como otras propiedades inmobiliarias. Junto a esos activos inmobiliarios hay que considerar la propiedad de vehículos, joyas, obras de arte, o el valor de negocios por cuenta propia.

Mucho más amplio es el abanico de activos financieros, dentro de cuya amplia gama se suele agrupar en las siguientes categorías:

- Cuentas y depósitos bancarios
- Acciones, cotizadas o no cotizadas
- Bonos y otros valores de renta fija
- Participaciones en fondos de inversión
- Planes de pensiones y seguros de vida
- Otros activos financieros.

La suma de ambos tipos de activos configura la riqueza bruta de un hogar, que se transforma en riqueza neta una vez deducidos los pasivos financieros. Entre estos destaca sobre todo la deuda con garantía hipotecaria, bien de la vivienda principal o de otras propiedades inmobiliarias; a lo que hay que añadir otras deudas con garantía real o personal.

Esa riqueza neta de un hogar, como variable stock medida al final de cada año, evoluciona en función de la acumulación de flujos netos de ahorro, así como del efecto revaloración derivado de las alteraciones de los precios de mercado de los activos y pasivos, de tal manera que:

$$\text{Riqueza neta}(t) = \text{Riqueza neta}(t-1) + \text{Ahorro neto}(t) + \text{Variación neta valoración}(t)$$

Cabe señalar, en todo caso, que esa variación en la valoración afecta de forma mucho más intensa a los activos, especialmente aquellos con mayor componente de riesgo en la evolución de su precio o valor -como son los activos inmobiliarios, o los financieros materializados en renta variable- que a otros activos o a los pasivos cuyo valor efectivo generalmente no se halla sometido a variaciones de valor, salvo por el impacto de las variaciones en los tipos de interés.

La variación de la riqueza está determinada por un efecto valoración, además de por la acumulación de nuevo ahorro.

3

Visión macro: lo que dicen las cuentas nacionales

Visión macro: lo que dicen las cuentas nacionales

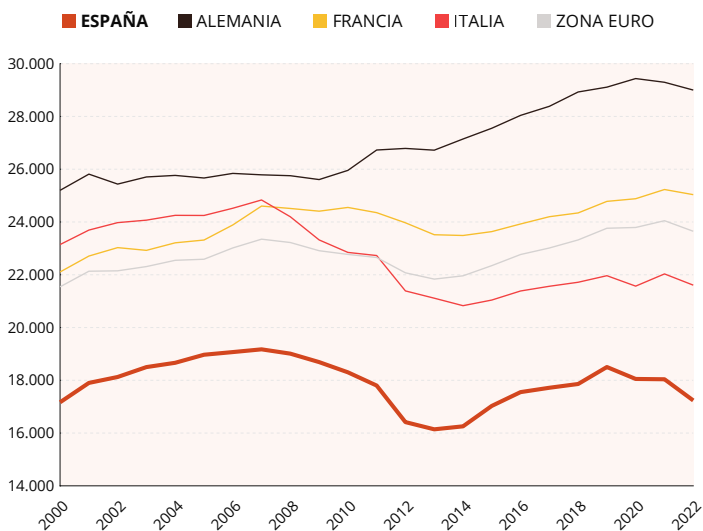
El comportamiento histórico y comparado de la renta bruta disponible de los hogares españoles

Si bien el crecimiento de la renta bruta disponible nominal de la economía española es de las más elevadas de los países de nuestro entorno en el periodo de referencia que estamos analizando, el aterrizaje de su comportamiento en términos reales, y más aún en términos per cápita, revela una lectura distinta.

Como puede advertirse en los gráficos 3.1 y 3.2, **durante lo que llevamos de siglo España sólo ha podido mantener su nivel de RBD (renta bruta disponible) per cápita**, definiendo una referencia (17.236 euros en 2022) significativamente alejada del nivel medio de la zona euro (23.648 euros) con quien ha aumentado la brecha. También lo ha hecho con países como Alemania y Francia, que ya ostentaban una renta muy superior. Sólo Italia (21.606 euros en 2022) ha tenido un comportamiento manifiestamente peor que España durante este periodo.

GRÁFICO 3.1

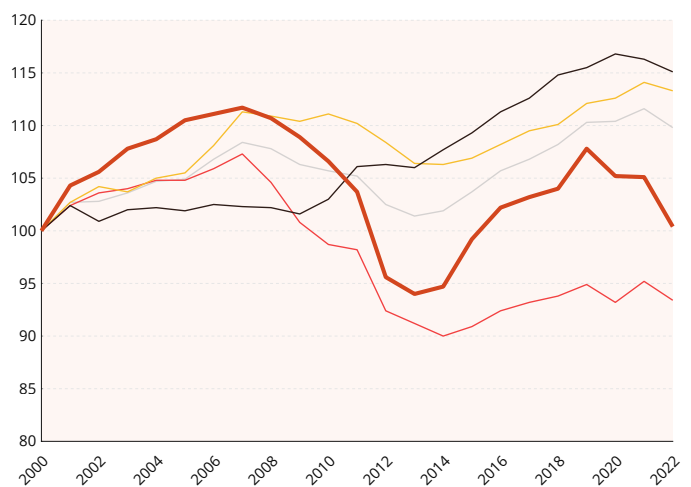
Renta bruta disponible real per cápita | Euros 2022



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos del INE y Eurostat

GRÁFICO 3.2

Renta bruta disponible real per cápita | Índice 100, año 2000



Ida y vuelta en la evolución de la renta per cápita española.

Esa ampliación de la brecha no ha sido homogénea a lo largo del tiempo. **Hasta la crisis financiera de 2008 España lideró el crecimiento de la RBD per cápita¹**, coincidiendo en el tiempo con un fuerte aumento de la población, producto de la inmigración masiva que se produjo en aquellos años al calor de la expansión de la economía española, y que estuvo soportada por el boom inmobiliario, en un contexto de muy bajos tipos de interés tras nuestra incorporación a la moneda única. El derrumbe de aquel modelo insostenible, aquejado de bajos niveles de productividad que aún en el día de hoy percuten y lastran el comportamiento de la economía española, derivó en un derrumbe brutal de la renta. Esta sólo pudo recuperarse en los años finales de la pasada década, y que se vio finalmente interrumpido por la crisis COVID-19 y la derivada de la invasión rusa de Ucrania, causantes a la postre de fuertes tensiones inflacionistas que se han superpuesto al debilitamiento del pulso económico.

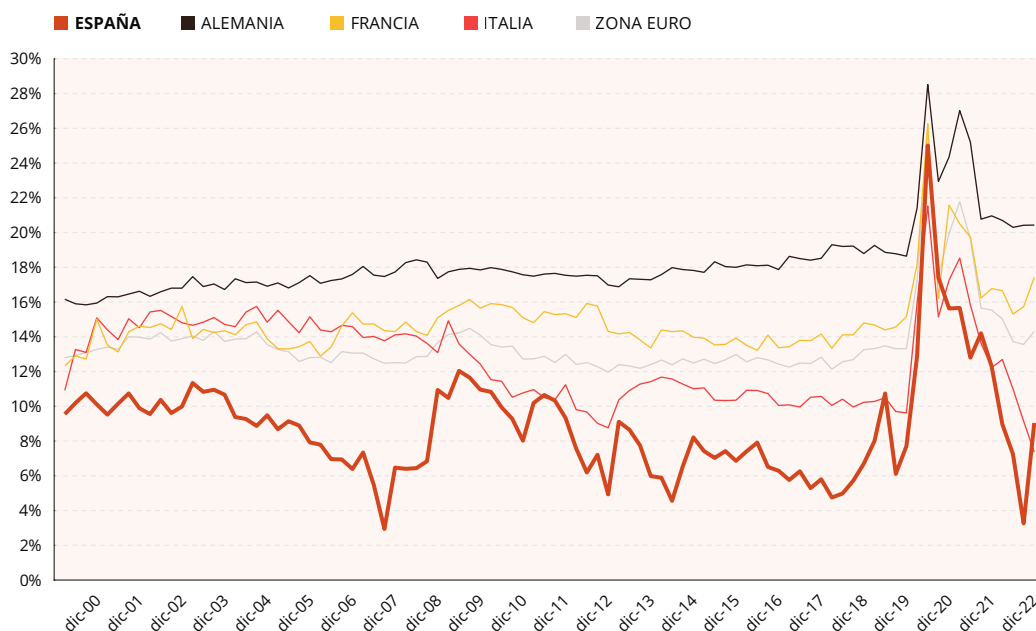
Evolución y comportamiento de la tasa de ahorro de los hogares

Como puede observarse en el gráfico 3.3, la tasa de ahorro de los hogares españoles ha tenido un comportamiento desde el año 2000 cuyas principales características son las siguientes:

- Se sitúa **sistemáticamente por debajo del nivel medio de los países de la eurozona** y, desde luego, por debajo de los principales: Alemania, Francia. En menor medida de Italia, que desde la crisis financiera también define niveles inferiores al promedio de la zona euro.
- Su **nivel ha sido variable en el tiempo** y, en cualquier caso, su **volatilidad es mayor que la de los comparables**.

GRÁFICO 3.3

Tasa de ahorro de los hogares de los principales países de la zona del euro | % ahorro sobre renta bruta disponible



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat

¹ Ese crecimiento de la RBD per cápita hasta 2008 no ha sido óbice, como se pondrá de manifiesto más tarde en el capítulo 4, para que la renta disponible por hogar no haya exhibido un comportamiento análogo, dado el proceso de reducción del tamaño medio del hogar en dicho periodo.

Durante la primera mitad de la década de los 2000, la tasa de ahorro de los hogares españoles se mantuvo estable en torno al 10% de la renta disponible, para reducirse hasta niveles del 5% en el periodo de excepcional expansión del consumo previo a la crisis financiera de 2008-2009. El estallido de esta crisis provocó una rápida retracción del consumo y un aumento de la propensión al ahorro, con los hogares acumulando una mayor parte de su renta como medida de precaución, dada la situación de creciente desempleo y desplome de los ingresos que tuvo lugar.

A partir de 2011, la tasa de ahorro comenzó a disminuir y se mantuvo en torno al 6-8% hasta 2019. Esto se debió en parte a la recuperación económica y al aumento del consumo de los hogares. Sin embargo, la incertidumbre y las propias limitaciones al consumo originadas por la pandemia de COVID-19 provocaron, de nuevo, una brusca nueva subida de la tasa de ahorro, que llegó a alcanzar niveles excepcionales del 20% en 2020. Este excepcional incremento se ha revertido rápidamente una vez superada la situación pandémica, devolviendo la tasa a sus niveles previos.

En definitiva, el comportamiento histórico de la tasa media de ahorro sobre la renta disponible de los hogares españoles permite visualizar su **extraordinaria sensibilidad a cambios en las condiciones cíclicas y/o singulares de la economía** (gran volatilidad): se dispara multiplicándose hasta casi por dos en momentos recesivos, o incluso puntualmente por tres en situaciones de incertidumbre extrema como durante la pandemia COVID-19. En periodos de mayor certidumbre tiende, por el contrario, a reducirse.

En el contraste con el resto de los grandes países de la eurozona, la tasa de ahorro de los hogares españoles ha venido siendo de manera sistemática más baja, como ya hemos señalado. Desde luego frente al caso alemán, que en el mismo periodo partía de tasas del entorno del 16% a principios de los 2000 y que de manera progresiva ha mostrado un crecimiento continuo hasta tasas del entorno del 20% (superiores temporalmente durante el periodo de pandemia). Francia, por su parte, muestra un comportamiento bastante estable en niveles cercanos al 15%. Italia, con un perfil más cercano al de España, define también niveles superiores, aunque con una caída desde el 15% en los años previos a la crisis financiera hasta niveles del 10% en los que se ha estabilizado una vez superada aquella. Si atendemos finalmente al conjunto de la eurozona, ésta muestra globalmente una tasa de ahorro dentro del rango 12%-14% (con excepción del anómalo periodo pandémico) que prácticamente dobla la que vienen definiendo los hogares españoles desde la crisis financiera.

Las razones que explican este dispar comportamiento pueden ser muy variadas:

1. **Niveles de renta inferiores y tasas de desempleo más elevadas**, lo que implica menores ingresos disponibles para el ahorro al estar orientados preferentemente aquellos a la cobertura de gastos básicos.
2. **Mayores niveles de endeudamiento relativo que algunos de los comparables** (a pesar de la reducción de las elevadas tasas previas a la crisis financiera global de 2008), que obliga a muchas familias a destinar una parte mayor de sus ingresos al pago de hipotecas y préstamos, dejando menos margen para el ahorro.
3. **Sistema de pensiones públicas más generoso en términos relativos**, que penaliza el ahorro previsional privado.
4. **Cultura de consumo**: Existe una cultura de consumo en España más arraigada, donde se valora el disfrute del presente y la adquisición de bienes y servicios. Esto puede llevar a un menor enfoque en el ahorro a largo plazo.
5. **Baja educación financiera**: La falta de conocimientos y habilidades financieras puede ser un obstáculo para que los hogares administren adecuadamente sus ingresos y ahorren de manera efectiva. La educación financiera puede fomentar

una mayor conciencia sobre la importancia del ahorro y cómo llevarlo a cabo. Los resultados mostrados por la Encuesta de Competencias Financieras del Banco de España del 2016² reflejaban que menos de la mitad de los encuestados respondían correctamente a una pregunta sobre interés compuesto (46%) o sobre diversificación del riesgo (49%), confirmando un bajo nivel de conocimientos financieros de la población general. De hecho, el bajo nivel de educación financiera aumentaba en los hogares con menor renta y con menor nivel educativo. Este menor nivel de conocimientos financieros de los hogares españoles se observa también en un marco internacional. En este aspecto, el Informe Europeo de Pagos de Consumidores de Intrum realizado en 2022, señala que el porcentaje de españoles satisfechos con la formación financiera se encuentra por debajo de la media europea y, de los 24 países analizados en el informe, España se encontraba el quinto empezando por la cola, únicamente por encima de Italia de los países analizados en este estudio.

Estas pueden ser algunas de las razones que contribuyen a la baja tasa de ahorro de los hogares en España en comparación con otros países de la eurozona, aunque es importante destacar que cada país tiene su conjunto único de circunstancias económicas y culturales que influyen en sus niveles respectivos.

Baja y volátil tasa de ahorro de los hogares españoles.

Evolución y comportamiento de la tasa de endeudamiento de los hogares

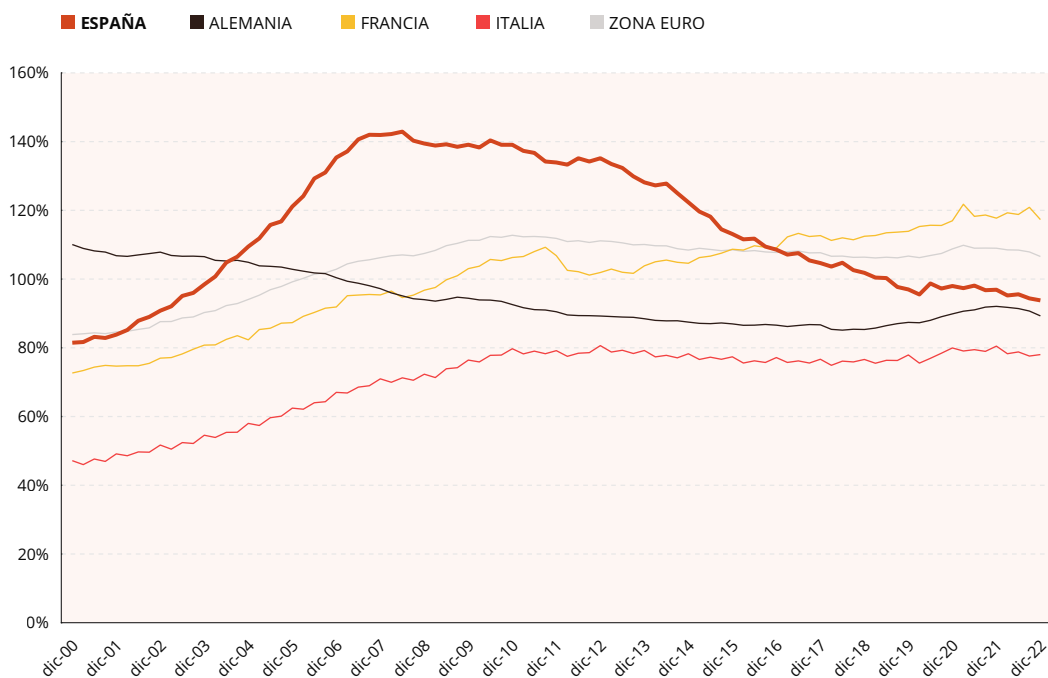
El ahorro de las familias, junto con su apelación neta al endeudamiento en un periodo, proporciona su capacidad recurrente de adquisición de nuevos activos (financieros y no financieros) que se integran en su riqueza bruta. Por ello es importante, además de entender el comportamiento ahorrador de los hogares, conocer la dinámica de dicha apelación al endeudamiento. Como el ahorro, el grado de propensión al endeudamiento de las familias en cada uno de los países obedece también a razones múltiples: económicas, institucionales, desarrollo y accesibilidad del sistema financiero, sociales e incluso culturales.

A la vista del gráfico 3.4, en el periodo analizado **la mayor propensión histórica al endeudamiento de las familias españolas frente a sus homólogos europeos durante los primeros años analizados ha devenido posteriormente en una convergencia hacia sus niveles medios. De hecho, en estos últimos años se sitúa incluso por debajo de los mismos, después del extraordinario desapalancamiento acaecido tras la gran crisis financiera de 2008.** Ni que decir tiene que nuestra incorporación al euro modificó a la baja de manera estructural el nivel y las expectativas sobre los mismos en el futuro, lo que alentó un proceso de endeudamiento extraordinario durante los primeros años que se materializó en la adquisición de activos inmobiliarios. Los pasivos financieros de las familias pasaron a representar el 140% de su renta bruta disponible en los años previos a la gran crisis (muy por encima de cualquier referencia europea y mundial), cuando apenas seis años antes, a inicios de siglo, estos se situaban en poco más del 80%. Hoy en día, con tasas del 90%, las familias españolas ostentan una posición comparativamente cómoda frente a nuestros homólogos europeos (la tasa media de la eurozona es del 107%).

² Los resultados de esta encuesta corresponden a 2016 y los encuestados responden a preguntas acerca de la inflación, el tipo de interés compuesto y la diversificación de riesgo. Próximamente se publicarán los resultados de 2021.

GRÁFICO 3.4

Pasivos sobre renta bruta disponible | %



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

Evidentemente, el endeudamiento de las familias está generalmente vinculado, y aún más en el caso español, a la adquisición de vivienda. Habitualmente es la mayor operación financiera que los hogares llevan a cabo en su ciclo vital, y muy difícilmente la podrían afrontar sin contar con mecanismos de financiación eficientes y apropiados para la elevada envergadura y dilatado plazo de los recursos requeridos.

El sistema hipotecario español, y en particular el régimen de concesión de préstamos y créditos con garantía hipotecaria inmobiliaria hizo posible el acceso casi ilimitado a los mercados internacionales, con la consiguiente disponibilidad de financiación abundante y barata. Ello actuó como un mecanismo autoalimentador de la espiral alcista de precios de la vivienda que tuvo lugar en España desde el inicio del siglo hasta la aparición de la crisis financiera de 2008.

La crisis financiera, que en España afloró con cierto retraso pero con una mucho mayor intensidad, iba a provocar un fuerte deterioro en su economía y un incremento inasumible en los niveles de desempleo. Esta situación la enfrentaron los hogares españoles en una situación de elevado endeudamiento y con una carga de dicha deuda sobre su renta disponible claramente superior a la media europea, siendo esa diferencia más acusada en los menores niveles de renta

El sobreendeudamiento de numerosos hogares abocó a muchos de ellos a situaciones de vulnerabilidad cuando la crisis impactó adversamente sobre el empleo y la renta disponible. El incremento en el número de hogares incapaces de hacer frente a la hipoteca se traduciría en un fuerte incremento de las ejecuciones hipotecarias, sin duda uno de los grandes dramas que la crisis trajo a nuestro país y al que no estábamos acostumbrados. Desde 2007 y hasta 2014, se iniciaron más de 570.000 ejecuciones hipotecarias, si bien es cierto que con un importante peso en las mismas de las segundas residencias.

El desapalancamiento registrado tras la crisis financiera supuso un importante alivio en la carga de la deuda de los hogares españoles, al coincidir adicionalmente con un largo

periodo de tipos de interés en mínimos históricos. La confluencia de ambos efectos permitió reducir el porcentaje de hogares con una alta carga de su deuda (aquellos en los que el pago de intereses y amortización supera peligrosamente el 40% de su renta) desde el máximo 16,6% de 2008 a niveles inferiores al 10% en el año prepandemia.

La emergencia de la pandemia, y su efecto adverso sobre las rentas de un cierto porcentaje de hogares (no muy elevado, gracias fundamentalmente a los ERTE que permitieron preservar empleos en los sectores más afectados por la caída de actividad), elevó ligeramente el porcentaje de hogares con alta carga financiera.

Pero es sin duda el nuevo escenario de tipos de interés que ha emergido desde inicio de 2022, el que añade en la actualidad un mayor potencial de tensión a esa vulnerabilidad de los hogares más endeudados. De acuerdo con estimaciones del Banco de España sobre la base de la última EFF, cada punto porcentual de elevación en el tipo de interés aplicable a las deudas de los hogares incrementa en casi un 1% el porcentaje de hogares con carga financiera elevada. Teniendo en cuenta que el principal tipo de referencia para la deuda hipotecaria (el euribor a doce meses) ha pasado bruscamente del -0,5% al 4,2% en los dos últimos años, se podría inferir que el porcentaje de hogares con elevada carga financiera neta podría acercarse a un preocupante 15%. Ciertamente, en todo caso, que con unas condiciones macroeconómicas y de desequilibrios muy diferentes a las de entonces.

Evolución y materialización de la riqueza

El ahorro acumulado por los hogares, combinado con su endeudamiento en un momento dado frente al resto de los sectores de la economía, determina la **riqueza bruta** en su poder, la cual se materializa tanto en activos financieros como no financieros (mayoritariamente inmobiliarios en este último caso). La **riqueza neta**, por su parte, resulta de deducir de la riqueza bruta la financiación (pasivos financieros) captada por los hogares o, lo que es lo mismo, de agregar a los activos no financieros los activos financieros netos, los cuales no son sino el total de los activos financieros en poder de las familias menos sus pasivos financieros.

Es bien conocida la singularidad de la materialización de la riqueza de las familias españolas frente a países de nuestro entorno³. Como puede advertirse en el cuadro 3.1, **de los de 8,2 billones de euros que se estimaba representaba la riqueza neta de las familias a cierre del 2022 (algo más de 6,5 veces el PIB), en torno al 76% de la misma (70% de la riqueza bruta) estaba soportada por activos no financieros (fundamentalmente inmobiliarios)**, en tanto que el 24% restante de la riqueza neta de los hogares (o 30% si se mide en términos brutos) estaba materializada en activos financieros.

CUADRO 3.1

Riqueza de las familias españolas | Millones de Euros

	2000	2008	2022	VARIACIÓN 2000-08		VARIACIÓN 2008-22	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
Riqueza total bruta	3.038.320	7.799.859	8.979.954	4.761.539	156,7%	1.180.095	15,1%
Riqueza total neta	2.690.621	6.835.034	8.213.097	4.144.413	154,0%	1.378.063	20,2%
de la que:							
Riqueza financiera	668.851	780.538	1.959.097	111.687	16,7%	1.178.559	151,0%
Riqueza inmobiliaria	2.001.770	6.054.496	6.254.000	4.052.726	202,5%	199.504	3,3%

Fuente: Afi, Banco de España

³ Más adelante se dedica un epígrafe específico

Riqueza financiera de las familias españolas y su distribución | Millones de Euros

	2000	2008	2022	VARIACIÓN 2000-08		VARIACIÓN 2008-22	
				Absoluta	Relativa	Absoluta	Relativa
Activos financieros	1.036.550	1.745.363	2.725.954	708.813	68,4%	980.591	56,2%
Depósitos y efectivo	402.699	797.424	1.078.289	394.725	98,0%	280.865	35,2%
IIC	143.777	149.338	386.563	5.561	3,9%	237.225	158,9%
Fondos de pensiones	51.328	90.011	119.978	38.683	75,4%	29.967	33,3%
Inversión directa	310.294	489.473	845.475	179.179	57,7%	356.002	72,7%
Seguros y entidades de previsión	100.708	168.998	212.766	68.290	67,8%	43.768	25,9%
Créditos	18.991	19.820	15.701	829	4,4%	-4.119	-20,8%
Otros	8.753	30.299	67.183	21.546	246,2%	36.884	121,7%
Pasivos financieros	347.699	964.825	766.857	617.126	177,5%	-197.968	-20,5%
Activos financieros netos	688.851	780.538	1.959.097	91.687	13,3%	1.178.559	151,0%

Fuente: Afi, IAFF 2022 4T. Inverco

Como puede observarse en el cuadro 3.1, **la composición de la riqueza al más alto nivel no es muy diferente de la existente a principios de este siglo**, fecha que hemos tomado de referencia para el estudio. Entonces la riqueza inmobiliaria acaparaba el 74% de la riqueza bruta total de los hogares (66% de la neta). Sí difiere, sin embargo, y de manera sustancial, de la existente en 2008. La acumulación de compras netas de inmuebles durante los años previos al inicio de la crisis financiera global, auspiciadas por el ajuste de tipos a la baja tras nuestra incorporación al euro (que, como se ha señalado anteriormente, disparó además el endeudamiento) provocó un ya conocido boom inmobiliario con unas enormes revalorizaciones de este activo. Su peso llegó a representar en dicho año cerca del 90% de la riqueza neta de los hogares (casi el 80% de la bruta). El no menos conocido proceso de fuerte ajuste (fundamentalmente de los precios) durante los años inmediatamente posteriores, a lo que ha seguido un cierto periodo de normalización del mercado inmobiliario a partir de 2016, ha determinado que los hogares españoles hayan recuperado finalmente, a cierre de 2022, una cifra similar (algo más de 6 billones de euros) a la riqueza no financiera de la que disponían al inicio de la crisis financiera global de 2008.

Centrándonos ahora específicamente en el resto de la riqueza (la de naturaleza financiera), el comportamiento en estos dos periodos es también muy dispar. En el primero, 2000-2008, lo que inicialmente llama la atención es que los activos financieros netos sólo crecen ligeramente, ya que si bien en términos brutos el crecimiento de los activos financieros que detentan los hogares fue sustancial (0,7 billones de euros), este fue casi compensando por el espectacular crecimiento del endeudamiento (casi se triplicó respecto al del año 2000). En términos brutos destaca, no obstante, la fuerte expansión de los depósitos (se duplicaron), el estancamiento de los fondos de inversión y el crecimiento notable de la inversión directa, así como de los seguros y entidades de previsión.

En el segundo período, 2008-2022, el gran cambio tiene que ver con **clara reorientación hacia su localización en activos financieros**. La riqueza inmobiliaria, aun cuando conserva su preeminencia, no ha crecido prácticamente en este periodo (se mantiene en términos absolutos). Sin embargo, la riqueza financiera neta se ha multiplicado por más de dos, producto tanto de una creciente materialización del ahorro en activos financieros como del proceso de desapalancamiento de los hogares al que ya hemos aludido. En cualquier caso, **otros cambios relevantes que se han operado durante estos últimos 14 años**,

expresivos de la alteración de las preferencias de mantenimiento de la riqueza (también de los efectos relativos de la revalorización de cada uno de los activos), son los siguientes:

1. El **crecimiento del ahorro financiero de las familias localizado en IIC** (Instituciones de Inversión Colectiva), que mucho más que dobla la cifra inicial de 2008. El proceso de bajada de tipos que vivimos durante este largo periodo terminó por aumentar el atractivo relativo de los fondos de inversión, particularmente aquellos que tenían un perfilado de riesgo mayor. Otra consideración, no menos relevante para la propia industria, es el mucho mayor crecimiento relativo experimentado por las IIC extranjeras, en las que actualmente se materializa ya más de un tercio de los activos financieros en fondos de los hogares españoles.
2. **También se ha mantenido el atractivo de la inversión directa**, básicamente en renta variable, que se ha beneficiado además (como los propios fondos de inversión) de la recuperación de sus precios durante buen parte del periodo. Sigue conservando con 0,76 billones de euros la segunda posición, tras los depósitos bancarios, en la preferencia de las familias, y supera significativamente la localización del ahorro en fondos de inversión.
3. Con un crecimiento más moderado, los **depósitos bancarios conservan su posición de primacía, si bien con una estructura interna que ha cambiado radicalmente**. Su práctica ausencia de remuneración durante muchos años de tipos cero, determinó una drástica reducción de los depósitos a plazo que al inicio de la crisis eran los dominantes.
4. La materialización de la riqueza financiera de los hogares en **seguros de vida-ahorro y previsión ha experimentado durante algunos años un crecimiento sostenido y significativo**. Por supuesto se han beneficiado de la pérdida de atractivo relativo de los depósitos, pero también de un mayor interés de la industria banca-aseguradora en el mencionado contexto por desarrollar este tipo de activo sustitutivo. No obstante, **la prolongación en el tiempo del escenario de tipos cero supuso un hándicap notable para su desarrollo**.
5. Finalmente, el ahorro materializado en **fondos de pensiones**, a pesar de su crecimiento, está lejos de ser mínimamente relevante para los estándares deseables. El desarrollo del ahorro previsional complementario sigue siendo una gran asignatura pendiente en nuestro país.

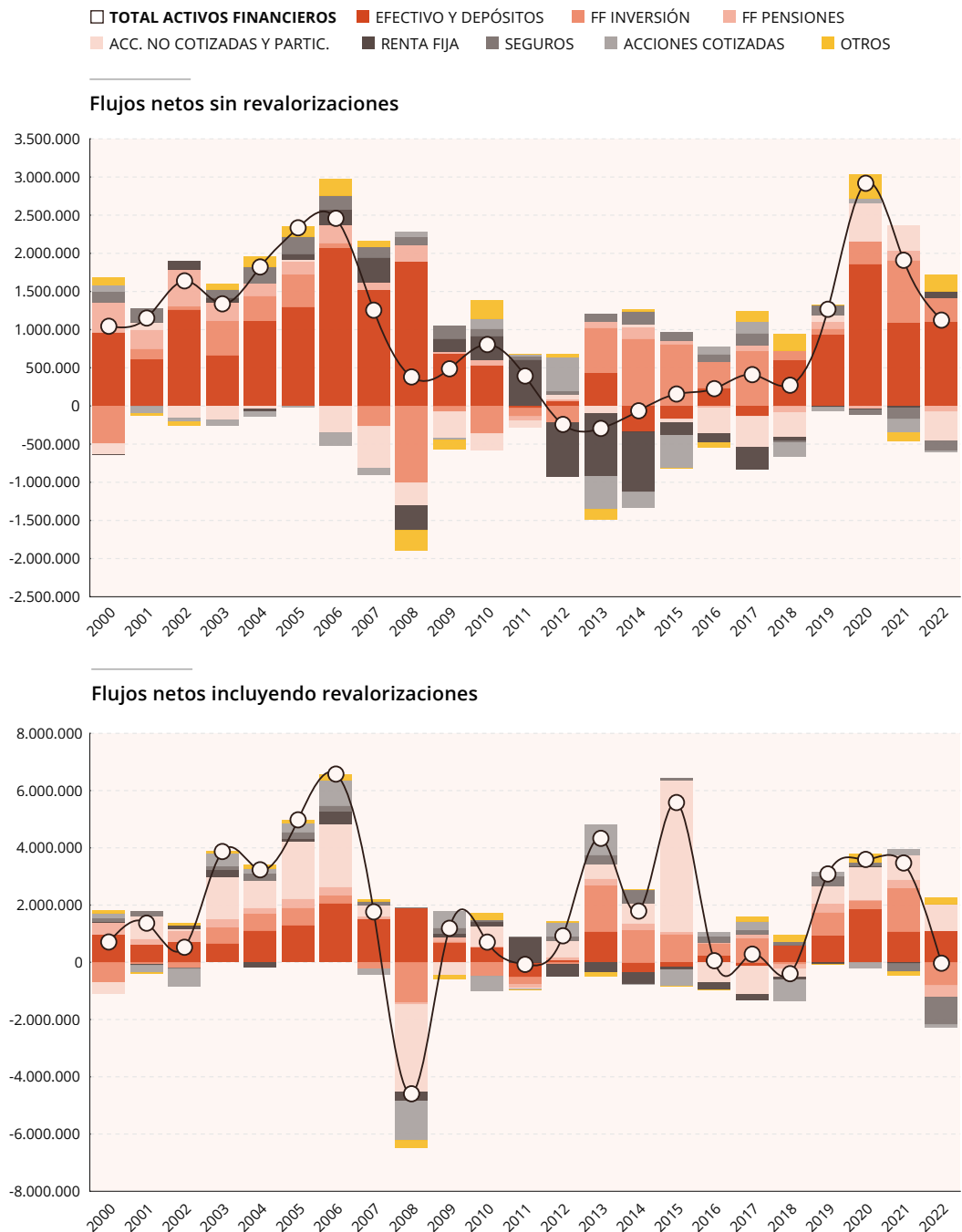
El gráfico 3.5 ilustra cual ha sido esa evolución y recomposición de la riqueza financiera de las familias entre los distintos activos financieros, ofreciendo el detalle de los flujos acaecidos tanto sin tener en cuenta la revalorización de los activos correspondientes en cada uno de los años, como incorporando dicha revalorización.

Ni que decir tiene que el radical cambio de escenario de estos últimos dos años, en los que el shock inflacionista surgido de la combinación de los problemas asociados a la reactivación de las cadenas de producción tras la pandemia y el impacto en los precios de la energía de la invasión de Ucrania por Rusia, unido a la extraordinaria elevación de los tipos de interés que ha tenido lugar como respuesta de los bancos centrales, impactará tanto en el ritmo como en la materialización de estas tendencias de los últimos años.

A la emergencia de esas importantes subidas de los tipos de interés, a los desplomes acaecidos en los mercados bursátiles y a las amenazas de una desaceleración económica no van a ser inmunes las preferencias de localización de la riqueza de los hogares. Por supuesto, tampoco esa composición va a ser inmune a la revalorización relativa de cada uno de sus componentes.

GRÁFICO 3.5

Flujos de los hogares españoles hacia activos financieros por instrumento | Millones de euros



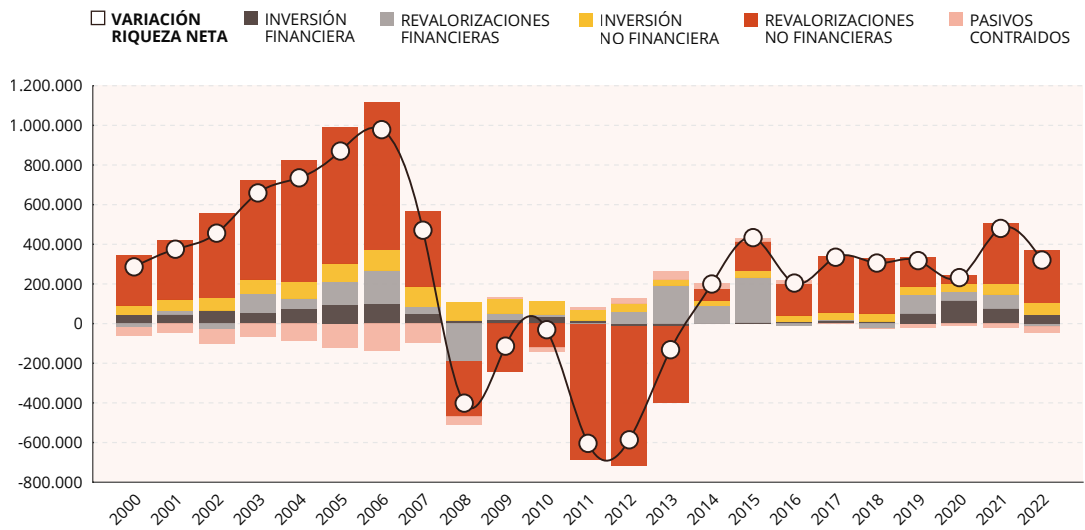
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

De hecho, como puede advertirse en el gráfico 3.6, esa revalorización relativa es, sobre todo en el corto-medio plazo, el principal determinante de la variación y composición de la riqueza de las familias. En efecto, en él puede verse como los efectos de revalorización relativa de los activos financieros y no financieros (fundamentalmente estos últimos) tienen un impacto muy destacado (mayor que la propia adquisición neta regular de uno u otro tipo de activo) tanto en la variación de la riqueza a lo largo del tiempo como en su composición relativa⁴.

⁴ Esto se analizará con mayor detalle en el epígrafe 3.5

GRÁFICO 3.6

Variación de la riqueza neta de las familias descompuesta en España | Millones de euros



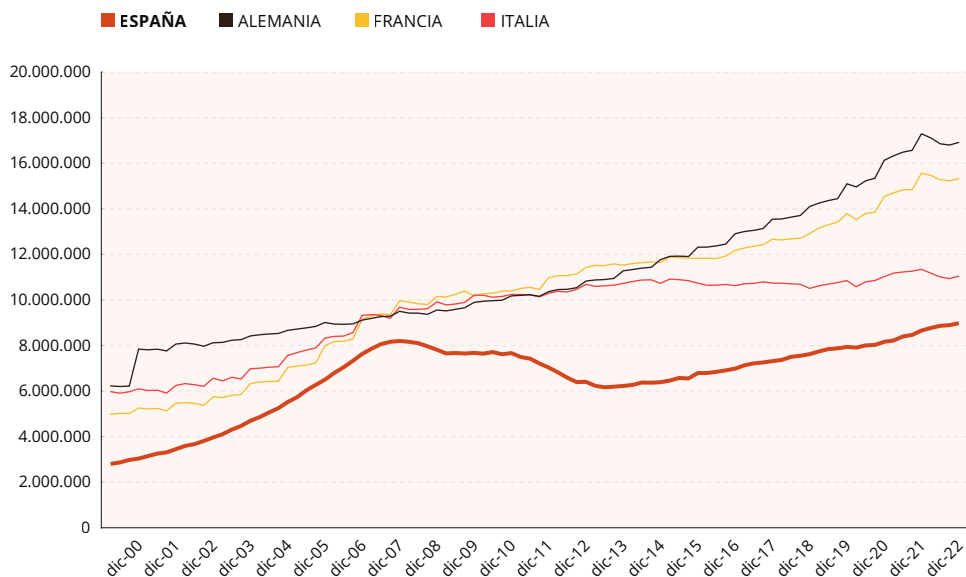
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

Análisis comparativo de la evolución y de la composición de la riqueza de los hogares españoles frente a los principales países europeos

El contraste de la evolución en el tiempo y la composición de la riqueza de los hogares españoles frente a sus homólogos europeos proporciona un ángulo adicional de aproximación de especial interés. La evolución comparada de la riqueza total se recoge en el gráfico 3.7. A veces, su composición tiene que ver con rasgos idiosincráticos, pero en otras ocasiones está determinada por el impacto de fenómenos y acontecimientos de carácter marcadamente económico-financieros. En el presente epígrafe, analizamos esa evolución comparada tanto de la riqueza inmobiliaria como la de los activos que integran la riqueza financiera.

GRÁFICO 3.7

Riqueza total bruta | Millones de euros



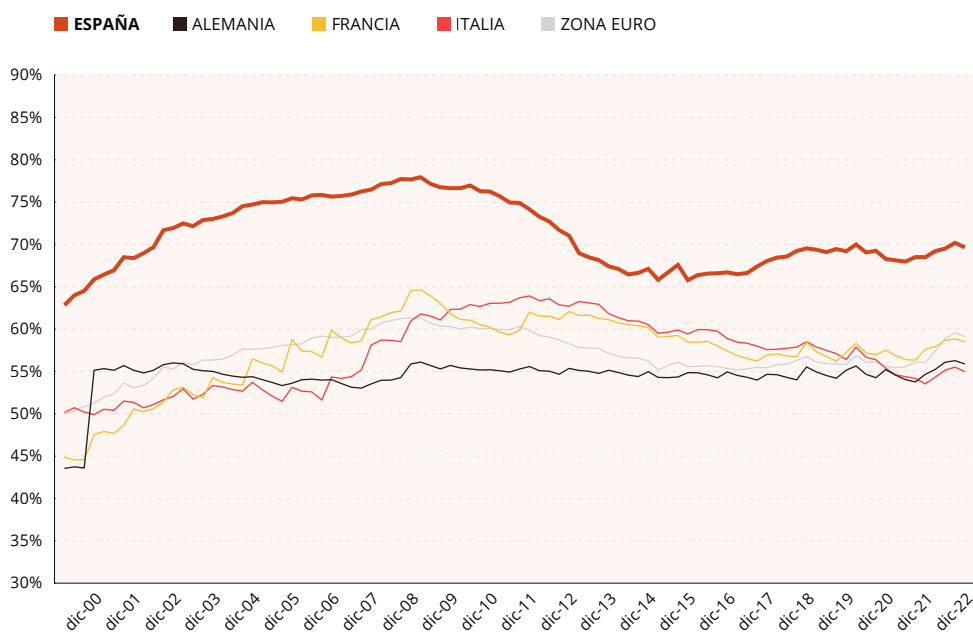
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

Riqueza inmobiliaria y su evolución comparada en el tiempo

Conocemos bien que el elemento distintivo de la composición de la riqueza de los hogares españoles frente a sus homólogos europeos, y en particular frente a los principales países de la eurozona, es el **mucho mayor peso que de manera sistemática tiene la riqueza no financiera (activos inmobiliarios, fundamentalmente)**. El gráfico 3.8 es bien ilustrativo de esta singularidad. El 70% actual supone algo más de 10 p.p. sobre el nivel medio de la eurozona, diferencia que llegó a acercarse a los 20 p.p. en pleno auge del boom inmobiliario coincidiendo con la emergencia de la crisis financiera global de 2008, cuando la riqueza inmobiliaria casi alcanzó el 80% de la riqueza bruta total de los hogares.

GRÁFICO 3.8

Porcentaje de la riqueza inmobiliaria de los hogares sobre su riqueza bruta



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

Ese sesgo hacia la propiedad como forma habitacional preferida tiene indudables raíces culturales, pero también ha sido tradicionalmente apoyada por las diferentes administraciones, bien mediante una fiscalidad favorable (que se ha ido reduciendo en los últimos años), o bien con unas políticas de vivienda protegida que primaba la propiedad frente al alquiler, al contrario que en otros países europeos.

El apoyo que tradicionalmente se ha otorgado a la vivienda en propiedad tomaba en consideración las ventajas que a ese régimen habitacional cabe atribuir frente al alquiler. En primer lugar, se asume que la vivienda en propiedad es un importante factor favorecedor del arraigo territorial, familiar y social. Por otra parte, la adquisición de vivienda propia actúa como un mecanismo incentivador de la autodisciplina en el ahorro familiar y la acumulación de la riqueza, tanto en la fase de acumulación previa (las históricas "cuentas vivienda") como en la fase de amortización del préstamo hipotecario. Además de ese factor de ahorro, la vivienda en propiedad ha competido muy favorablemente con el alquiler como fórmula habitacional. El reducido desarrollo de la oferta de alquiler en muchos ámbitos geográficos en España, y la sensación cultural de "tirar el dinero" frente a la acumulación implícita en la compra de vivienda, ha otorgado tradicionalmente al régimen de propiedad una clara ventaja.

Cierto es que la consideración conjunta de ventajas y desventajas asociadas a la vivienda en propiedad aconsejaría una mezcla algo más equilibrada, frente a una presencia tan acusada de la vivienda en propiedad, aunque esta fuese mayoritaria. La primera desventaja de una mayoritaria cultura de vivienda en propiedad, que tradicionalmente fue señalada por algunas instituciones internacionales (OCDE, FMI, BCE), se refiere al sesgo que de ella se puede derivar hacia un cierto “inmovilismo” geográfico, lo que iría en detrimento de la necesaria flexibilidad y movilidad que demandarían los nuevos modelos productivos. Por otra parte, una generalización de la vivienda en propiedad como aspiración habitacional podría traducirse en endeudamientos excesivos en algunas capas de población con insuficiente capacidad económica y/o cultura financiera, con los riesgos asociados de incurrir en graves situaciones financieras.

En todo caso, **aunque la propiedad sigue siendo la forma habitacional más extendida en España, el alquiler va ganando peso de forma continuada**, de tal modo que el porcentaje de hogares residentes en vivienda alquilada se ha duplicado en lo que va de siglo desde el 10% al 20%, porcentaje en todo caso muy inferior al vigente en los principales países europeos.

Poniendo de nuevo el foco en el tamaño y evolución individualizada por países de ambos tipos de riqueza (financiera y no financiera) se presentan los gráficos 3.9. Desde luego llama también la atención la **mayor variabilidad de la riqueza bruta de los hogares españoles**. Variabilidad que, como se profundizará en un epígrafe posterior, viene provocada esencialmente por los cambios de valor (mayores históricamente que en los países de nuestro entorno) de los activos inmobiliarios, que constituyen el grueso de la riqueza de los hogares en general y, singularmente, en nuestro país.

El crecimiento del valor de la riqueza inmobiliaria de los hogares en España hasta la crisis financiera de 2008 fue exponencial, multiplicándose por más de tres en apenas ocho años, de modo que incluso llegó a superar en ese momento en términos absolutos a la riqueza inmobiliaria de Alemania, Francia e Italia. Ello determinó que la riqueza bruta total española estimada alcanzase entonces ocho billones de euros, acercándose en extremo en términos absolutos a los que definían en aquel momento los citados países de referencia (valores cercanos a los diez billones de euros). A diferencia de estos países, el desplome posterior del precio de los activos inmobiliarios en España conllevó una contracción de su valor y, de manera inducida, de la propia riqueza total en los años inmediatamente posteriores a la crisis. Hasta tal punto, que aquellos ocho billones de euros de 2008 no se volvieron a recuperar hasta casi el año 2020. A cierre de 2022 la riqueza bruta total asciende a prácticamente nueve billones de euros.

El valor de la riqueza inmobiliaria española llegó a superar a la de Alemania, Francia e Italia antes de la crisis financiera.

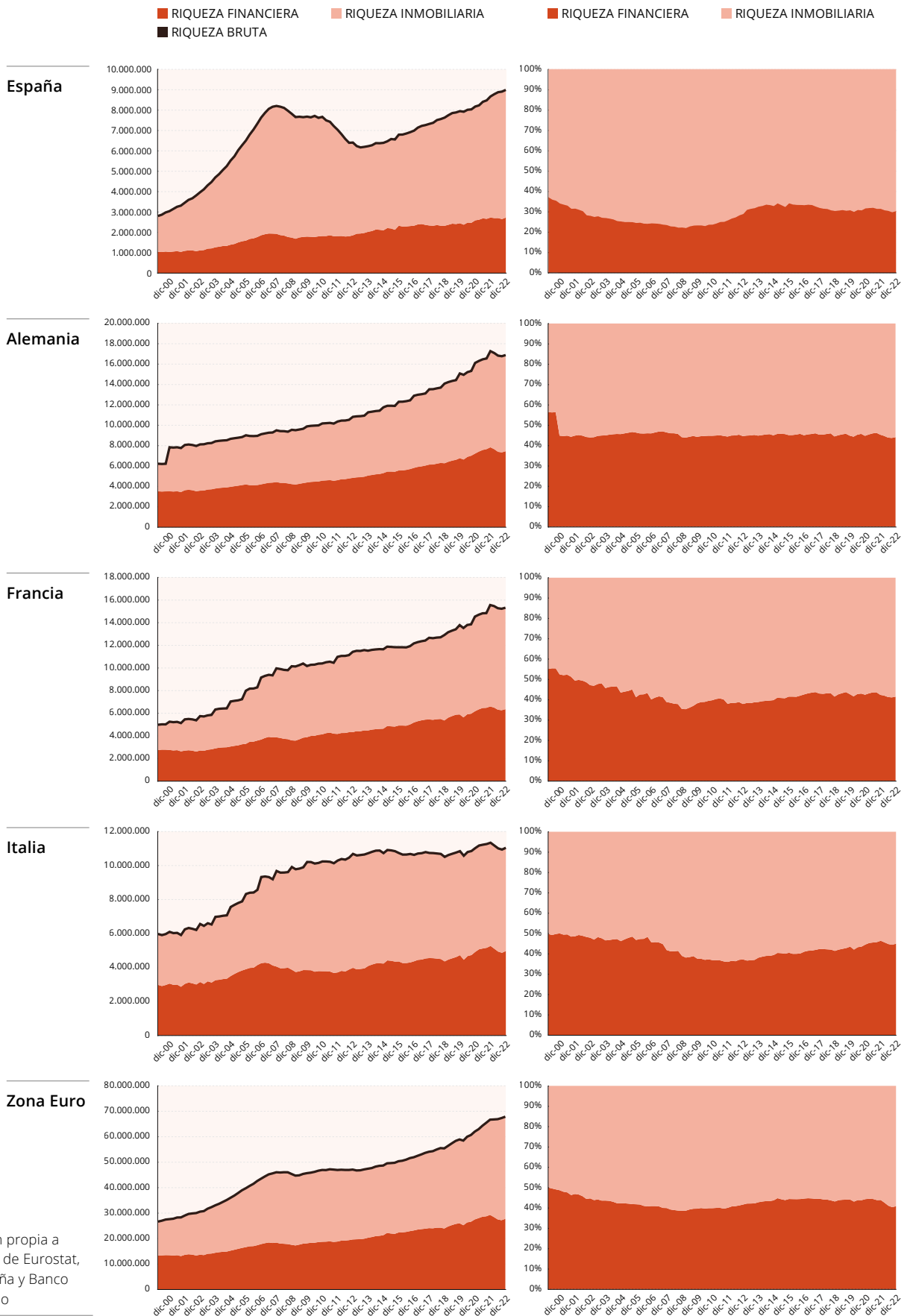
Como puede observarse en los gráficos 3.9 (izquierda), **ninguno de los países de contraste ha presentado tal oscilación en su evolución del perfil de la riqueza de los hogares**. Su crecimiento suave pero continuo en Alemania y Francia, los llevan a definir valores en el entorno de 17 y 15 billones de euros respectivamente en la actualidad. En el caso de Italia, su perfil ha sido casi de estancamiento desde la crisis de 2008, situándose la riqueza bruta total de los hogares a finales de 2022 en 11 billones de euros.

Los gráficos 3.9 (derecha) ilustran la evolución temporal de la descomposición porcentual (financiera y no financiera) de esa riqueza de los hogares, manifestándose claramente la singularidad estructural de los hogares españoles.

Los gráficos 3.10 y 3.11 de la evolución de la riqueza bruta total y de la riqueza inmobiliaria respectivamente en los cuatro países, ilustran cómo con el paso del tiempo se alcanza una “jerarquía” entre países que parece más natural y acorde a sus tamaños relativos; en gran medida por el notable ajuste que se produce en el valor de la riqueza inmobiliaria española y, en menor medida, de la italiana.

GRÁFICO 3.9

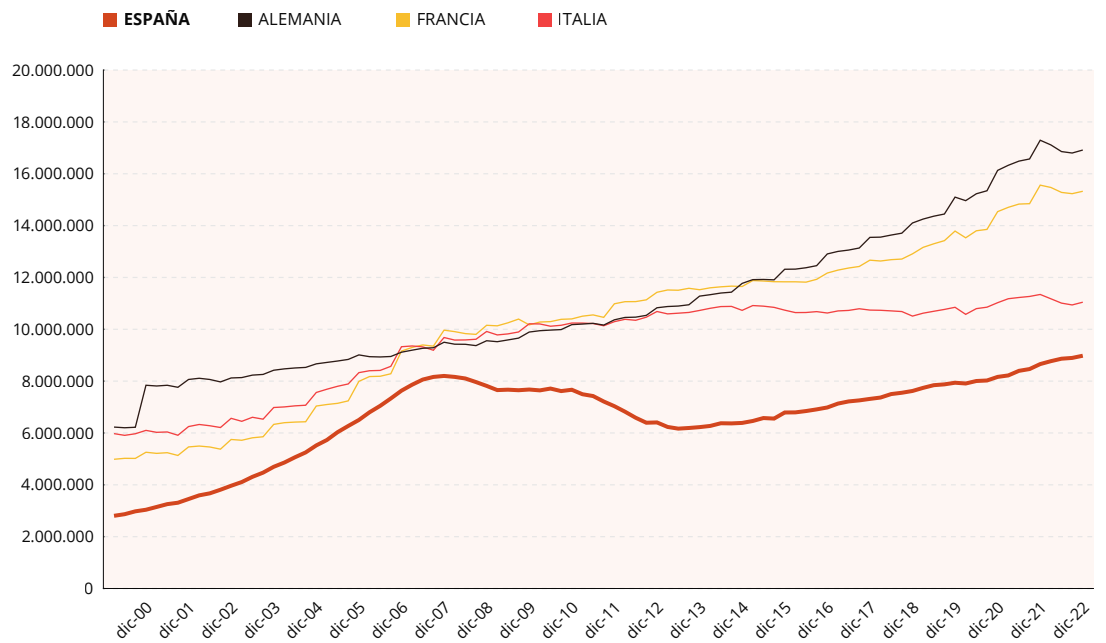
Riqueza bruta y descomposición inmobiliaria y financiera | Millones de euros y porcentaje



Fuente:
 Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

GRÁFICO 3.10

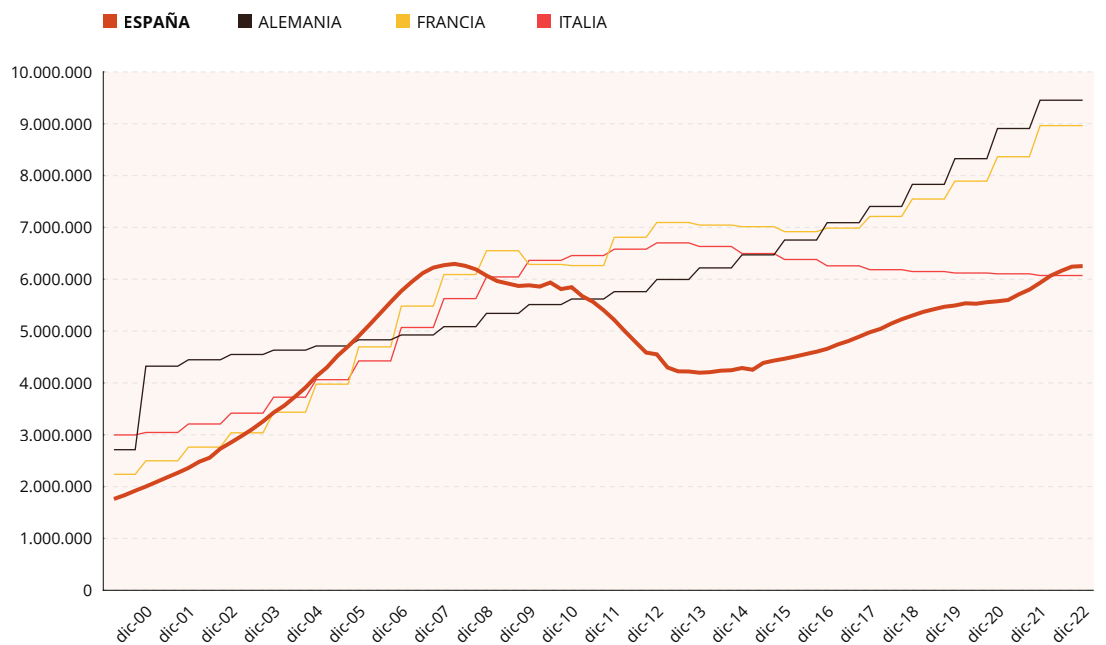
Riqueza total bruta | Millones de euros



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

GRÁFICO 3.11

Riqueza inmobiliaria | Millones de euros



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

Un antes y un después en la riqueza total de los hogares españoles tras la crisis financiera, como consecuencia de la evolución de la riqueza inmobiliaria.

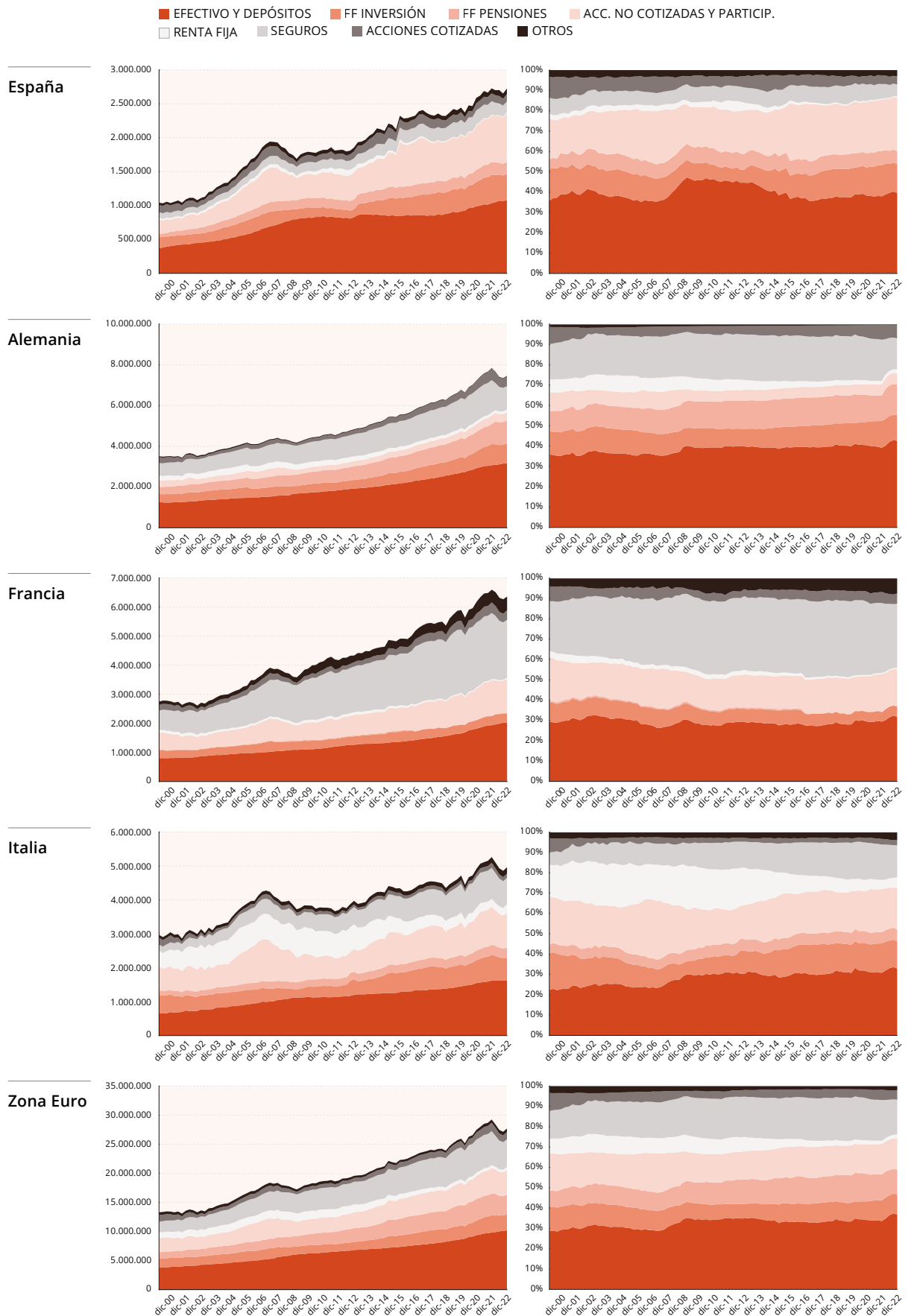
Riqueza financiera: composición y evolución comparada

Siendo el significativo mayor peso de la riqueza inmobiliaria el elemento más distintivo en el caso español, en un segundo nivel también se manifiestan elementos diferenciales en la composición de la riqueza financiera frente a los países de contraste. Esto que puede advertirse en los gráficos 3.12:

- **Efectivo y depósitos:** en general, mayor peso relativo (salvo Alemania) fundamentado en buena medida en el dominio en nuestro país del negocio bancario.
- **Fondos de inversión:** en general, también mayor peso relativo. Efectos sustitución a lo largo de la historia relacionado con la situación y expectativas de los tipos de interés. Tipos bajos de los últimos años alentaron el traspaso hacia fondos de inversión.
- **Fondos de pensiones:** reducida relevancia comparada con el conjunto de la eurozona vinculada con el escaso desarrollo del ahorro previsional basado en productos financieros y/o de seguros. La interpretación al uso radica en la mayor generosidad relativa del sistema de pensiones público español, combinado con esa preferencia por la inversión inmobiliaria que, en última instancia, tiene tintes de activo sustitutivo del ahorro financiero previsional.
- **Seguros.** El peso relativo de los seguros es notablemente interior al de sus homólogos europeos, en virtud básicamente del menor desarrollo de los productos de vida-ahorro, lo que claramente está relacionado con el punto anterior, y con el hecho de la mayoritaria utilización del canal bancario en nuestro país para la distribución de fondos de inversión.
- **Acciones no cotizadas y participaciones.** El mucho mayor peso relativo de esta figura frente a los países de referencia y el conjunto de la zona euro tiene su base en una estructura productiva de la economía española mucho más orientada a los servicios, y en la que domina con claridad la pequeña y mediana empresa.
- **Acciones cotizadas y renta fija.** La materialización directa de la riqueza de los hogares en este tipo de activos es en general limitada, como en el resto de los países de la eurozona.

GRÁFICO 3.12

Riqueza financiera y desglose por tipo de activo | Millones de euros y porcentaje



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

Los depósitos bancarios y las participaciones en fondos de inversión constituyen las dos principales materializaciones en activos financieros de los hogares españoles, de tal manera que ambos instrumentos de forma conjunta acumulan más de dos tercios de aquellos (depurando de los mismos las participaciones en negocios propios de los hogares). El desglose entre uno y otro tipo de instrumento es en la actualidad prácticamente similar al existente al inicio de siglo, de tal manera que bien podría decirse que se ha mantenido inalterado el equilibrio entre ahorro intermediado (depósitos) y el desintermediado (fondos de inversión).

Y, sin embargo, se han registrado muy importantes oscilaciones en dicho desglose, poniendo de manifiesto que ambos instrumentos actúan con una cierta sustituibilidad en cuanto a destino preferente para el ahorro financiero de los hogares españoles.

En ese trasvase entre depósitos y fondos, sin duda operan simultáneamente factores de demanda y de oferta. Contrariamente a los depósitos, cuyo valor facial se mantiene invariable en el tiempo, las participaciones en fondos de inversión registran cambios en su valoración en función de cómo lo hagan los diferentes activos en los que el fondo materializa la inversión de dichas participaciones. Esos cambios en la valoración serán tanto mayores cuantos mayores sean las fluctuaciones de valor en los activos que constituyen dichas inversiones y, por tanto, del perfil de riesgo de los fondos correspondientes. Aunque esa característica de los fondos como inversión de riesgo es conocida de antemano, y es suficientemente explícita la recomendación de los supervisores soportada en que “rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras”, lo cierto es que, en eventos de fuertes caídas de precios, y de valoración de las participaciones, es bastante habitual asistir a conductas gregarias o de rebaño (*herding behavior* en la jerga financiera), con intensas reducciones, o incluso caídas, en los flujos netos a fondos de inversión..

En el lado de la oferta, el principal factor que puede afectar a los trasvases entre depósitos y fondos es probablemente la retribución ofrecida por los depósitos. En este sentido, no puede obviarse el papel complementario que depósitos y fondos de inversión juegan en la oferta de vehículos de ahorro e inversión por parte de los intermediarios financieros.

Ese papel complementario es mucho más importante, si cabe, en el caso español, en el que la oferta de fondos de inversión tiene un elevado **sesgo bancario**, como lo demuestra el hecho de que más del 80% de los mismos son comercializados por gestoras participadas por entidades de crédito. **Esta “dependencia bancaria” del ahorro financiero de las familias españolas, se produce también en la práctica respecto de otros productos** como planes de pensiones individuales o de diferentes tipos de seguros de ahorro/inversión, mayoritariamente canalizados también a través de redes bancarias.

Desde dicho posicionamiento estructural, las entidades consideran a los depósitos y los fondos de inversión como instrumentos alternativos a ofrecer a sus clientes, con unas condiciones relativas entre unos y otros -tipos de remuneración a los depósitos, comisiones de gestión en los fondos-, que sin duda se hacen eco también de la conveniencia o necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Eso explicaría, por ejemplo, el fuerte trasvase de fondos hacia depósitos en los años de fuertes necesidades de liquidez entre 2008 y 2012, o el flujo contrario en los años en los que la retribución a los depósitos ha sido nula o, como es el caso desde mediados de 2022, muy por debajo de los tipos de referencia.

Canalización del ahorro financiero hacia uno u otro producto muy determinada por la relevancia de la banca en nuestro país.

El efecto revalorización de los activos en la composición de la riqueza

Como ya se señaló anteriormente, el proceso de acumulación de riqueza de los hogares no es sólo fruto de la adquisición neta de activos que tiene lugar como consecuencia de la materialización del ahorro a lo largo del tiempo. La propia riqueza acumulada (y su composición, que vimos en el anterior epígrafe) se ve impactada por los cambios de valor de los activos que inducen las variaciones de factores que lo determinan (tipos de interés, precios de las acciones, precios inmobiliarios, ...). De hecho, y como veremos a continuación, el efecto de revalorización de los activos puede ser tanto o más determinante en la acumulación de riqueza que la propia adquisición neta de activos en la que se materializa regularmente el ahorro.

Como puede observarse en el cuadro 3.2, ha de constatarse antes de nada que España es el país en el que más ha aumentado la riqueza de los hogares durante el conjunto de las dos décadas (215%); muy por encima de la media de la eurozona (145%), en la que se sitúa Alemania (141%), y extraordinariamente más que en Italia (82%). Realmente, **tal aumento fue extraordinario hasta 2008. Tras la fuerte pérdida de valor de todos los activos, y especialmente de los inmobiliarios, que se produjo durante la crisis financiera, el crecimiento posterior ha sido mucho más moderado.**

La segunda constatación es precisamente que el aumento de la riqueza no ha estado basado tanto en la adquisición neta de activos (inmobiliarios y financieros), reducida comparativamente por la baja tasa de ahorro de nuestro país, como en el **efecto revalorización. A este se deben casi las tres cuartas partes del aumento de riqueza en el conjunto del periodo.** Este hecho contrasta frente al resto de los países de referencia: en ellos, las revalorizaciones representan en Francia, el mejor de los casos, el 54% del aumento de la riqueza. Y a mucha mayor distancia Alemania (sólo el 23%) e Italia (30%). **Al contrario que en España, el perfil de aumento de la riqueza se corresponde mayoritariamente en estos dos países con las adquisiciones netas de activos en las que se materializan los flujos recurrentes de ahorro,** y sólo, en menor medida, con la revalorización de dichos activos.

En España ha sido más relevante el efecto revalorización que el proceso de acumulación regular de ahorro neto.

La tercera consideración es que ese efecto revalorización en España está cimentado fundamentalmente en los activos inmobiliarios, sin desmerecer en cualquier caso la **también remarcable mayor revalorización relativa de los activos financieros españoles frente a la de otros países.**

Por último, es reseñable así mismo que **en los últimos años las adquisiciones netas de activos financieros han dominado, en general, sobre las inmobiliarias, tanto en España como en el resto de los países.**

En conclusión, el hecho más relevante, como puede observarse en los distintos paneles del gráfico 3.13, es que, a diferencia de los otros países de referencia, **la evolución y la oscilación de la riqueza de los hogares españoles ha estado mucho más determinado por la fluctuación del precio de los activos que la componen, que por el propio proceso de acumulación regular de ahorro.** La reducida, comparativamente, tasa de ahorro, su elevada volatilidad y su localización, muy mayoritariamente en activos inmobiliarios, justifican en buena medida este comportamiento. Tanto más, cuanto que al ajuste

estructural del nivel de tipos de interés que supuso nuestra incorporación a la moneda única, coincidiendo con el inicio de nuestro periodo de estudio, se contrapuso pocos años después (2008-12) una crisis de extraordinario calado, que disparó los diferenciales de los tipos a largo españoles, deprimió la actividad económica y a punto estuvo de romper la eurozona.

Los diez últimos años definen un periodo de razonable normalización en el que, aunque se mantiene la preponderancia en cuanto a aportación de la riqueza inmobiliaria, el patrón de acumulación es ya “más parecido” a los países de nuestro entorno; esto es, la aportación de la riqueza financiera cobra más importancia.

Al margen de esta evolución específica, cuando integramos todos los fenómenos, lo cierto es que globalmente, y como ya señalábamos, **la riqueza del conjunto de los hogares españoles se ha expandido más en términos relativos que la de los países de nuestro entorno. Y tal expansión ha tenido que ver especialmente con el fuerte impacto de la convergencia a la baja en tipos de nuestro país en los primeros años de los 2000, tras nuestra incorporación a la eurozona.** Téngase en cuenta la relevancia del nivel de tipos de interés de equilibrio a largo plazo en la determinación del precio de muchos activos y, singularmente, en el de uno tan abundante en las carteras de los hogares españoles como son los activos inmobiliarios.

CUADRO 3.2

Descomposición de la variación de la riqueza en los distintos países | 2000-2022, mill. euros

	ESPAÑA	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	ZONA EURO
Adquisición neta activos	2.262.865	7.438.201	5.210.252	3.846.906	23.105.346
Inmobiliarios	1.351.272	3.569.580	2.594.005	2.118.313	12.348.220
Financieros	911.593	3.868.621	2.616.247	1.728.593	10.757.126
Revalorizaciones	4.206.368	2.014.590	4.737.869	1.396.661	15.962.333
Inmobiliarias	3.189.249	1.560.740	3.872.016	909.128	10.878.261
Financieras	1.017.119	453.850	865.853	487.533	5.084.071
Variación pasivos	-676.927	-548.661	-1.230.446	-562.107	-4.488.912
TOTAL	5.792.306	8.904.130	8.717.675	4.681.460	34.578.767
Pro memoria:					
Riqueza inicial 2000	2.690.921	6.326.256	4.589.332	5.696.427	23.872.266
Riqueza final 2022	8.483.227	15.230.386	13.307.007	10.377.887	58.451.033
Variación	215%	141%	190%	82%	145%

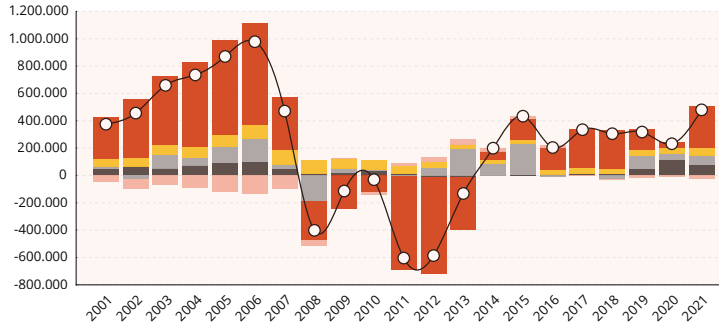
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

GRÁFICO 3.13

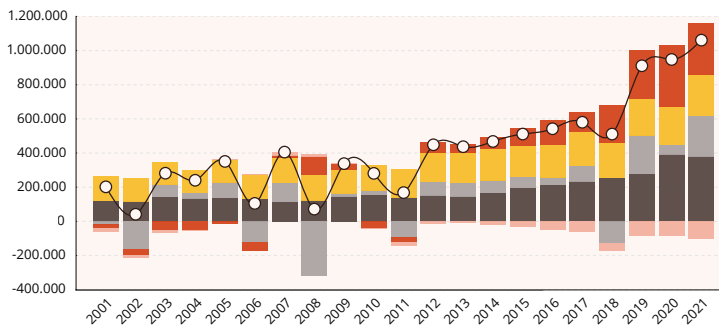
Descomposición de la variación neta de la riqueza de los hogares en el tiempo en los diferentes países | Millones de euros

■ VARIACIÓN RIQUEZA NETA
 ■ INVERSIÓN FINANCIERA
 ■ REVALORIZACIONES FINANCIERAS
■ INVERSIÓN NO FINANCIERA
 ■ REVALORIZACIONES NO FINANCIERAS
 ■ PASIVOS CONTRAIDOS

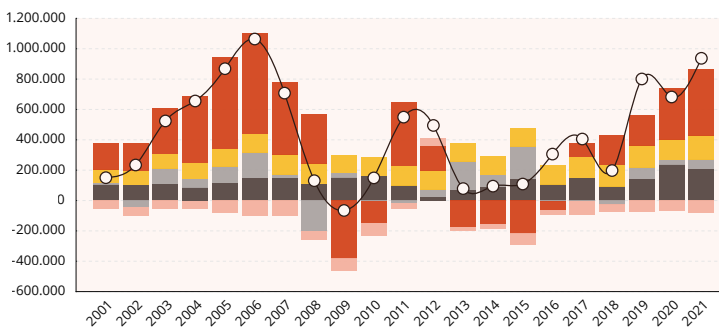
España



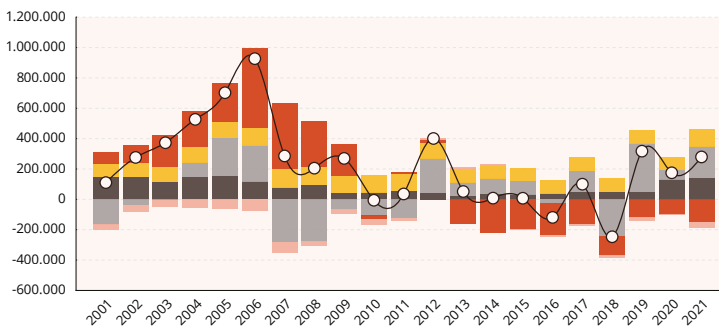
Alemania



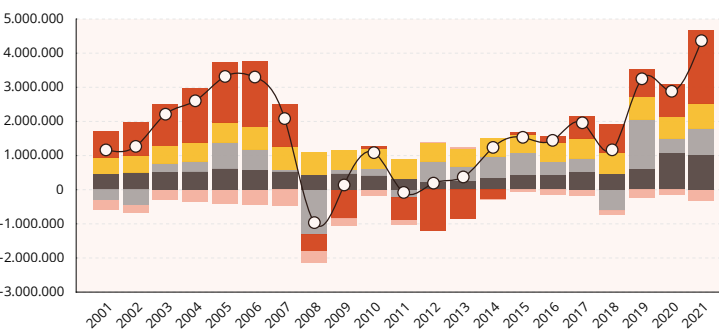
Francia



Italia



Zona Euro



Fuente:
Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

La riqueza de los hogares en relación con su renta bruta disponible en los distintos países

Si en el epígrafe anterior hemos visto la relevancia del efecto de revalorización de los activos en la propia composición de la riqueza de las familias (más allá de las adquisiciones netas realizadas de cada uno de ellos), lo cierto es que la diferente dimensión de esa revalorización de los activos entre los países también impacta en la ratio riqueza sobre renta disponible.

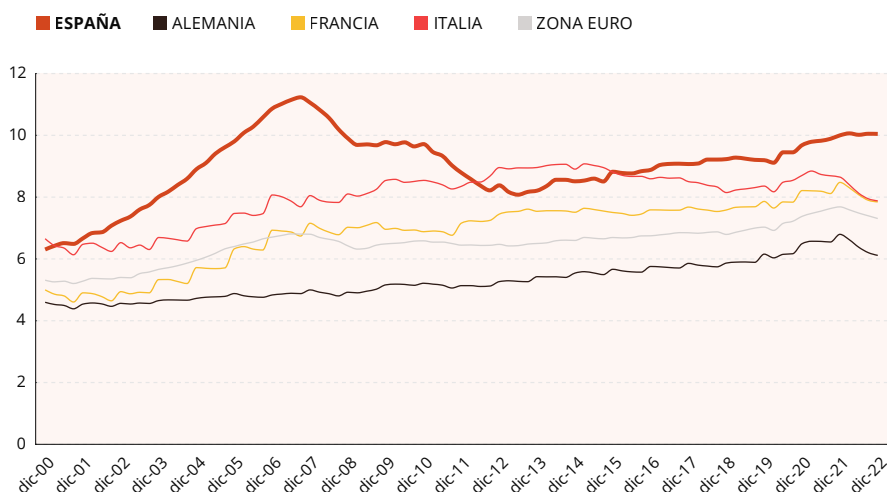
Es llamativo a estos efectos, que dicha ratio no sólo es históricamente elevada en el caso de España, sino que su diferencia frente al resto de los países de referencia se ha acrecentado en el periodo de análisis tal y como puede apreciarse en el gráfico 3.14. Por supuesto, en un contexto también de mayores oscilaciones de dicha ratio, como consecuencia de la elevada volatilidad relativa del precio de los activos (especialmente de los inmobiliarios) en España. En cualquier caso, y como puede observarse, en todos los países esa ratio muestra una tendencia creciente en el tiempo.

En efecto, a cierre de 2022 la riqueza en España representa, en general, un múltiplo significativamente más alto sobre su RBD que en el resto de los países (unas 10x con los últimos datos disponibles frente a menos de 7,5x aproximadamente del conjunto de países de la eurozona). Dicho de otro modo, **los hogares españoles serían “más ricos en términos relativos a su renta disponible” (ampliando además su brecha) que los de los países de contraste, a pesar de que su tasa de ahorro es la menor de todos ellos**. Obviamente la ampliación de la brecha tiene que ver con una mayor revalorización relativa de los activos integrantes de la riqueza (inmobiliarios fundamentalmente como ya conocemos) y/o una peor evolución de la renta disponible. Como ya hemos visto, ambas circunstancias han contribuido en el caso español, y ambos efectos señalan con claridad una generación perdedora, que se pondrá también de manifiesto posteriormente en el capítulo 4: la de los más jóvenes, con una renta disponible estancada o por debajo en términos reales de la de hace 15-20 años, y unos activos (vivienda) que por el contrario (y a pesar de los vaivenes) se ha revalorizado.

Otra reflexión que se deriva de esa mayor ratio de riqueza frente a renta de los hogares españoles, cuando dicha riqueza se sustancia además en mayor medida en activos inmobiliarios, es la relevancia que puede tener la conveniente definición de políticas específicas tendentes a licuar con mayor facilidad los activos inmobiliarios para la generación de rentas complementarias de cara a la jubilación.

GRÁFICO 3.14

Riqueza total neta sobre renta bruta disponible

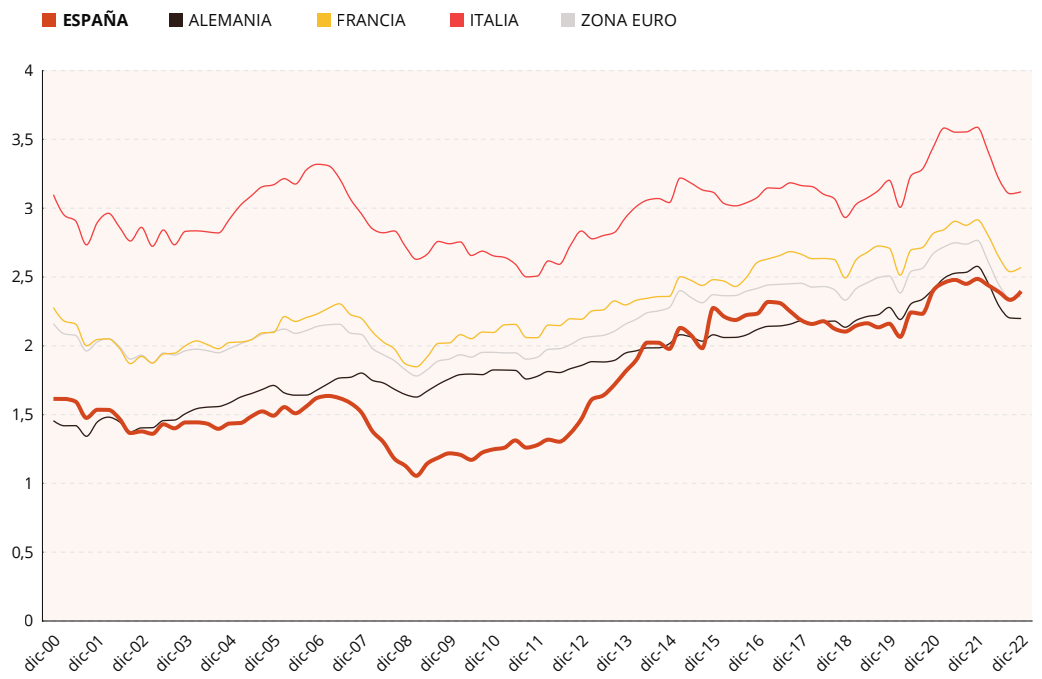


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

Finalmente, el gráfico 3.15 ilustra el históricamente reducido peso relativo de la riqueza financiera sobre la RBD en nuestro país, aun cuando ha aumentado su relevancia en los últimos años.

GRÁFICO 3.15

Riqueza financiera neta sobre renta bruta disponible



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

4

Visión micro: lo que revelan las encuestas financieras a las familias

Visión micro: lo que revelan las encuestas financieras a las familias

Siendo extraordinariamente relevante la visión macro del comportamiento frente al ahorro de las familias y su posterior traducción en riqueza, tal perspectiva no proporciona un marco completo de análisis. Ese comportamiento agregado de los hogares esconde en realidad comportamientos bien distintos, y viene determinado, en la práctica, por la suma de numerosas funciones de reacción individuales que responden a múltiples factores demográficos, socioculturales y económicos: el tamaño y composición de la unidad familiar, la renta y la fuente que la genera, el patrimonio, la edad o los estudios son algunos de los más vinculantes. La adopción de una visión micro, o dicho de otro modo más granular, permite no sólo entender mejor ese comportamiento agregado, sino también sus diferencias con otras realidades distintas (otros países) o definir las políticas públicas específicas más convenientes para alcanzar determinados objetivos.

A ese conocimiento más de detalle de la realidad está orientada la **Encuesta Financiera de las Familias (EFF)**¹, que como ya hemos señalado, bajo el liderazgo del Banco de España se viene elaborando cada tres años desde 2002 en nuestro país, con lo que a la fecha de realización del presente estudio disponemos ya de siete oleadas. En este sentido, España es un referente importante de este tipo de análisis a nivel europeo, dado que dentro de la eurozona es el país que cuenta con una encuesta de esta naturaleza con mayor profundidad histórica (dos décadas).

Además, dado que desde 2011 forma parte de la **Household Finance and Consumption Survey (HFCS)**² del Eurosistema, permite disponer también, aunque para un marco temporal más reducido, de una comparativa internacional razonablemente homogénea a través de las oleadas de encuestas, que también cada tres años aproximadamente, se realizan en los países que lo componen. En consecuencia, disponemos de cuatro oleadas hasta la fecha.

En los próximos epígrafes analizaremos respectivamente (1) las características principales de la EFF y de la HFCS, (2) las características y evolución reciente y comparada de la unidad familiar española, (3) la evolución reciente y comparada de la renta de las familias, y (4) la evolución reciente y comparada del ahorro y de la riqueza de los hogares españoles.

Radiografía de los hogares en España: transformaciones en el siglo XXI

Como ya hemos señalado en algún momento, la propia configuración de los hogares, a cuyo comportamiento está dirigido nuestro estudio, determina muchas de las decisiones de consumo y ahorro, y su materialización. Por esta razón, previamente al análisis específico de las finanzas de los hogares, es necesario un primer ejercicio de contextualización; un ejercicio de cómo se ha alterado el mapa de los hogares en España desde el inicio del presente siglo.

¹ https://app.bde.es/efs_www/home?lang=ES

² https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html

Tales transformaciones no tienen sólo que ver con la evolución del marco económico y financiero al que se enfrenta esta unidad económica (los hogares), sino también con las alteraciones específicas de su naturaleza y características (tamaño, edad de quienes la componen, situación de actividad o inactividad de sus miembros, nivel de formación, etc.).

En este epígrafe nos centramos precisamente en el análisis de estas transformaciones intrínsecas, las cuales, en análisis posteriores, arrojarán luz sobre cambios que se han producido en la toma de decisiones económico-financieras de los hogares. Piénsese que la reducción del tamaño medio de los hogares y/o la edad de quienes lo componen (p.e. mayor peso de hogares jóvenes o de hogares con miembros inactivos/jubilados) condiciona sobremedida algunos comportamientos.

Evolución de la población y del número de hogares

Por supuesto, la demografía, y más en particular la evolución del tamaño poblacional, es muy determinante de la conformación de los hogares y de sus características. La población española ha experimentado un aumento constante durante el período desde 2002 hasta la actualidad, aunque ha habido algunos cambios en dichas tasas de crecimiento a lo largo de este periodo.

Según los datos de Eurostat, la población de España era de aproximadamente 40,5 millones de personas en el año 2000. Desde entonces hasta el año 2022 la población había aumentado hasta alrededor de 47,5 millones de personas. En definitiva, **durante el transcurso de esos 22 años la población española aumentó nada menos que unos siete millones de personas, lo que representa un incremento del 17%**; muy por encima de Francia (12%) y extraordinariamente más que en Italia (4%) y Alemania (sólo un 1%)³. Debe notarse, que tal aumento de la población en este periodo trae causa de la espectacular inmigración internacional. Este fue el principal determinante de la evolución de la población española en las primeras dos décadas del siglo XXI, siendo responsable de casi el 80% del crecimiento de la población total en España entre 2000 y 2022⁴. **Tan destacado, y singular composición, del aumento de la población española es muy relevante para explicar de algunas magnitudes de renta y riqueza frente a los tres países que estamos utilizando como referencia.**

Como puede apreciarse en el gráfico 4.1, en el que se representa la evolución de la población y del número de hogares para los años en los que se han realizado las siete oleadas de la EFF, el mencionado crecimiento fue bastante constante durante un primer periodo entre 2002 y 2008, con un aumento promedio anual de alrededor de 500.000 personas. A partir de 2008, con la crisis económica mundial, la tasa de crecimiento comenzó a disminuir. Y en algunos años (2012-15) incluso hubo una disminución neta de la población, debido tanto a las salidas netas de población inmigrante como a la emigración de ciudadanos españoles en busca de trabajo en otros países.

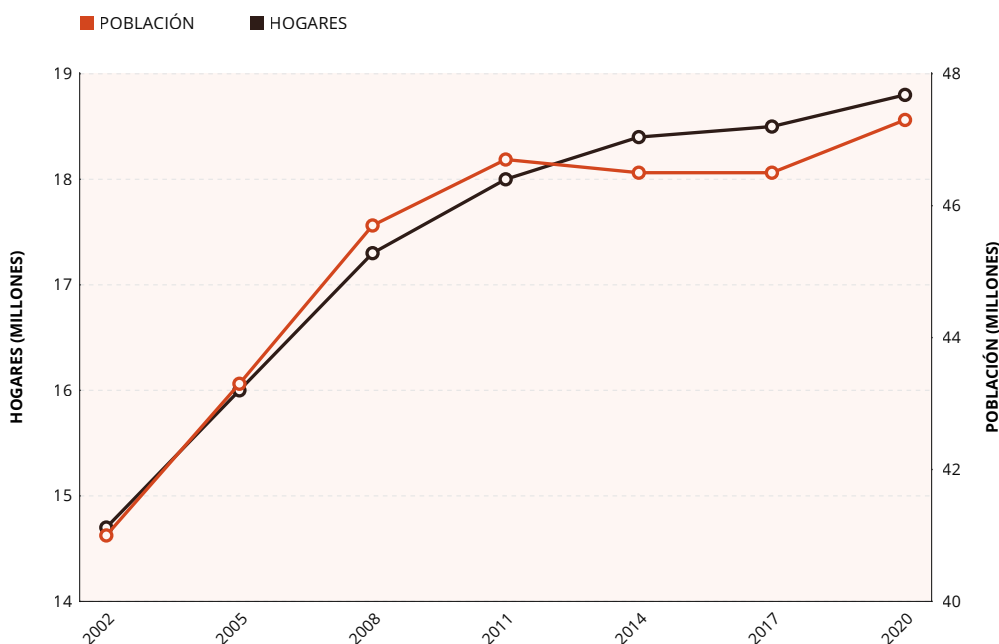
Por su parte, el perfil de crecimiento de la formación de hogares ha sido muy parecido, con un fuerte aumento hasta 2008 y una desaceleración posterior. **No obstante, la creación de aproximadamente cuatro millones de nuevos hogares en el balance global del periodo, desde los 14,7 millones de 2002 hasta 18,8 millones de 2020, revela una tasa de crecimiento en el periodo (28%), que duplica prácticamente la del crecimiento de la población.** En consecuencia, se ha producido una reducción significativa del tamaño medio de los hogares en estas dos últimas décadas, al haberse creado los mencionados cuatro millones de hogares con un aumento de la población de seis millones de personas.

³ Nótese que del aumento de 22,5 millones de personas de la eurozona en el periodo 2000-22, nada menos que un tercio es atribuible a España y otro tercio, aproximadamente, a Francia.

⁴ Para tener un análisis más detallado, véase Fernández-Huertas, J. (Fedea 2021).

GRÁFICO 4.1

Evolución de los hogares y de la población en España



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Algunos de los principales factores que han determinado esta dinámica son:

1. **Aumento en el número de hogares unipersonales:** Uno de los cambios más notables ha sido el aumento en el número de hogares formados por una sola persona. Esto puede atribuirse a factores como el envejecimiento de la población, la movilidad laboral y social, y la disminución de la tasa de natalidad.
2. **Menor tamaño promedio de los hogares:** En general, el tamaño promedio de los hogares en España ha disminuido a lo largo de las décadas. Esto se debe en parte a la tendencia hacia la formación de hogares más pequeños, así como a la disminución de la fecundidad y el aumento en la esperanza de vida.
3. **Crecimiento de hogares uniparentales:** Los hogares encabezados por un solo progenitor, ya sea madre o padre, también han aumentado en número. Esto puede relacionarse con cambios en las estructuras familiares y en las dinámicas de relaciones.
4. **Mayor diversidad en la composición de los hogares:** La sociedad española ha experimentado una mayor diversidad en términos de estructura familiar. Aparte de los hogares tradicionales con parejas casadas y niños, ha habido un aumento en hogares multigeneracionales, parejas no casadas o convivencia entre personas sin parentesco directo, entre otras casuísticas.
5. **Influencia de la inmigración:** La llegada de inmigrantes a España en las primeras décadas del siglo XXI también ha influido en la composición de los hogares. Muchos inmigrantes formaron nuevos hogares al establecerse en el país.
6. **Impacto económico:** Factores económicos, como la crisis financiera que comenzó en 2008, también pueden haber influido en la formación y la composición de los hogares. En tiempos de incertidumbre económica, las personas pueden tomar decisiones sobre su vivienda y su estructura familiar en función de dichas circunstancias.

En cualquier caso, este fenómeno de mayor crecimiento del número de hogares que de la población, con la correspondiente reducción del tamaño medio de los hogares,

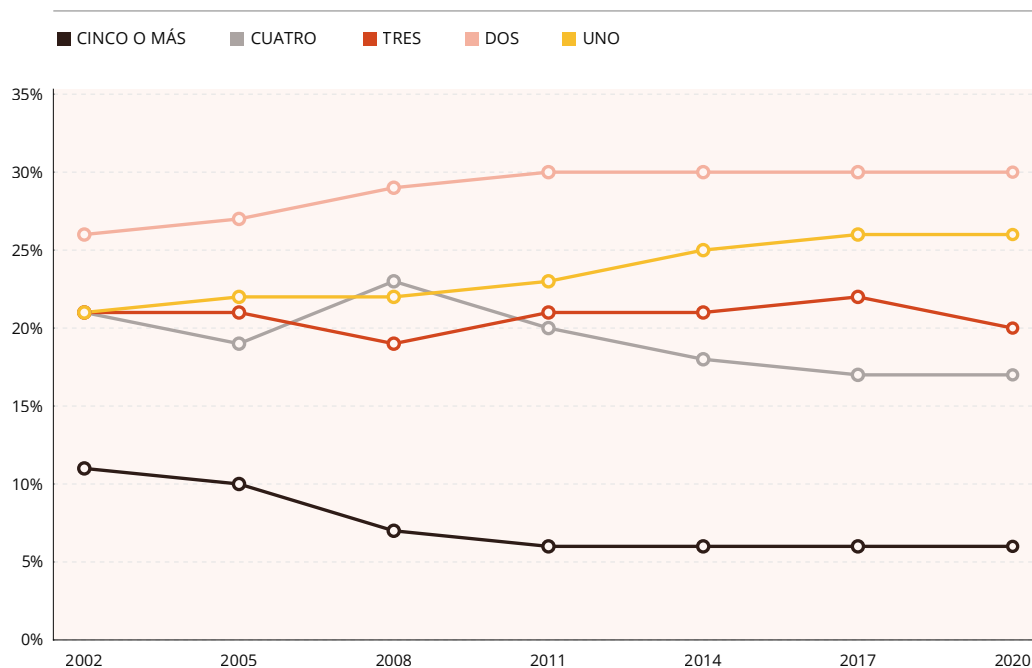
es compartido con el resto de los países de referencia y con el conjunto de la zona euro. **Lo distintivo del caso español es el mucho mayor aumento relativo tanto de la población como del número de hogares en el periodo analizado; elemento distintivo que se sustanció mayoritariamente durante el periodo inicial de boom de la economía española 2000-08 y, en menor medida, en los años posteriores.**

Modificación del perfil de los hogares españoles

En efecto, el tamaño medio del hogar ha pasado de 2,8 a 2,5 miembros, al aumentar significativamente el peso de los de un solo miembro (desde el 20,8% al 26,3%) y de dos miembros (del 25,9% al 30,3%), con la consiguiente reducción de los de tres miembros o más. **Los dos primeros grupos (hogares de uno o dos miembros) acumulan ya más del 55% de los hogares españoles, diez puntos porcentuales más de los que representaban en 2002.**

GRÁFICO 4.2

Porcentaje de hogares españoles por número de miembros



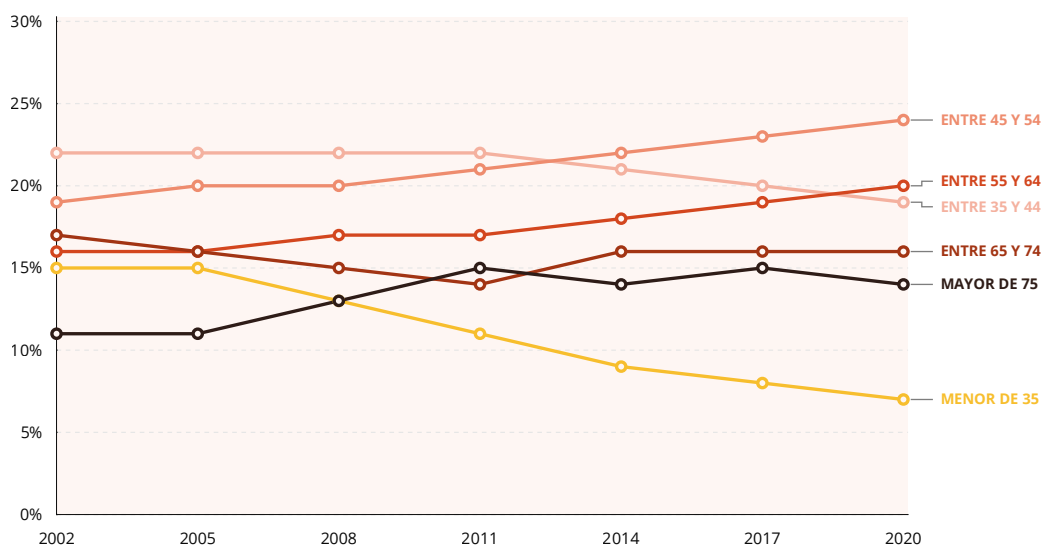
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Hogares más pequeños, con mucho menor peso de los jóvenes y mucho más de los jubilados.

Un segundo elemento de cambio tiene que ver con su **“envejecimiento”**, atendiendo a la edad del cabeza de familia de estos. **Los hogares con un cabeza de familia “joven” se han desplomado.** Nótese que aquellos cuyo cabeza de familia tiene una edad inferior a 35 años se han reducido casi ocho puntos porcentuales (desde el 14,7% al 6,7%) y los que están en el tramo 35-44 años también lo han hecho (desde el 21,9% al 19,5%). En cambio, ganan peso los tramos superiores a 45 años, que constituyen ya casi el 75% del total de los hogares españoles. Evidentemente **la caída en la formación de hogares de primera generación, tanto por razones demográficas como por las mayores dificultades para la emancipación de los jóvenes, está detrás de este fenómeno.**

GRÁFICO 4.3

Porcentaje de hogares españoles por edad del cabeza de familia



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Un tercer cambio relevante tiene que ver con **cómo se vinculan los hogares con el mercado de trabajo**. El número de hogares donde no trabaja ningún miembro ha aumentado de manera notable, casi ocho puntos porcentuales (desde el 30,6% al 38,5%), reduciéndose en paralelo aquellos en los que sólo trabaja un miembro del hogar (del 38,4% al 31,6%), y manteniéndose aproximadamente el peso de aquellos hogares en los que trabajan dos o más miembros. El **creciente peso de los jubilados en la población** mayoritariamente está en la raíz de esta evolución.

Por otra parte, y dentro de este mismo ámbito, se reduce el peso relativo de los hogares con el cabeza de familia trabajando por cuenta ajena o cuenta propia (del 56,7% al 52,6%) y aumenta el de los hogares con el cabeza de familia jubilado (del 24,9% al 28,1%) o, marginalmente, el que es inactivo o parado (del 18,4% al 19,3%). Por tanto, **estos dos últimos grupos, en los que el cabeza de familia no está trabajando⁵ llegan a representar ahora cerca del 50% de los hogares españoles**. El envejecimiento antes mencionado y los mayores niveles de protección social explican en buena medida esta evolución.

En cuarto lugar, y como parece natural, **aumenta de manera significativa el peso de los hogares en los que el cabeza de familia tiene un mayor nivel de formación**. Crecen los que disponen de estudios universitarios (del 15,3% al 22,3%) o del título de bachillerato (del 26% al 29,8%), reduciéndose por el contrario en más de 10 puntos porcentuales el peso de los hogares donde el nivel de estudios del cabeza de familia es inferior al de bachillerato. No obstante, estos últimos aún representan cerca de la mitad de los hogares (el 47,9%).

Finalmente, también es relevante, por lo que sugiere, y por el impacto que tiene en algunas decisiones financieras, el **cambio que ha tenido lugar en la tenencia o no de los hogares de la vivienda principal en propiedad**. En estas dos últimas décadas, el peso **de los hogares sin vivienda principal en propiedad ha escalado desde el 19,3% al 26,1%**, lo que pone de manifiesto las mayores dificultades de los nuevos hogares (los hogares jóvenes o de primera generación) para disponer de dicha propiedad y quizás

⁵ Puede estar haciéndolo algún otro miembro

también de un cierto cambio cultural. **Con todo, la disposición aún de vivienda principal en propiedad por parte del 73,9% de los hogares españoles continúa siendo un porcentaje comparativamente alto internacionalmente.**

Toda esta evolución de las características del hogar entendido como unidad económica en España, no es ajena lógicamente a la que registran los hogares de países de nuestro entorno, aunque la intensidad con la que se ha producido es dispar en los países que hemos tomado como referencia para el contraste: Alemania, Francia e Italia. La foto fija de dos de las características más relevantes (número de miembros y edad del cabeza de familia) que arroja la última oleada de la HFCS de la que han formado parte los cuatro países se recoge en el cuadro 4.1.

CUADRO 4.1

Características principales de los hogares en los cuatro grandes países de la eurozona (2021)

		ALEMANIA	ESPAÑA	FRANCIA	ITALIA
Población (mill.)		83,2	47,3	67,7	59,2
Núm. Hogares (mill.)		41,2	18,9	31,1	25,8
Tamaño medio del hogar (número de miembros)		2,0	2,5	2,2	2,3
Miembros por hogar (% de hogares)	1	42,0	26,3	37,6	32,4
	2	33,7	30,3	32,6	28,2
	3	11,8	20,2	12,6	19,0
	4	9,1	17,1	12,2	15,2
	5 o más	3,4	6,2	5,1	5,2
Edad del cabeza de familia (% de hogares)	16-34	17,8	7,4	16,3	6,0
	35-44	15,4	18,7	16,1	13,7
	45-54	18,5	23,7	17,3	20,2
	55-64	19,5	20,4	18,8	21,2
	65-74	12,6	15,4	16,4	18,8
	75+	16,1	14,4	15,1	20,1

Fuente: Eurostat y HFCS 2021

En esta comparación destaca sobremanera que **España es con diferencia el país con menor proporción de hogares con una única persona (26,3%) y, por el contrario, el país con hogares de tres o más miembros (43,5%)**. En el otro extremo, en Alemania esos porcentajes casi se invierten (42% y 24,3% respectivamente).

En consecuencia, y a pesar de la significativa reducción del tamaño del hogar que se ha producido en nuestro país en las últimas décadas, también es muy relevante para la interpretación de algunos de los hechos que comentaremos posteriormente, que **dicho tamaño medio sigue siendo en España en torno a un 10% superior al de Francia e Italia, y un 25% superior al de Alemania**. Y ello, a pesar de la notable reducción del tamaño medio del hogar, que, como hemos señalado anteriormente, se ha producido en nuestro país.

No es menos llamativa la muy reducida relevancia (en este caso compartido con Italia) de la proporción de hogares jóvenes (cabeza de familia entre 16 y 34 años) en nuestro país (7,4%), extraordinariamente por debajo de Alemania (17,8%) y Francia (16,3%). Más allá de razones demográficas evidentes, este hecho lo explica también las dificultades de las nuevas generaciones para su emancipación en nuestro país.

Evolución de la renta bruta de los hogares y su contraste con los países de nuestro entorno

La EFF mide la renta del hogar a través de la renta bruta total⁶, que incluye rentas laborales y no laborales de todos los miembros del hogar antes de impuestos y cotizaciones, correspondiente a la totalidad del año natural anterior a la realización de la encuesta. En este sentido, los datos de la EFF2020 se refieren a la renta de los hogares españoles en 2019 y los de la EFF2017 a la renta percibida en 2016.

Para su adecuada comparabilidad desde una perspectiva temporal, en los cuadros y gráficos posteriores la renta está expresada en euros de 2020 utilizando el índice de precios al consumo (IPC) como deflactor. Por otra parte, y dado que tanto para la renta como para la mayoría de las otras variables relevantes sus distribuciones muestran valores muy elevados para un número reducido de familias (tienen colas largas), en la mayor parte de dichos cuadros y gráficos se muestran los estadísticos de mediana y de media, siendo el primero (en general, con valores sistemáticamente bastante inferiores al segundo) una mejor aproximación a los valores típicos de la distribución⁷.

El primero de ellos, el gráfico 4.4, muestra los principales estadísticos de la distribución de renta de los hogares que emergen de las siete oleadas de la EFF que se han realizado en estas dos décadas. Su evolución pone de manifiesto como, en general, **los niveles de renta indicativos de cada uno de los percentiles y de la media han mostrado un comportamiento estable o descendente desde la primera EFF en 2002 hasta la de 2014, pasada ya la gran crisis financiera de 2008**⁸. Este comportamiento, que es contraintuitivo durante todo el fuerte periodo expansivo hasta 2008, revela en realidad un fenómeno muy singular: la extraordinaria formación de hogares durante dicho periodo, resultado tanto de la espectacular inmigración acaecida durante dichos años⁹, como del acceso de una gran cohorte de jóvenes al mercado de trabajo y a la adquisición de su primera vivienda. Con la intensidad que se produjo entonces, ninguno de los dos fenómenos se ha producido posteriormente; además de por razones demográficas, porque en el segundo caso el acceso a la vivienda ha estado ya muy lejos de las posibilidades de los jóvenes.

En realidad, durante ese primer periodo hasta 2008 el fuerte crecimiento económico que se produjo tampoco estuvo acompañado de un crecimiento en renta per cápita equivalente. La expansión de la producción estuvo soportada por un extraordinario incremento de la población y del empleo (ligado fundamentalmente a la inmigración) propulsada por el motor económico que representó entonces la construcción con muy bajos niveles de productividad.

Las EFF posteriores a 2014 revelan ya, sin embargo, un crecimiento sostenido, aunque moderado, de las rentas mediana y media por hogar, en un contexto de expansión económica robusta (interrumpida por la pandemia) y de, como ya señalábamos también, un crecimiento moderado de la población y de la propia formación de hogares. Nótese que, a la postre, **no llegan a alcanzarse en 2020 los niveles de renta mediana y media por hogar existentes en 2002** (en torno a 30.000 y 40.000 euros la mediana y la media respectivamente), lo cual es extensible también a los hogares de niveles de renta más altos (percentiles 75 y 90). **Este hecho encaja perfectamente con el estancamiento de la renta disponible per cápita que revelan las cuentas nacionales en el conjunto de las**

⁶ Rentas laborales, rentas de capital y rentas por ayudas o prestaciones públicas u otros.

⁷ En epígrafes posteriores relativos a deuda y riqueza también se emplearán valores expresados en términos reales de 2020, y dada la existencia de “colas largas” asimismo se utilizarán la media y la mediana como estadísticos alternativos en el análisis.

⁸ Recuérdese que están expresados en términos reales

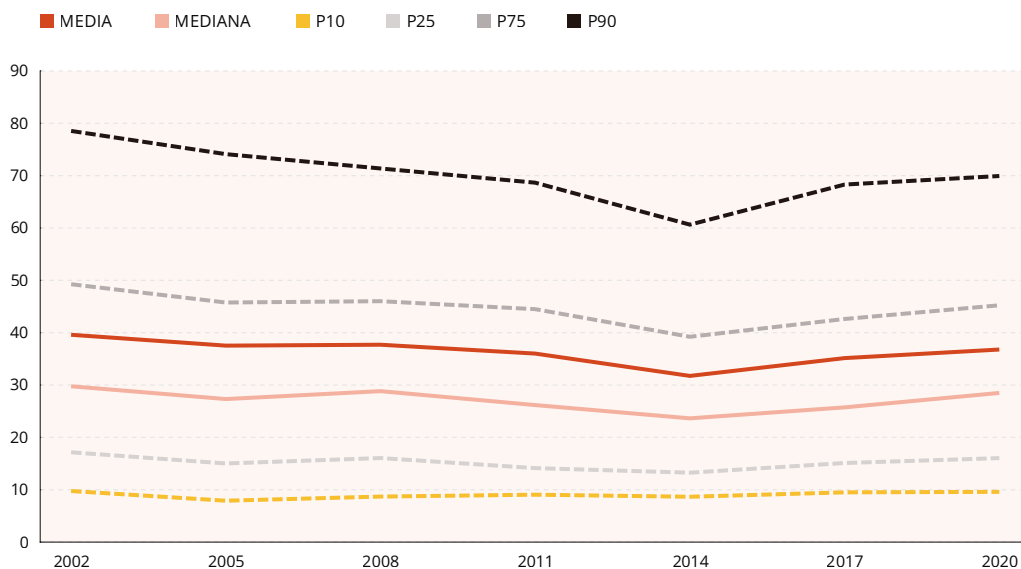
⁹ Como señala Fernández-Huertas J. (Fedea, 2021), “entre 1990 y 2010, sobre todo entre 1996 y 2008, España fue el segundo destino preferido de la inmigración en el mundo, sólo por detrás de Estados Unidos. En términos relativos, este boom de la población inmigrante en España no tiene comparación en los últimos 20 años en el mundo desarrollado. La crisis económica redujo notablemente los flujos a partir de 2009, registrándose salidas netas de población durante 3 años y medio, entre 2012 y la primera mitad de 2015, pero la recuperación económica volvió a atraer inmigrantes a España hasta antes de 2020”

La renta de los hogares españoles ha permanecido estancada en este primer cuarto de siglo.

dos décadas, en un contexto tanto de extraordinario aumento de la población como de disminución del tamaño medio del hogar.

GRÁFICO 4.4

Renta media, mediana y por percentiles de los hogares españoles | Miles de euros



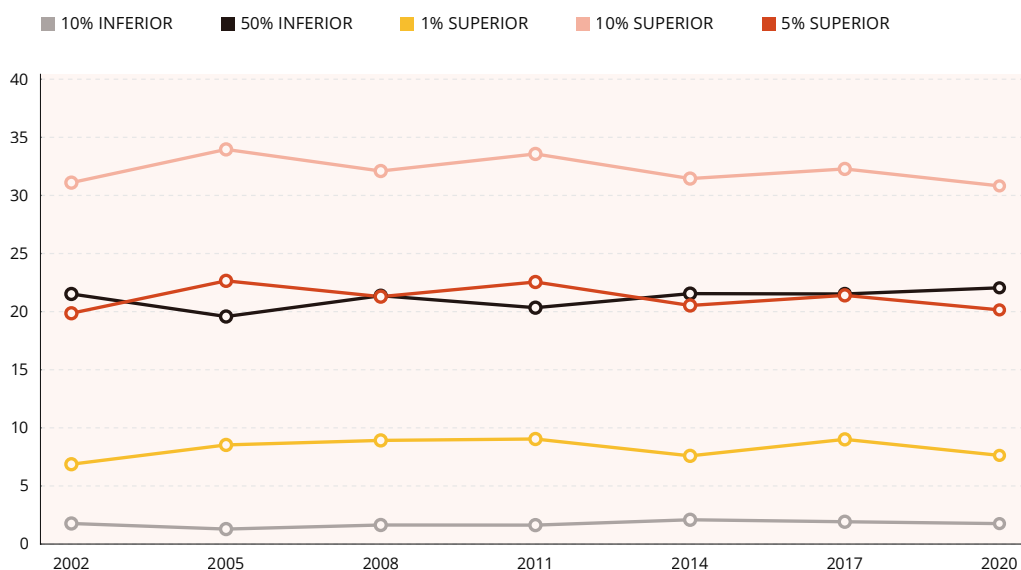
Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Un segundo elemento distintivo relativo a la distribución de la renta por hogares es esa **concentración significativa en los hogares de rentas más altas** a la que hacíamos referencia. Tanto, que el 10% de estos hogares tienen en media 7,3 veces más renta que el 10% de renta más baja, y llegan a concentrar el 32,4% de la renta bruta total de los hogares en España según la EFF2020.

GRÁFICO 4.5

Evolución de la concentración de la renta de los hogares por percentiles | Índices de concentración, %



Nota:
Índices de concentración, calculados como porcentaje del total de renta que posee cada percentil

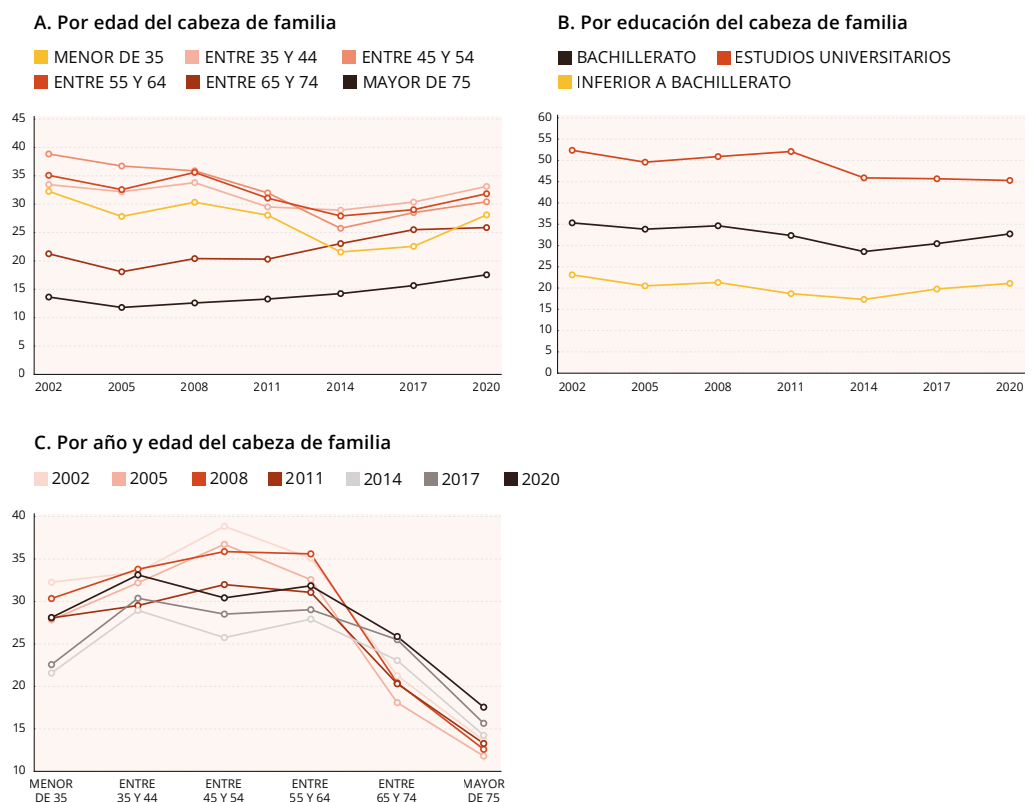
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

La distribución de rentas por edad del cabeza de familia y su evolución en el tiempo también proporciona información sugerente. En primer lugar, consistente con la **teoría del ciclo vital** (U invertida entre edad y renta), el tramo 35-44 años define un máximo de renta de 33.120 euros frente al mínimo de 17.500 euros correspondiente al tramo de mayores de 75 años. Ahora bien, **los hogares con cabeza de familia de mayor edad (mayores de 65) han experimentado un crecimiento en su renta desde 2005, sin haber sufrido caídas con la crisis de 2008, lo que sí sucedió sin embargo para todos los demás tramos de edades.** Las políticas de protección de los ingresos por pensiones explican claramente este comportamiento. Por el contrario, la crisis de 2008 tuvo un fuerte impacto sobre la renta de los hogares con cabeza de familia menor de 65 años (en edad laboral) no habiéndose recuperado sus niveles en términos reales. Hay que tener en cuenta finalmente la dinámica de envejecimiento que vienen experimentando los hogares españoles, explicada en el apartado 4.1.2., que hace que el porcentaje de hogares con cabeza de familia joven sea mucho menor. Esto quiere decir que **actualmente menos jóvenes se independizan, y cuando deciden o consiguen hacerlo lo hacen con menores rentas que los que lo hacían a principios de siglo.**

Un cuarto elemento que sugieren con claridad las EFF a lo largo del tiempo es, como era de esperar, que los hogares con mayores niveles educativos tienen rentas mayores. En la última EFF, la renta mediana de aquellos hogares cuyo cabeza de familia tenía estudios universitarios duplicaba la de aquellos con estudios inferiores a bachillerato. Además, como se ha explicado anteriormente, estos hogares han aumentado en número. Dicho esto, sin embargo, **el deterioro de renta real por hogar que se ha producido desde la crisis de 2008 ha afectado en mayor medida a los de estudios universitarios en términos relativos** (tasa de variación desde entonces del -11%, frente al -6% y -1% para los de bachillerato y formación inferior a bachillerato respectivamente).

GRÁFICO 4.6

Renta mediana por subgrupos de hogares | Miles de euros



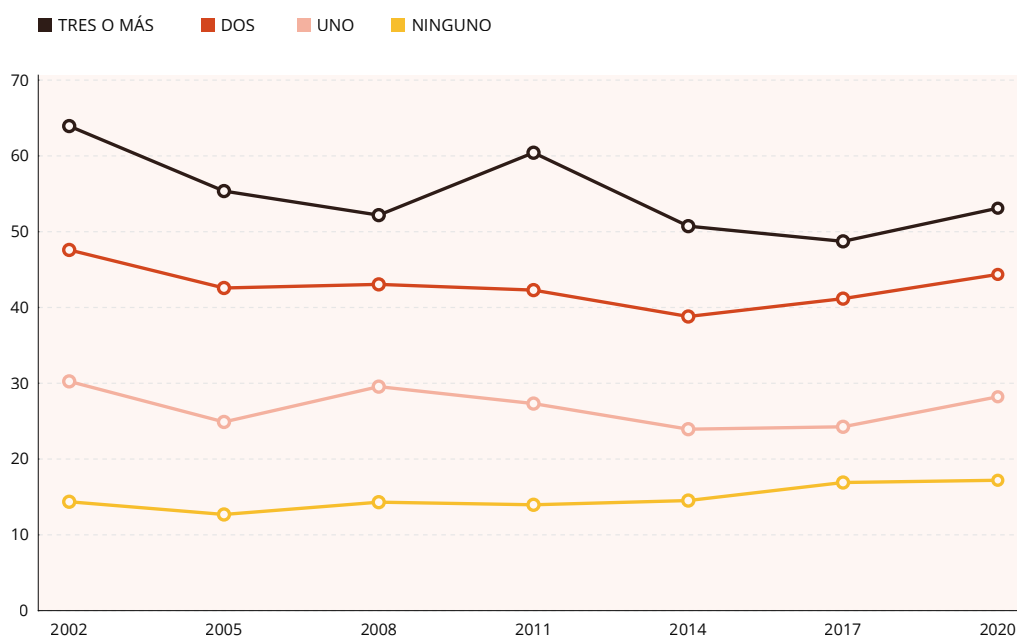
Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

El número de miembros del hogar trabajando es lógicamente un quinto factor determinante de la renta bruta por hogar. El hecho destacable aquí, no es la esperada mayor renta en función del número de miembros que trabajan en el hogar, sino cómo **en el tiempo, en términos relativos, se ha reducido la distancia de los hogares en los que ningún miembro trabaja frente a los del resto de categorías**. El primer grupo, cuyo peso como ya señalamos ha aumentado a lo largo del tiempo, es el único que mejora en términos reales en estas dos décadas. Las políticas públicas orientadas a la protección de este tipo de hogares, entre los que los pensionistas son un grupo esencial, explican de nuevo este comportamiento.

GRÁFICO 4.7

Renta mediana por número de miembros del hogar trabajando | Miles de euros



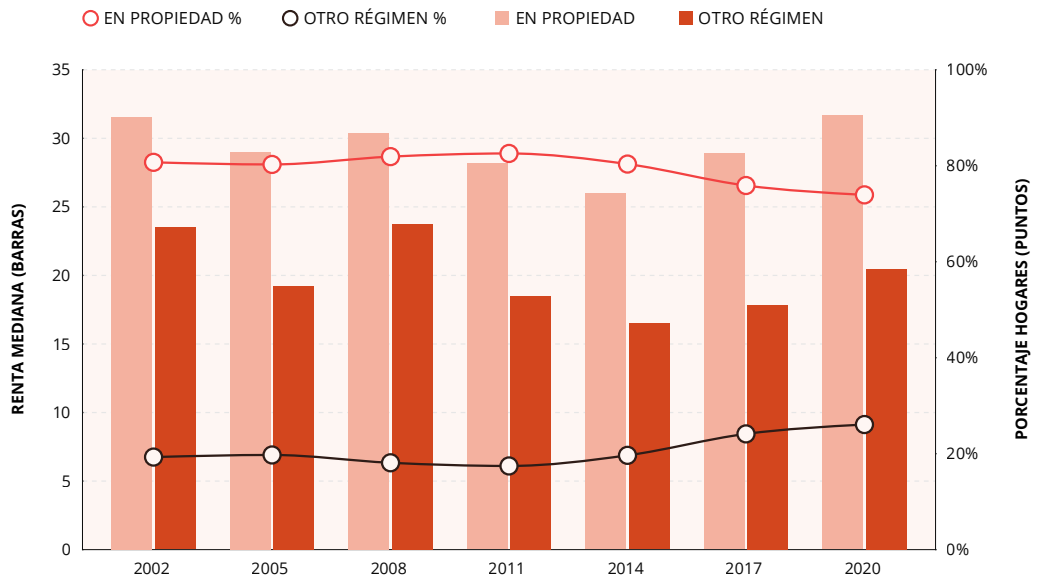
Nota:
Cantidades expresadas
en términos reales
(año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

La vinculación entre la tenencia de vivienda principal en propiedad y el mayor nivel de renta es también, como cabía suponer, una evidencia (31.665 euros de renta frente a 20.480 euros de los hogares con vivienda en otro régimen de tenencia, respectivamente). Ahora bien, más allá de esta observación, lo que se pone de manifiesto **tras la crisis del 2008, además de la caída del porcentaje de hogares con vivienda principal en propiedad, es la mayor recuperación relativa de rentas de estos hogares en los últimos años (de hecho, su renta mejora en términos reales respecto de principios de siglo)**. La constatación de que los hogares jóvenes están detrás de esta caída en el número de hogares con vivienda principal en propiedad (como se advertirá posteriormente cuando abordemos la distribución de la riqueza) nos lleva de nuevo a incidir en la posición de “perdedor” de este segmento de población a lo largo de estas dos décadas.

GRÁFICO 4.8

Renta mediana por régimen de tenencia de la vivienda principal | Izq., renta mediana-barras, dcha. % hogares-puntos



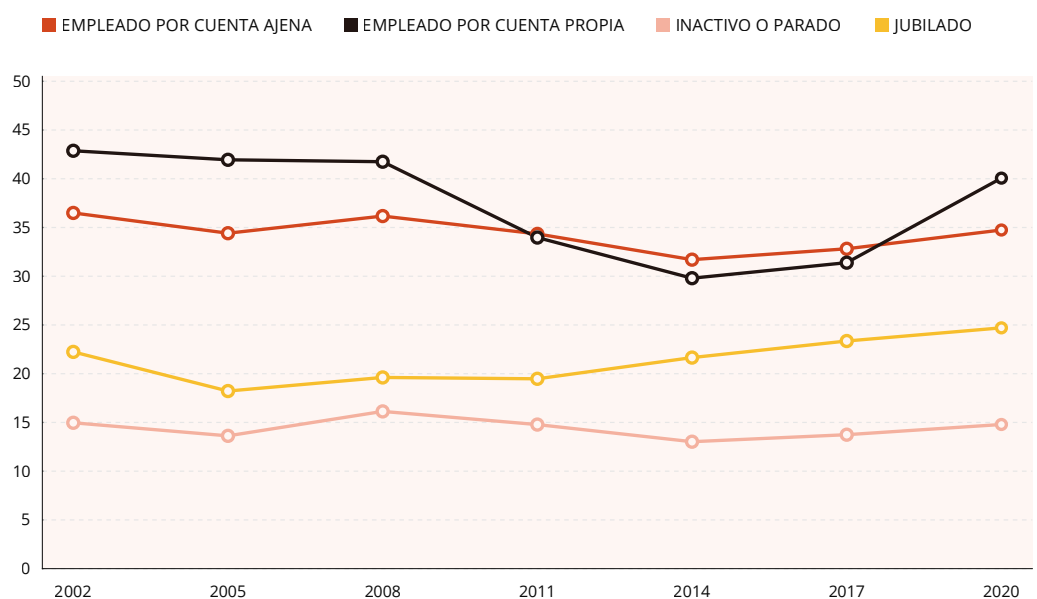
Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Por último, el análisis del comportamiento de la renta del hogar por situación laboral del cabeza de familia, que se recoge en el gráfico 4.9, también abunda en alguna de las conclusiones ya comentadas. **Es el grupo de hogares en los que el cabeza de familia es un jubilado (con peso muy creciente en la población) el que en términos relativos presenta una “posición ganadora”** y, de hecho, es el único que define una renta mayor en términos reales que dos décadas antes.

GRÁFICO 4.9

Renta mediana por situación laboral del cabeza de familia | Miles de euros



Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

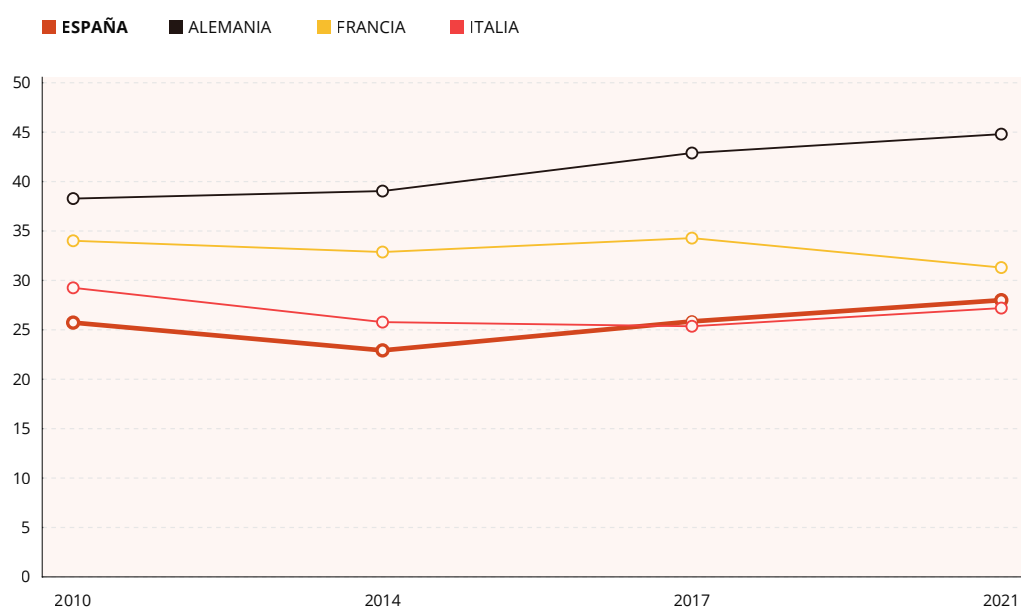
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Sí la evaluación específica de las EFF proporciona una información rica sobre la generación y distribución de la renta de las familias españolas, **no es de menor interés la comparativa con los resultados de las encuestas homologables hechas en el resto de los países europeos**. En cualquier caso, como se explican en la publicación de las tablas estadísticas de la HFCS, “cabe destacar que las diferencias entre países en los resultados de las encuestas deben interpretarse con cautela. A pesar de la mejora de la comparabilidad de los datos del HFCS gracias a un considerable esfuerzo de armonización previa, las diferencias metodológicas descritas pueden explicar parte de las diferencias observadas entre países. Por ejemplo, la cobertura de la parte superior de la distribución de la riqueza puede verse afectada por diferencias en el diseño de la muestra y, en particular, en el sobremuestreo de los más ricos. Además, las diferencias entre países en las estadísticas de interés deben evaluarse teniendo en cuenta las diferencias institucionales y sociodemográficas pertinentes. La forma de la distribución de la renta o la riqueza entre los hogares depende en gran medida, por ejemplo, de la estructura del hogar, de la composición por edades de la población y de los factores que afectan a la formación de los hogares.” Esa comparabilidad sólo es posible de todos modos como hemos dicho desde el primer ejercicio conjunto de 2010¹⁰.

Obviamente el primer contraste tiene que ver con la evolución y niveles comparativos de la renta por hogar que, como puede observarse en el gráfico 4.10, definen referencia y comportamiento bien diferentes. En el periodo de análisis, que corresponde a los años posteriores a la crisis financiera de 2008, **se aprecia con claridad la evolución diferencial de la renta en los hogares alemanes (que no llega a caer en ningún momento) frente a nuestro país, Italia y Francia**. Tanto, como para que, en términos relativos, en el conjunto del periodo los hogares germanos hayan acrecentado aún más su diferencia de nivel medido por su mediana. No es menos llamativo el peor comportamiento de la renta en los hogares italianos que, incluso habrían perdido posición respecto de la renta de los hogares españoles por su adverso comportamiento en 2014-21. El gráfico 4.11 recoge por su parte la estructura de niveles de renta por percentiles de cada uno de los países para la última oleada de 2021.

GRÁFICO 4.10

Renta bruta mediana por países en cada ola de la HFCS | Miles de euros



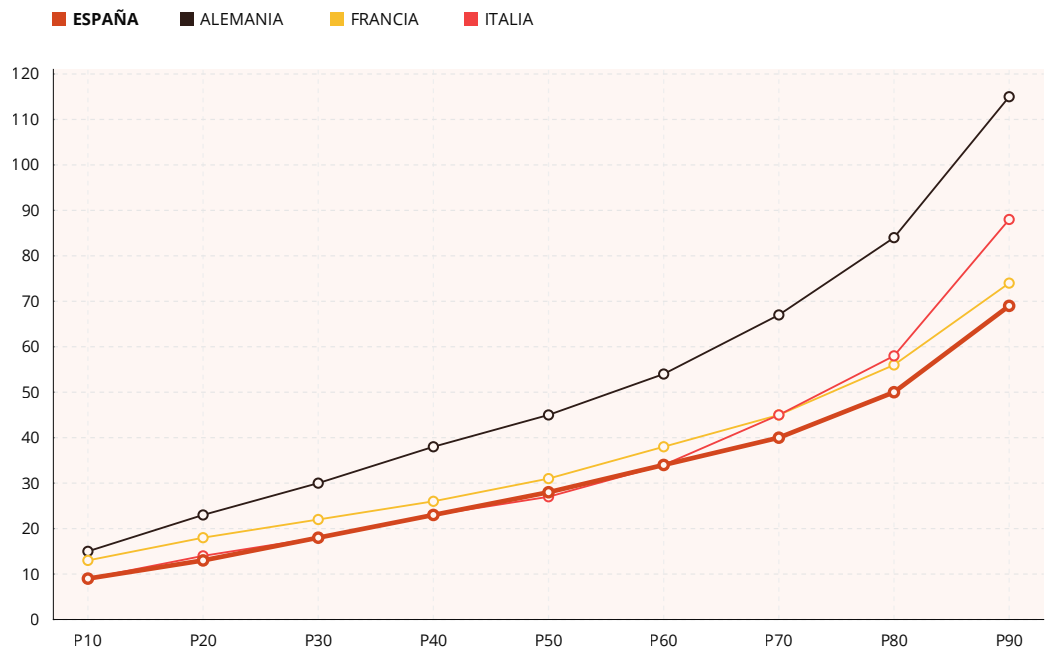
Nota:
Cantidades expresadas
en miles de euros reales
de 2021.

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

¹⁰ El año al que se refieren los datos de renta varían por ola y países: España (2010, 2013, 2016, 2020/21), Alemania (2009, 2013, 2016, 2021/22), Francia (2009, 2014, 2016, 2020/21), Italia (2010, 2014, 2016, 2021).

GRÁFICO 4.11

Distribución de la renta por hogar (por percentiles y países) en 2021 | Miles de euros



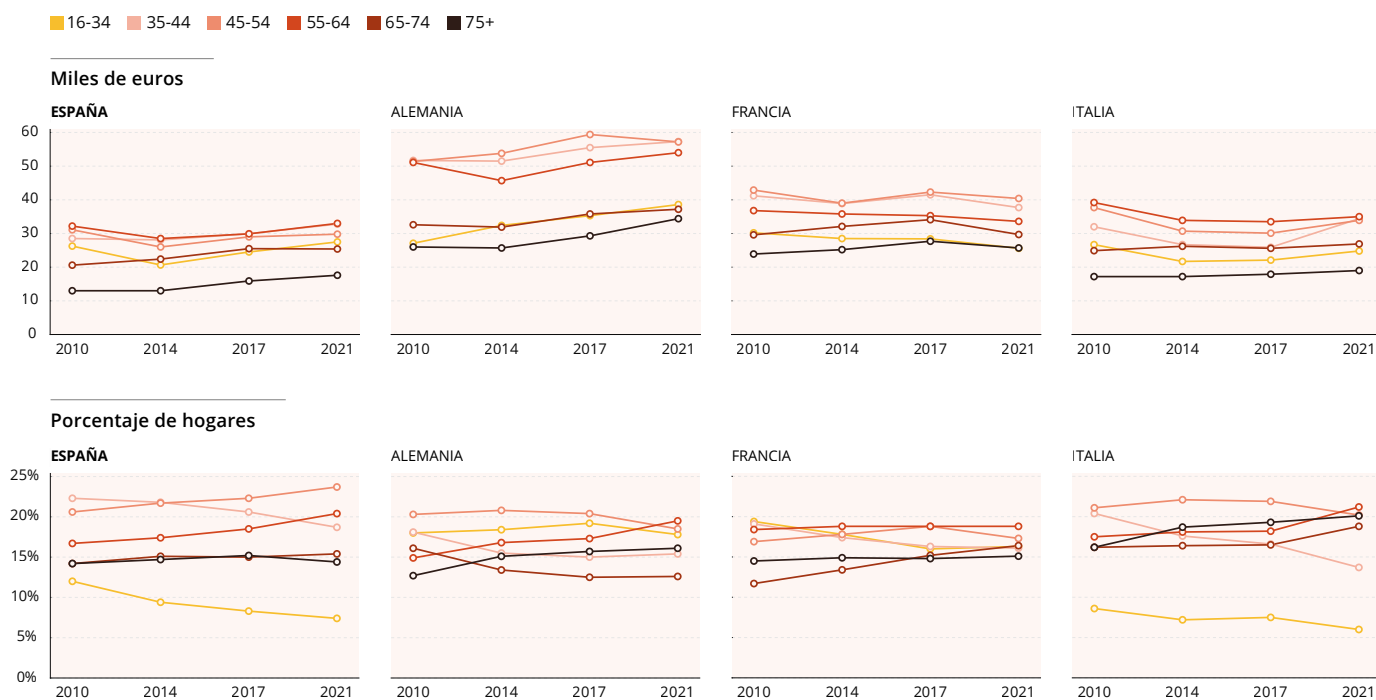
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

Los hogares jóvenes españoles, los más damnificados en la evolución de su renta.

Adicionalmente, como puede observarse en los gráficos posteriores, la caída de rentas experimentada por los hogares más jóvenes (16-34 años) a raíz de la crisis de 2008, no solo se ha producido en España. También parece haberse experimentado ligeramente en Francia, y especialmente en Italia. Sin embargo, en Alemania no se aprecia caída de rentas ni para este segmento, ni para ningún otro entre las olas de 2010 y 2021. Conviene constatar asimismo que en todos los países de referencia se ha reducido el porcentaje de hogares jóvenes. No obstante, **es muy destacable que en Alemania y Francia se mantienen porcentajes de hogares jóvenes superiores al 15%, en tanto que en Italia y España el porcentaje de hogares jóvenes existentes (menores de 35 años) apenas alcanza actualmente el 6%-8% con una tendencia a su reducción evidente.**

GRÁFICO 4.12

Renta bruta mediana y porcentaje de hogares por edad del cabeza de familia y país



Nota: Cantidades expresadas en miles de euros reales de 2021

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

Evolución del ahorro y la riqueza de los hogares españoles

El comportamiento agregado de la riqueza de los hogares que tuvimos ocasión de analizar en el capítulo 3 mediante la utilización de los datos de las cuentas financieras y no financieras nacionales, esconde en realidad comportamientos dispares cuando aterrizamos en segmentos específicos de los hogares. Nótese además que **esa riqueza agregada resultaría ahora de considerar en la última EFF de 2020 a 18,8 millones de hogares, esto es, algo más de 4 millones de hogares más que los existentes en la fecha de publicación de la primera EFF en 2002**. El análisis individualizado del hogar, o más en concreto de los distintos hogares tipo (es decir, segmentados por algunas características homogéneas relevantes) a lo largo del tiempo, es precisamente lo que facilita la secuencia de las siete EFF que se han realizado hasta la fecha. Obviamente, porque las fuentes, metodologías y el propósito de las estimaciones son bien distintas, **no es esperable que la extrapolación a un agregado total de los datos de la EFF coincida con los datos de las cuentas financieras y no financieras nacionales, aunque deberían arrojar una cierta consistencia¹¹**.

La segunda reflexión que conviene hacer es que en la EFF no se realiza una estimación “fina” de renta, ni tampoco una estimación extensiva de gasto que tenga en cuenta la particularidad del consumo de bienes duraderos, con lo que **no se proporciona (ni es deducible) la generación de ahorro periódico por cada uno de esos hogares tipo**. Sí es inferible, sin embargo, la riqueza (ahorro acumulado) y su distribución por tipología de activos, dado que se pregunta directamente por ella y por el endeudamiento.

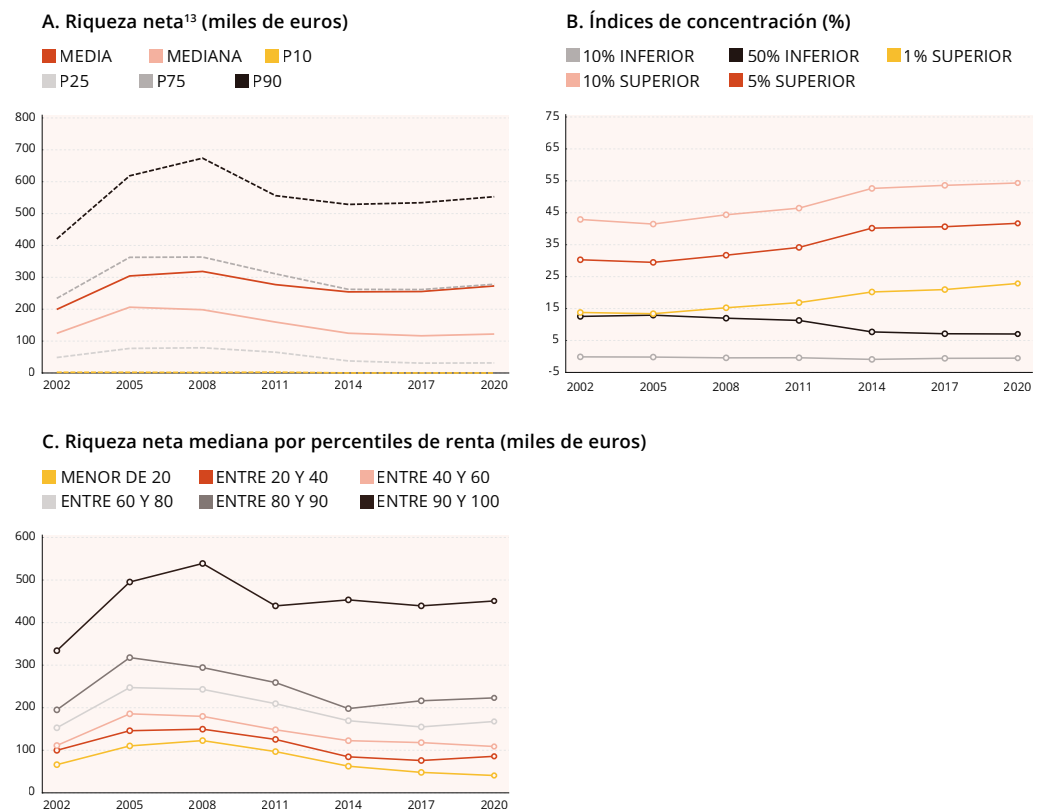
¹¹ Obsérvese lo que específicamente se señala acerca de la comparabilidad en el epígrafe 9.4 del informe [Household Finance and Consumption Survey: Methodological report for the 2021 wave](#)

La tercera consideración que creemos importante reseñar es que las cifras de riqueza proporcionadas por la encuesta también incluyen el valor actual de los planes de pensiones privados y las pólizas de seguros de vida de los hogares, **pero no incluyen el valor de los planes de pensiones públicos y de empleo**¹². Esto se debe a la dificultad de medir con fiabilidad dichos activos en el caso de los planes de pensiones de reparto. Además, en las estadísticas agregadas (es decir, en las cuentas nacionales), el valor de las pensiones públicas no forma parte de las cuentas básicas de las administraciones públicas y del sector hogares, sino que se registra en las cuentas satélite.

Como se observa en el gráfico 4.13.A, expresada en términos reales (euros de 2020) **la riqueza de las familias también sufrió, al igual que su renta, una importante caída tras la crisis de 2008**: en media y mediana, en términos brutos y netos, y para todos los percentiles. **En todo caso la riqueza mediana por hogar en 2020 (poco más de 120.000 euros) mantenía los niveles de partida de 2002, dado el significativo aumento que había experimentado durante los años del boom previos a la crisis financiera.**

GRÁFICO 4.13

Evolución de la riqueza de los hogares españoles



Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

Sin embargo, la riqueza media ha mejorado sustancialmente en el conjunto del periodo (275.000 euros en 2020 frente a 200.000 euros en 2002), como consecuencia del mucho mejor comportamiento de la riqueza de los hogares que se sitúan en los percentiles altos (90% o 75%) que en los bajos (10% o 25%). De hecho, los hogares más

¹² Esto tiene relevancia, sobre todo en la comparación entre países (aunque no sólo) en la medida en que sean relevantes estos activos (su valor actualizado o su valor actuarial) para determinados grupos de hogares y/o de los hogares de un país frente a otro.

¹³ Se define "riqueza neta" como la diferencia entre la riqueza bruta y el total de deudas (riqueza bruta - deuda total = riqueza neta).

La riqueza se ha concentrado más y los hogares más jóvenes han sido los más damnificados.

pobres que se sitúan en estos últimos percentiles han reducido su riqueza en términos reales. **En definitiva, la desigualdad en términos de riqueza ha ido en aumento.** La riqueza neta en manos del 10% de hogares más ricos supone ya en la EFF más reciente el 54% de la riqueza total, en tanto que en 2002 dicha concentración ascendía al 43%. Por el contrario, **la riqueza del 50% de hogares más pobres, que concentraban el 13% de la riqueza total en 2002 ha pasado a tan sólo el 7% en 2020.**

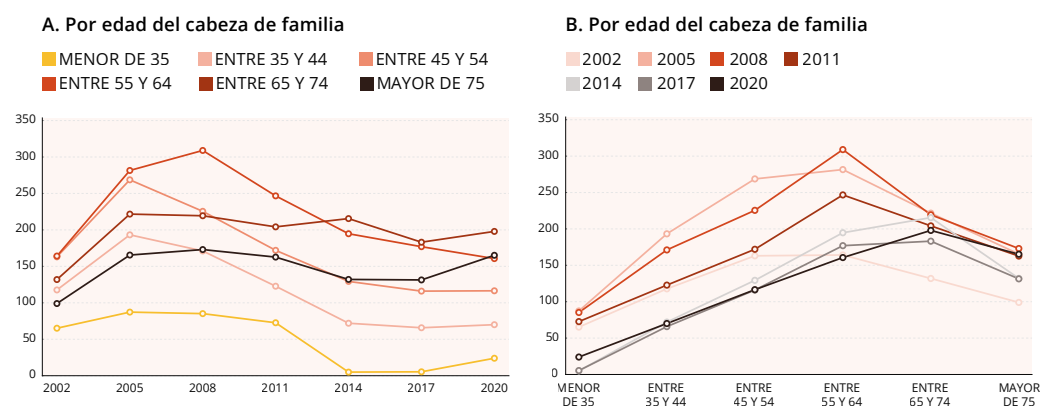
Finalmente, siendo un hecho estilizado que la riqueza aumenta con la renta, la mayor disponibilidad de recursos para destinar al ahorro de las rentas más altas, singularmente en épocas de crisis, es en el fondo un factor explicativo de esa tendencia a la concentración. Es elocuente en este sentido, como puede observarse en el gráfico 4.13.C, que sólo los hogares que se sitúan en los percentiles de renta superior al 60% han aumentado su riqueza en términos reales desde 2002. No menos lo es, en consecuencia, que la riqueza neta acumulada de dichos hogares con relación al total no ha dejado de crecer hasta representar el 71% para los hogares con renta superior al percentil 60% o, más aún, que dicho porcentaje haya alcanzado el 38% para los hogares por encima del percentil de renta del 90%, como puede advertirse en el gráfico 4.18.

Por otra parte, la visión de la riqueza de los hogares por edad del cabeza de familia ilustra también dos fenómenos con claridad. El primero de ellos es que la distribución de la riqueza neta es coherente con el perfil esperado del ciclo vital: riqueza creciente con la edad (fase de acumulación), hasta un cierto punto en el que aquella empieza a decaer (fase de desacumulación, en la que se tira del ahorro acumulado). Lo llamativo es que si en las primeras olas el pico de acumulación se situaba en las edades previas a la jubilación (55-64 años), **en las últimas olas ese pico de acumulación se ha desplazado hasta el tramo posterior a la jubilación (65-74 años), de tal modo que el proceso de desacumulación sólo se evidencia en edades muy avanzadas, de manera efectiva en el último tramo (mayores de 75 años).**

La segunda evidencia es que **sólo son precisamente los tramos de edad superiores a 65 años los que han mejorado con claridad su nivel de riqueza en términos reales a lo largo de estas dos décadas.** Más aún, habiéndose deteriorado en el resto de los tramos de edad la riqueza de los hogares en términos reales, son aquellos con cabeza de familia de menor edad (los hogares jóvenes) los que han sufrido una caída más intensa. Lógicamente esto último no deja de estar relacionado con el mayor deterioro que también han sufrido en términos de renta, como ya hemos tenido ocasión de comentar.

GRÁFICO 4.14

Riqueza neta mediana por subgrupos de hogares | Miles de euros



Nota:

Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

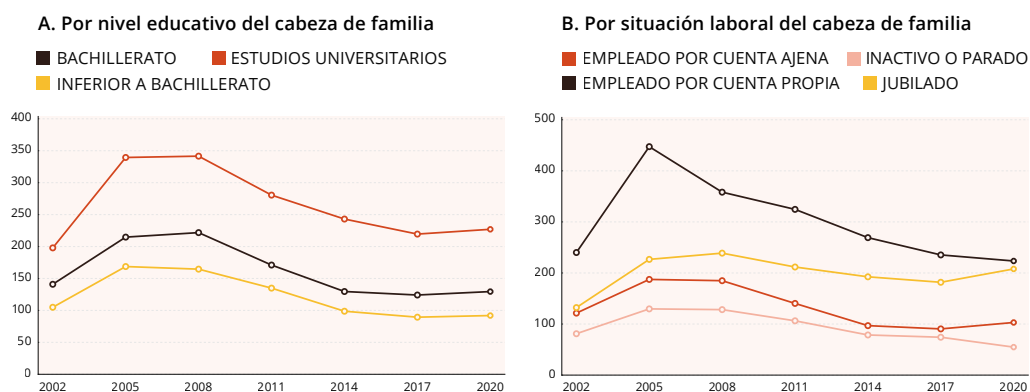
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

La distribución de la riqueza determinada por el nivel educativo evidencia, por otra parte, que **sólo los hogares en los que el cabeza de familia tiene formación universitaria han mantenido e incluso acrecentado su nivel de riqueza en el conjunto de las dos décadas**. Por el contrario, los hogares que acreditan estudios de bachillerato o inferiores definen una caída de su nivel de riqueza en términos reales, habiendo aumentado en consecuencia la brecha entre hogares por esta variable de control.

Y cuando lo que se utiliza como variable de control es la situación laboral del cabeza de familia, lo que vuelve a llamar la atención es la evidente mejora de posición de los jubilados. Siendo natural que, atendiendo a la teoría del ciclo vital, este grupo se sitúe en una posición relativamente mejor que el resto (sólo es superada de manera sistemática por la del de empleados por cuenta propia), **lo que de verdad es especialmente notable es su mejora relativa a lo largo del tiempo** (la riqueza neta del resto de grupos ha disminuido en términos reales). Tanto, que se ha ampliado sustancialmente su brecha frente a los empleados por cuenta ajena, y han llegado a casi alcanzar en la EFF2020 la riqueza estimada para los empleados por cuenta propia. En cualquier caso, estos últimos se mantienen encabezando los niveles de riqueza que, como es lógico, cierra en la parte inferior el segmento de inactivos o parados.

GRÁFICO 4.15

Riqueza neta mediana por subgrupos de hogares | Miles de euros



Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

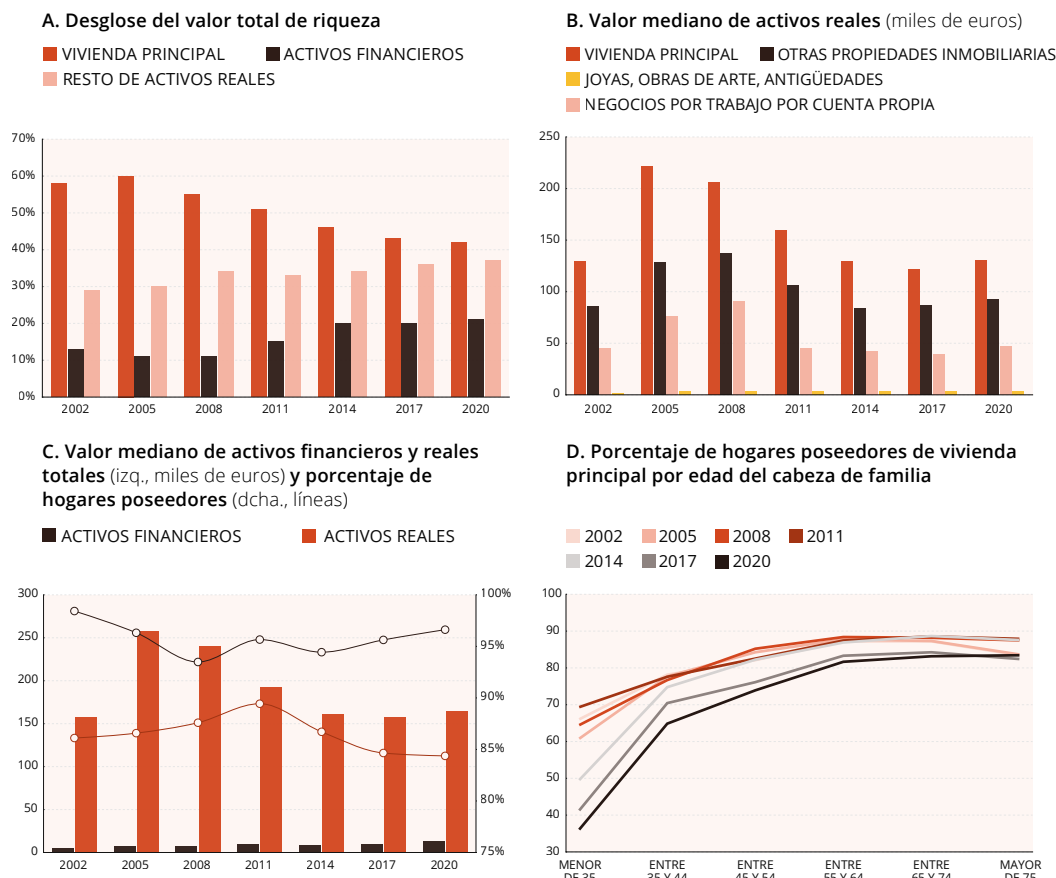
Si hasta el momento nos hemos centrado específicamente en las características sociodemográficas de los hogares atendiendo al nivel y evolución de su riqueza neta total, **la atención a la composición de esa riqueza constituye un paso adicional**. El análisis inicial obligado, como también hicimos con la información que proporcionan las cuentas financieras y no financieras de la economía española, es atender a la naturaleza de los activos que integran esa riqueza de los hogares. Como no podía ser de otra forma, las sucesivas EFF también revelan la predominancia del valor de los activos reales, fundamentalmente inmobiliarios, sobre los activos de naturaleza financiera que, no obstante, y como se ponía de manifiesto en las cuentas nacionales, han ido adquiriendo una importancia creciente tras la crisis de 2008.

Puede advertirse en los gráficos 4.16, que **los activos reales (vivienda principal y resto de activos reales) representan en torno al 80% de la riqueza total de los hogares en la EFF2020, aunque este porcentaje llegó a ser de casi el 90% antes de la crisis de 2008 por el elevado valor de la vivienda y, en particular, de la vivienda principal, que representa actualmente el 42% del valor medio de la riqueza bruta total**. Sin embargo, el valor de aquella ha ido disminuyendo su importancia sobre el total de activos. De este modo, el peso que tienen el resto de activos reales como las demás propiedades

inmobiliarias, los negocios, joyas y antigüedades, ... (resto de activos reales en el gráfico)¹⁴ alcanzan un máximo del 38%. Por otra parte, también es evidente que el valor medio de los activos reales por hogar supera con creces el de los activos financieros, aun cuando estos han experimentado un ligero crecimiento durante el periodo.

GRÁFICO 4.16

Desglose de la riqueza de los hogares y evolución



Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

También, **la riqueza neta mediana es mucho mayor entre los hogares que poseen vivienda principal** (en 2020, 170.000 euros), principalmente por el peso de este activo en la riqueza, incluso descontadas las deudas. Frente a ello, aproximadamente el 25% de hogares españoles viven en otro régimen de tenencia (alquiler, cesión gratuita, etc.), con unos valores medianos de riqueza neta mucho menores (solo 3.500 euros en 2020).

¿Quiénes son los hogares con vivienda principal en propiedad? Principalmente, como puede observarse en 4.16.D, hogares cuyo cabeza de familia es mayor de 55 años. **Llama la atención aquí la caída en el porcentaje de hogares menores de 35 años con vivienda principal en propiedad: desde casi el 70% en 2011 se pasa a un 36% en 2020. En definitiva, menos jóvenes se independizan, y los que lo hacen tienen menor renta y riqueza no pudiendo acceder a una vivienda propia.**

En ese desplazamiento hacia el alquiler pueden estar operando algunos factores sociolaborales, como la menor estabilidad laboral de los jóvenes que se incorporan al

¹⁴ También se incluyen en esta categoría los automóviles y vehículos y otros bienes duraderos.

mercado laboral y su mayor movilidad geográfica, factores ambos que redundan en una menor predisposición y/o capacidad para acometer la compra de una vivienda.

Junto a ello, y en términos puramente financieros, el encarecimiento de la vivienda en relación con la capacidad adquisitiva de las cohortes de edad más jóvenes, así como la necesidad de acumular un mayor ahorro previo, también actúan como claro lastre a la adquisición de vivienda.

Se ha desplomado el porcentaje de hogares jóvenes con vivienda en propiedad.

Por otra parte, la EFF también revela que en los hogares en los que el cabeza de familia supera los 65 años se produce una importante tenencia de otras propiedades inmobiliarias, adicionalmente a la vivienda principal. Y en esas mismas cohortes se da una presencia casi nula de deuda hipotecaria, indicando que la práctica totalidad de activos inmobiliarios constituye patrimonio familiar neto sin deuda asociada.

Sin duda alguna, ese sesgo hacia la posesión de activos inmobiliarios, y no solo de vivienda habitual en las cohortes de edad más avanzadas, está detrás no ya de la desigual riqueza entre los hogares generacionalmente mayores frente a los jóvenes, acorde por otra parte con la teoría de ciclo vital, **sino de que esa desigualdad haya aumentado muy significativamente.**

Por su parte, como ya señalábamos, **los activos financieros representan una pequeña parte de la riqueza bruta total en el conjunto de hogares (poco más de un 20%), aun después de haber aumentado significativamente después de la crisis financiera.** Y esa tendencia creciente, como puede observarse en los gráficos 4.17, es compartida, en general, por todos los hogares independientemente del grupo de edad, nivel educativo, situación laboral del cabeza de familia o por el nivel de renta en el que se encuentra categorizado. Además de esa tendencia, lo que los datos revelan es que **la tenencia de riqueza financiera es**, como cabría esperar:

- **creciente con la edad**; la acumulación de la riqueza financiera se produce en etapas avanzadas de la fase de acumulación del ciclo vital,
- **creciente con el nivel educativo**, singularmente con la formación universitaria,
- **mayor para los empleados por cuenta propia**; por encima, por este orden, de los jubilados, empleados por cuenta ajena e inactivos o parados) y, finalmente,
- **especialmente creciente con el nivel de renta**. La riqueza financiera es, en términos relativos, bastante marginal hasta el percentil 60 de renta, acumulándose el grueso de ella en niveles de renta superiores: actualmente en torno al 80% del total de riqueza financiera se concentra en hogares que superan ese percentil de renta (gráfico 4.18). De hecho, **donde su peso es realmente relevante, como puede observarse en el mismo gráfico, es en el 10% de hogares con rentas más elevadas (percentil 90), dado que sólo ellos acaparan prácticamente el 50% del total de la riqueza financiera de los hogares**¹⁵. No obstante, se aprecia una gran dispersión dentro de este grupo de hogares con mayores ingresos, como se infiere de la comparación de su media y mediana en la EEF2020 (media de 324.000 euros y mediana de 92.500 euros).

¹⁵ Nótese que este mismo grupo del 10% de los hogares de mayor renta acumula un menor porcentaje de riqueza total al no llegar al 80%.

GRÁFICO 4.17

Riqueza financiera mediana por subgrupos de hogares | Miles de euros

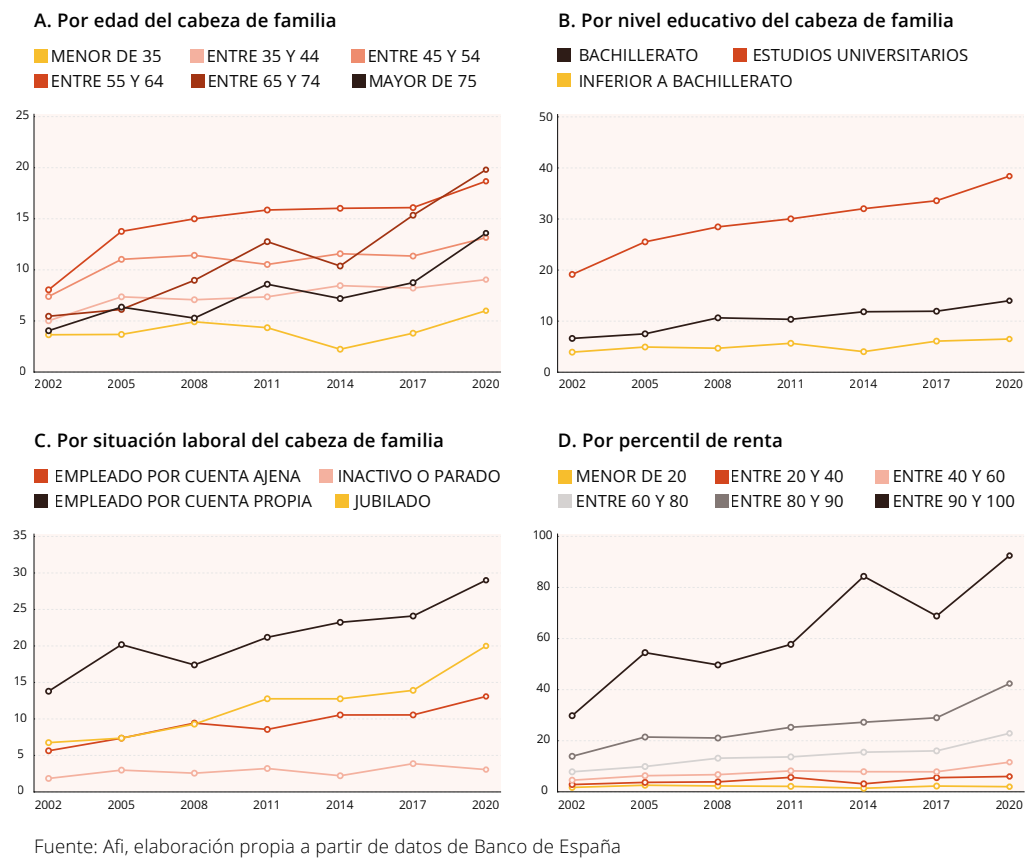
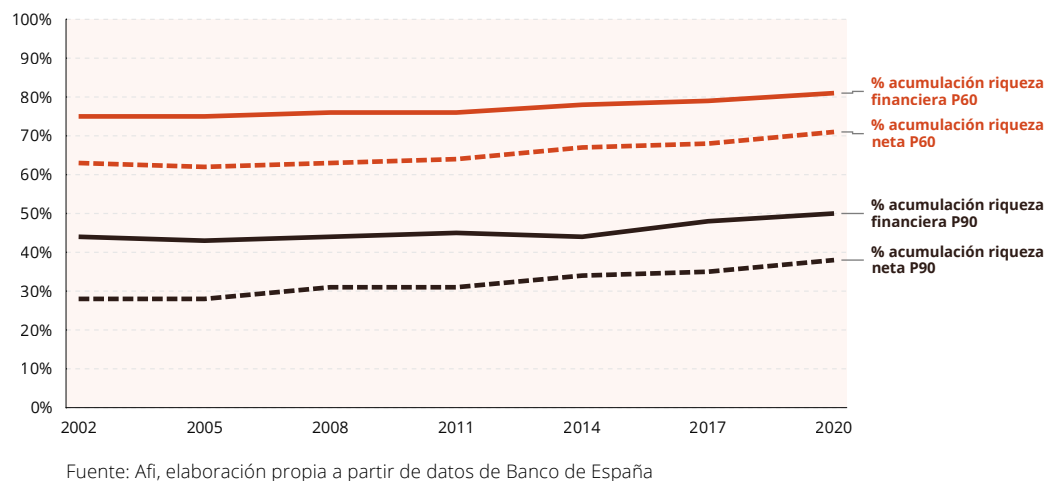


GRÁFICO 4.18

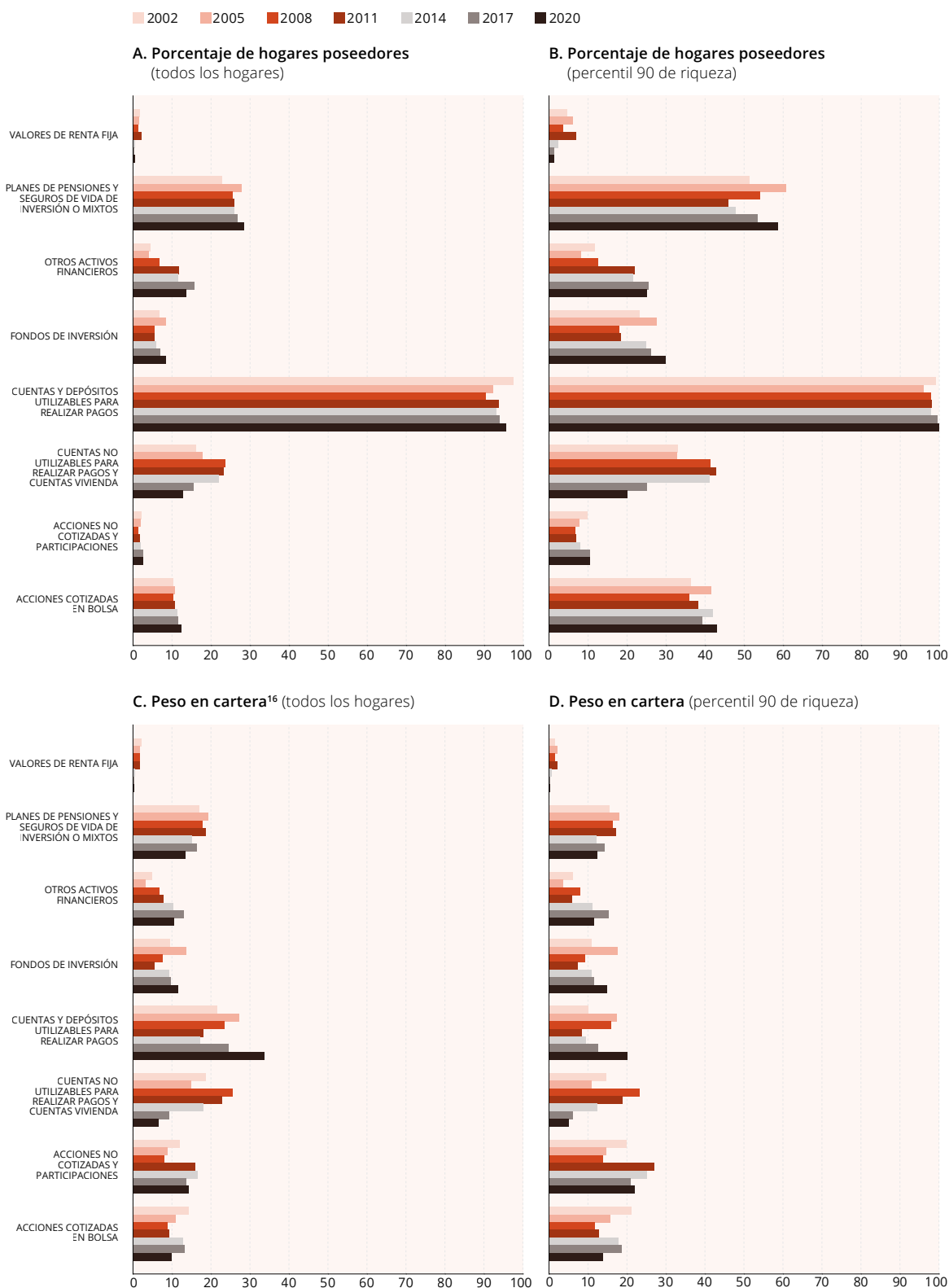
Evolución de la acumulación de la riqueza financiera y riqueza neta total según percentil de renta | Porcentaje del total



Esa concentración de la riqueza financiera en el grupo de hogares de renta (y de riqueza) elevada determina que el análisis de su composición por tipología de activos sea mucho más vinculante en dicho grupo. De hecho, como puede observarse en el gráfico 4.19, sólo en este último grupo (comparativamente frente al conjunto de los hogares) se aprecia tanto una mayor diversificación en la tenencia de activos (más allá de las cuentas y depósitos bancarios) como del peso de estos otros activos.

GRÁFICO 4.19

Tenencia y peso en cartera de activos financieros | %

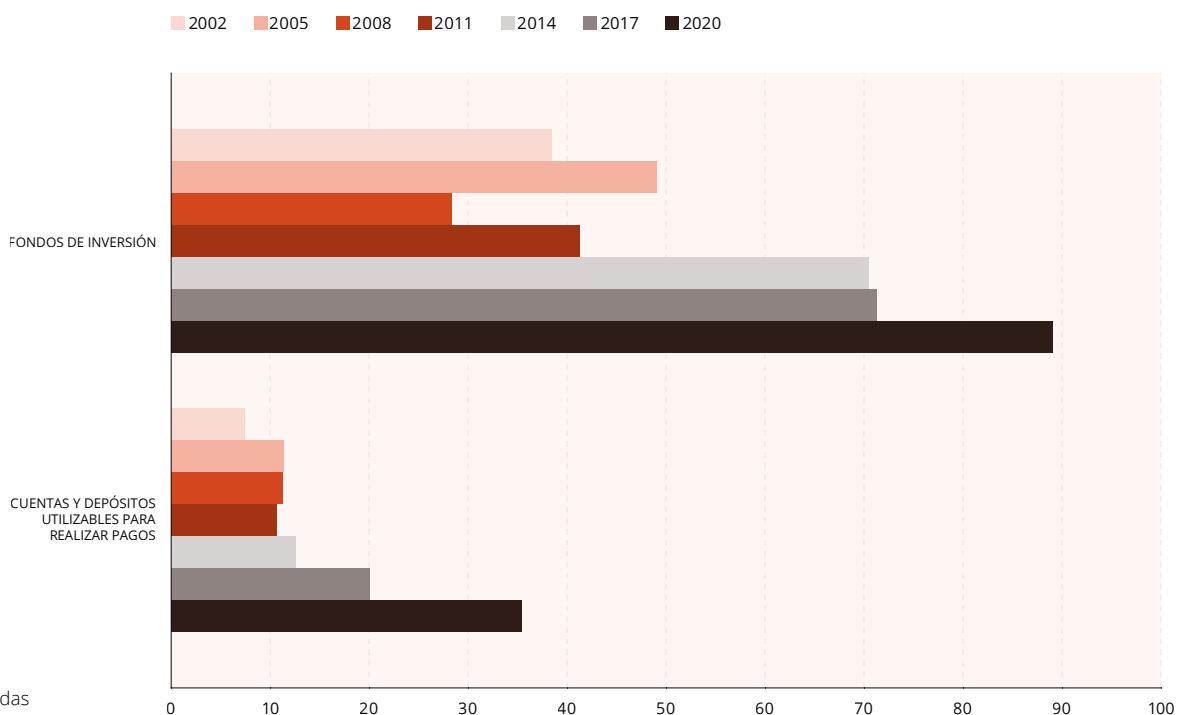


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

¹⁶ Según BdE, "el peso relativo de un activo en el valor total de su grupo patrimonial mide la importancia o peso que ese activo tiene en el agregado o el valor total de ese grupo patrimonial."

Por su parte, el gráfico 4.20 ilustran bien las variaciones acontecidas en los valores medianos de cada una de las dos tipologías de activos financieros más significativos que conforman la riqueza financiera en las diferentes oleadas (los depósitos y los fondos de inversión). Dichas variaciones están estrechamente relacionadas fundamentalmente con el comportamiento relativo de los tipos de interés y de los precios de los activos correspondientes, y con la propia sustitución de unos por otros que ello provoca. Como puede advertirse, dicho efecto sustitución es evidente en el tiempo entre los depósitos bancarios remunerados y los fondos de inversión¹⁷.

GRÁFICO 4.20
Valor mediano de depósitos y fondos de inversión para los hogares del percentil 90 de riqueza que los poseen | Miles de euros



Nota:
 Cantidades expresadas en términos reales (año base 2020).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

La riqueza financiera de los hogares españoles está mucho más concentrada que la riqueza total en los hogares de mayor renta.

¹⁷ Véase el epígrafe 3.5.2

El contraste de la riqueza de los hogares españoles y su evolución frente a los países de nuestro entorno

Dos son las consideraciones más relevantes que se desprenden del contraste de la riqueza de los hogares y de su evolución desde que disponemos de información razonablemente comparable para los principales países a través de la HFCS.

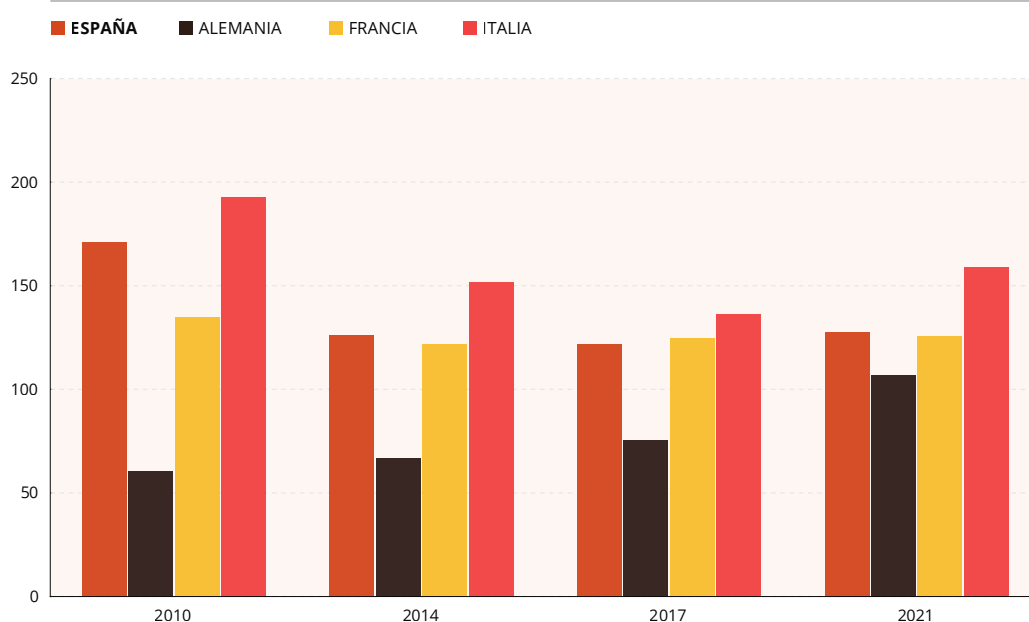
La primera es que los países que definen una más baja renta disponible (Italia y España) son, por el contrario, los que exhiben un mayor nivel de riqueza relativa e incluso en términos absolutos (cuando utilizamos como estadístico de referencia su mediana) frente a Alemania y Francia. Esta evidencia es consistente con la observación, que destacábamos en nuestra “aproximación macro” del capítulo 3, de que los hogares en los primeros dos países son más ricos en términos relativos a su renta que los segundos.

La otra consideración es que esa contraintuitiva brecha se ha reducido durante el periodo de comparación disponible, periodo que se inicia en 2010. Justo cuando España e Italia empiezan a sufrir con una dureza inusitada los efectos de la crisis financiera de 2008 de manera bien diferenciada frente a países que, como Francia y particularmente Alemania, encajan de manera mucho más suave el impacto de dicha crisis. Esta última consideración también es consistente con la visión macro a la que hemos hecho referencia.

En todo caso, como puede advertirse en el gráfico 4.21, es **Italia (159.000 euros) seguida de España (128.000 euros) quienes continúan liderando en 2020, por encima de Francia (126.000 euros) y Alemania (107.000 euros), el ranking de riqueza neta de los hogares en el último HFCS de 2021 cuando la medimos por su valor mediano**. Lo cierto es que ese ranking del valor mediano revela también que **la mencionada ordenación de riqueza por hogar según países está explicada básicamente por el segmento de hogares alemanes y franceses de menor renta y riqueza**. De hecho, como se observa en el gráfico 4.22, los hogares de mayor renta y riqueza de estos dos países sí que son, por el contrario, más ricos que los españoles (no es el caso de los italianos que se encuentran más igualados).

GRÁFICO 4.21

Riqueza neta mediana por país y año | Miles de euros

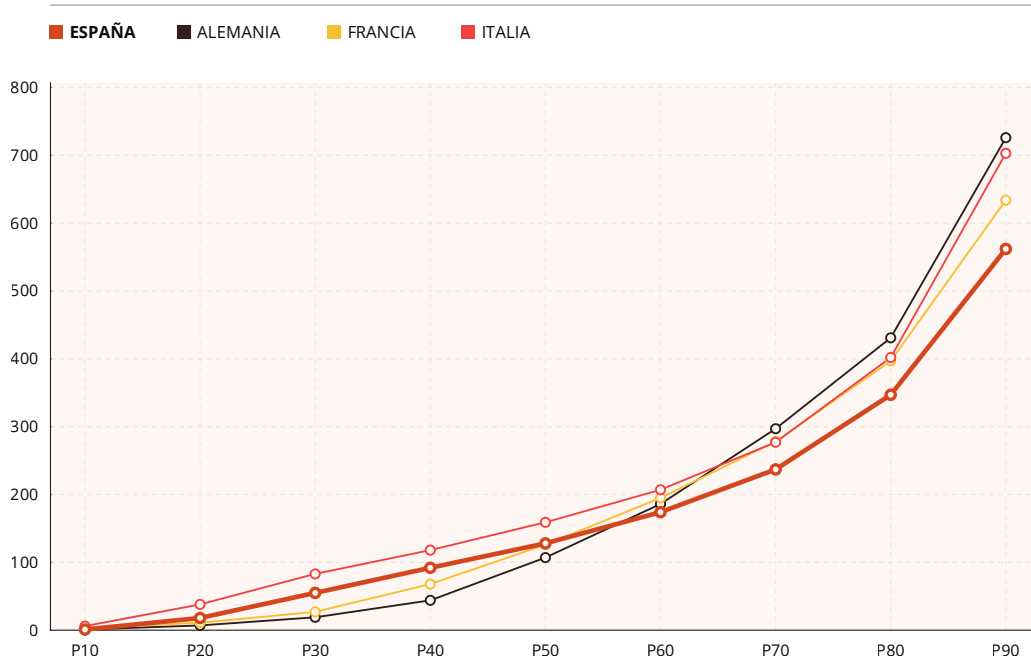


Nota:
Cantidades expresadas
en términos reales
(año base 2021).

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

GRÁFICO 4.22

Distribución de la riqueza neta por hogar por percentiles y países, 2021 | Miles de euros

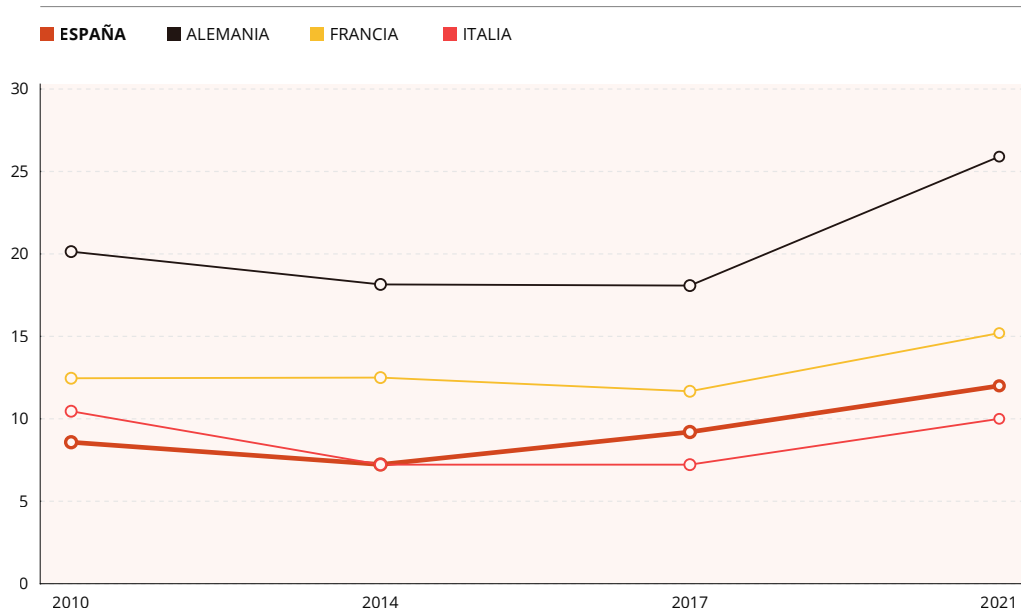


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

Cuando nos limitamos a la riqueza materializada en activos financieros medida también por su valor mediano (gráfico 4.23), el ranking es justo el contrario. Está liderado por Alemania (26.000 euros), Francia (15.000 euros), seguidos de España (12.000 euros) e Italia (10.000) euros. Y además dicho ranking se mantiene en todos los percentiles (gráfico 4.24).

GRÁFICO 4.23

Valor mediano del total de activos financieros condicionado a los poseedores | Miles de euros

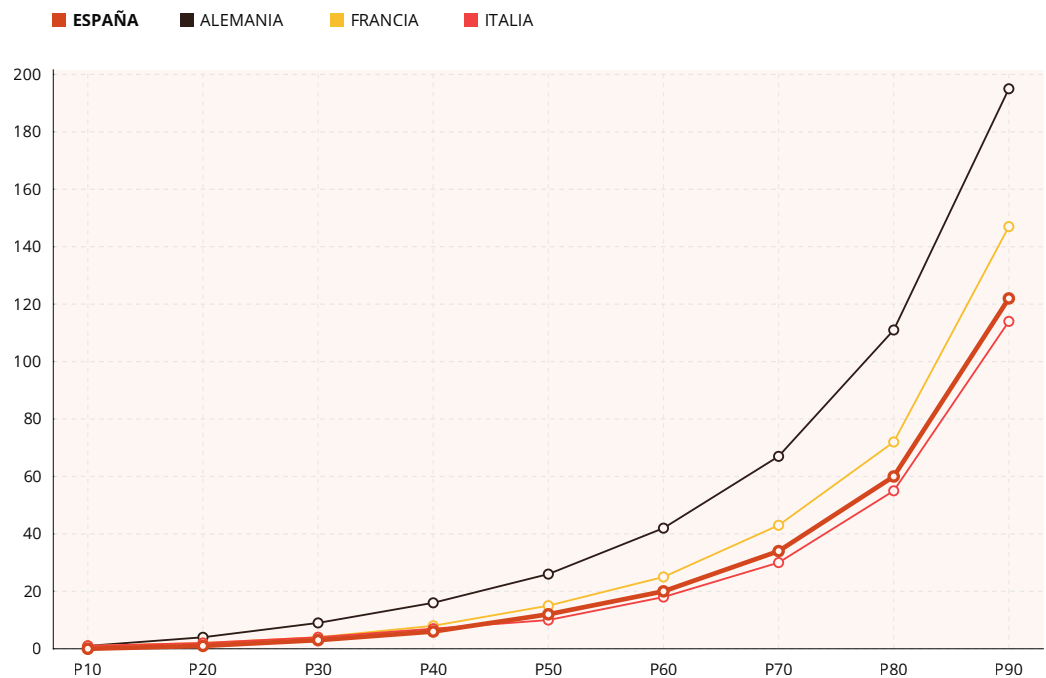


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

Nota:
Cantidades expresadas en términos reales (año base 2021).

GRÁFICO 4.24

Distribución de los activos financieros de hogares poseedores por percentiles y países, 2021 | Miles de euros



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

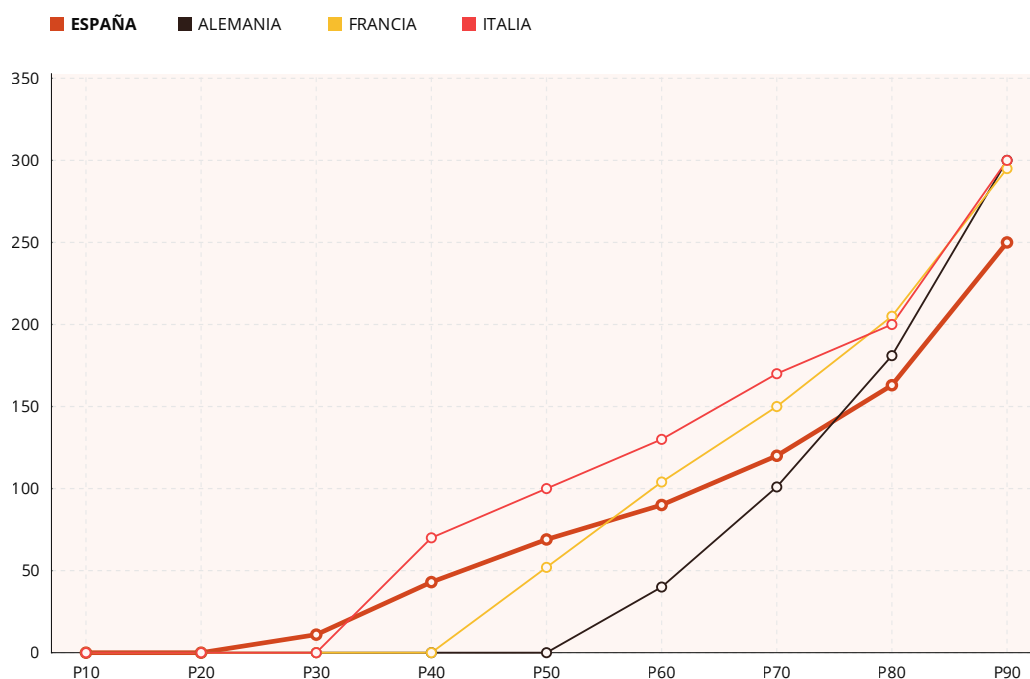
Riqueza comparativamente mayor de los hogares españoles, más concentrada en activos inmobiliarios.

En definitiva, **los hogares de España e Italia, los de los dos países con menor renta de los que estamos analizando, no sólo acumulan (atendiendo a su valor mediano) una mayor riqueza por hogar, sino que la concentran en mucha mayor medida en activos reales (inmobiliarios básicamente), mientras que por el contrario la tenencia de activos financieros sigue el orden “natural” de mayor renta.**

La preferencia de activos reales (inmobiliarios), con mucha mayor intensidad en los hogares de menor renta y riqueza de España e Italia, es fundamental en la explicación. Como puede advertirse en el gráfico 4.25, la vivienda principal en propiedad **sólo forma parte de la riqueza de los hogares alemanes a partir del percentil 60 y en Francia del percentil 50.** Por el contrario, en Italia y España la tenencia de activos inmobiliarios ya es relevante desde los percentiles 40 y 30 respectivamente. Esto no es contradictorio, sino que también es compatible con el hecho de que el valor de la riqueza inmobiliaria en los percentiles altos (por encima del 80) sea inferior en España que en el resto de los países.

GRÁFICO 4.25

Valor de la riqueza neta materializada en vivienda principal en propiedad por percentiles, 2017 | Miles de euros



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

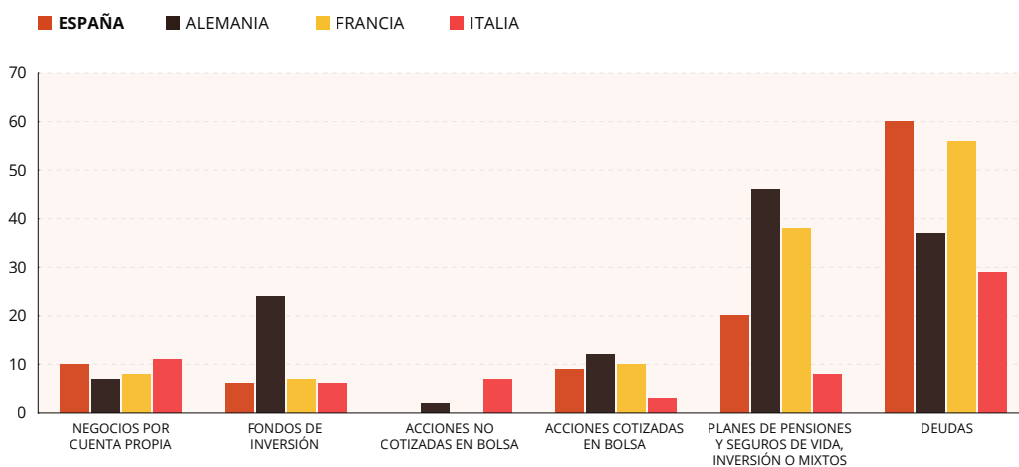
Por otra parte, más allá de que el valor de los activos financieros por hogar sea inferior en España que en Francia y, sobre todo, Alemania, la disposición relativa de uno u otro tipo de activo dentro de riqueza de los hogares es también un elemento diferencial frente a otros países. Así, atendiendo a la disposición de activos financieros del quintil medio de hogares por riqueza (entendiéndolo aquí como hogar tipo medio representativo) cabe destacar:

- La **mucho más baja presencia de figuras de ahorro de previsual, como pensiones individuales y seguros de vida, en España (20%)** que en Alemania (46%) o Francia (38%)
- La **también significativa menor presencia en España que en Alemania de activos como fondos de inversión o de inversión directa en activos cotizados como acciones y bonos**. En este caso las diferencias no son acusadas con Francia o Italia, en cada caso con especificidades.
- **En cambio, la proporción de activos relacionados con el autoempleo (autónomos);** mayor que en Francia y sobre todo Alemania, pero menos que en Italia.

También es diferencial que tomando este hogar tipo medio representativo de cada uno de los países se infiera que la propensión a estar endeudado sea mayor en España (60%) que en Francia (56%), pero sobre todo que en Alemania (37%) y, curiosamente, que en Italia (29%).

GRÁFICO 4.26

Características de los hogares en el quintil 40-60 de riqueza neta, 2021 | Porcentaje de hogares que tiene:

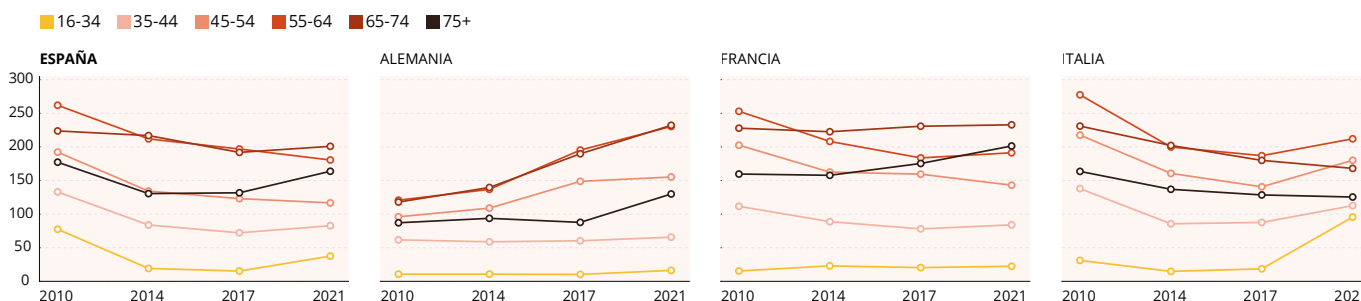


Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

Finalmente, si atendemos a la riqueza neta total mediana por hogar de los diferentes países por edades del cabeza de familia es posible verificar como, al igual que en España, el comportamiento de la riqueza por hogar ha sido comparativamente mejor para los hogares de edades avanzadas que para los más jóvenes, salvo en el caso de Italia.

GRÁFICO 4.27

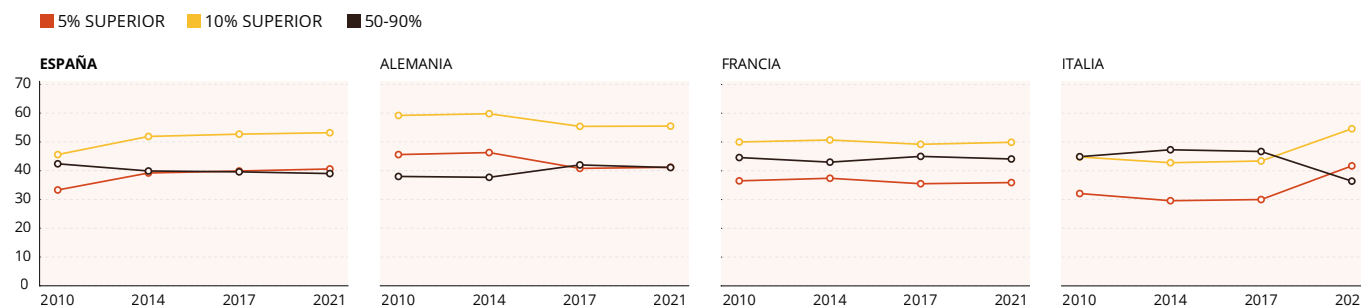
Riqueza neta total mediana por hogar por edad del cabeza de familia | Miles de euros



Nota: Cantidades expresadas en términos reales (año base 2021)
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

GRÁFICO 4.28

Evolución de la concentración de la riqueza | Índices de concentración, %



Nota: Índices de concentración calculados como porcentaje del total de riqueza que posee cada percentil
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

5

Conclusiones

Conclusiones

El comportamiento financiero de los hogares en las dos primeras décadas del siglo XXI viene condicionado por la confluencia de grandes tendencias estructurales -no exentas de disrupciones- tanto en el ámbito económico-financiero como en el demográfico, y que van a impactar en las magnitudes agregadas de las finanzas de los hogares y en su distribución de dentro de ese conjunto heterogéneo que conforman los casi 19 millones de hogares españoles.

Esa doble relevancia, en términos agregados y también distributivos, obliga a que cualquier análisis riguroso del comportamiento financiero de los hogares se realice desde una doble dimensión. Por un lado, la que capture tendencias agregadas tanto en una perspectiva temporal como transversal en contraste con los países de nuestro entorno, y por otro la que capture comportamientos diferenciales, dentro del agregado de hogares, en función de determinadas características socioeconómicas o demográficas, como edad, situación laboral o nivel educativo, con especial consideración a las dinámicas en cuanto a desigualdad en renta y riqueza.

Para llevar a cabo dichos análisis en esa doble dimensión combinamos las cuentas financieras y no financieras de la economía española, con la información que proporcionan las siete oleadas de las Encuestas Financieras a las Familias (EFF) que se han llevado en nuestro país durante este casi primer cuarto de siglo, lo que permite llevar a cabo un rico y detallado análisis sobre el comportamiento y la transformación que han experimentado los hogares españoles en su condición de unidad económica y financiera básica. Si a ello le sumamos su contraste transversal para el mismo periodo con los tres grandes países de nuestro entorno (Alemania, Francia e Italia), sobre la base de la información proveniente de dos fuentes homologables (las cuentas nacionales homogeneizadas en el marco de Eurostat y las encuestas HFCS en las que se integra la EFF coordinadas por el BCE) el citado análisis cobra aún más interés, el que hemos pretendido cubrir con este primer estudio de la Fundación Afi Emilio Ontiveros.

Con él, queremos dar respuestas a cuestiones tales como: ¿ha cambiado y cuánto la configuración de los hogares españoles? ¿y sus ingresos? ¿y su endeudamiento? ¿y su comportamiento frente al ahorro y los activos en los que materializan su riqueza? O también, siendo conscientes de que no es posible establecer un hogar tipo representativo, dada la extraordinaria variedad y complejidad por razones de todo tipo (sociodemográficas, culturales o económicas) de estas unidades en las sociedades

modernas: ¿se ha alterado y cuánto la relación existente en muchas de estas magnitudes cuando diferenciamos entre grupos de hogares distintos (hogares jóvenes frente los de mayor edad, activos frente a jubilados, de menor renta y/o riqueza frente a los de más, ...)? O, finalmente: ¿cuánto se diferencian de los países de nuestro entorno en términos de comportamiento o en el valor de los parámetros económico-financieros más relevantes que caracterizan los hogares?, ¿se amplía o se cierra la brecha que pudiera existir y por qué?

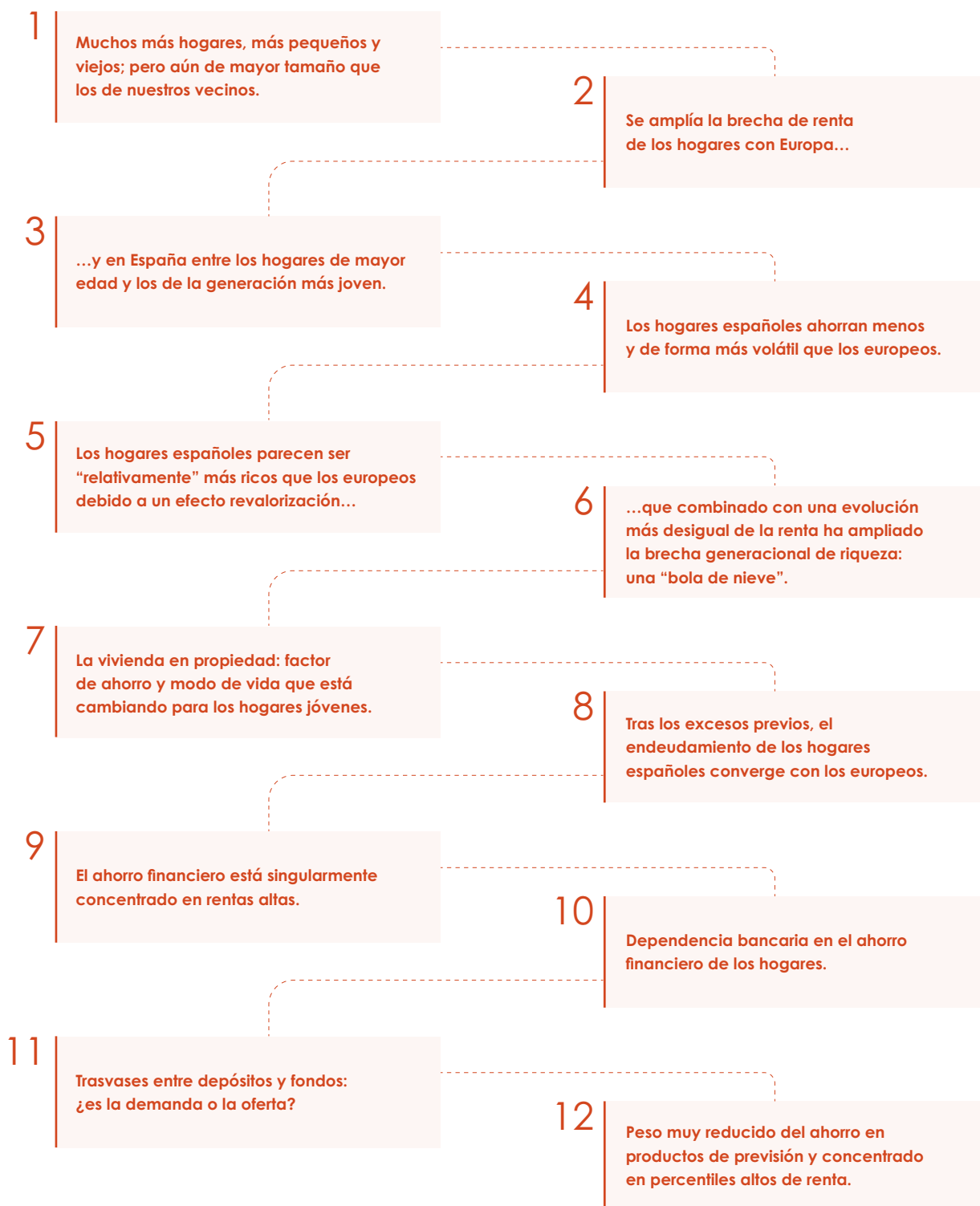
En el contexto económico, cabe destacar un proceso de convergencia de la economía española con las europeas que sufría una fuerte disrupción con la crisis financiera de 2010-2012 y sus secuelas, hasta el punto de que la renta bruta disponible per cápita (RBD/cápita) de los hogares españoles apenas ha recuperado, en términos reales, su nivel existente al inicio del siglo, aumentando su brecha frente a la media de la eurozona y a algunos de sus principales países.

Ese estancamiento de la RBD/cápita, que contrasta con el crecimiento observado en el PIB real agregado, tiene su explicación en un factor demográfico: el intenso crecimiento de la población española, mucho más acusado que el observado en los otros grandes países de la eurozona, que pone de manifiesto la incapacidad de mantener un crecimiento económico suficiente para absorber ese incremento de la población sin merma de la renta per cápita. El crecimiento de la población, explicado mayoritariamente (más del 70%) por los flujos netos de inmigración, ha venido acompañada, por otra parte, de importantes movimientos de su estructura en términos de hogares. En estos se ha producido un crecimiento porcentual muy superior al observado en la población, con la resultante de un tamaño medio de hogar menor que el inicio de siglo, aunque todavía notablemente mayor que en la eurozona, y sobre todo en sus dos grandes países.

En el contexto de esas tendencias económicas y demográficas, la primera derivada en términos de comportamiento financiero de los hogares ha sido el mantenimiento de unas tasas de ahorro sistemáticamente inferiores, y también más volátiles, con respecto a la de los principales países europeos. Menor ahorro, en todo caso, que no ha sido óbice para que la riqueza per cápita de los hogares españoles haya evolucionado en paralelo, cuando no ligeramente mejor, que la de sus homólogos europeos. A ese mejor comportamiento agregado de la riqueza de los hogares españoles, frente al peor observado en renta y en ahorro, no ha sido ajena la importante revalorización registrada en los activos detentados por los hogares españoles, y muy especialmente los de naturaleza inmobiliaria, cuya presencia en el patrimonio de los hogares españoles es muy superior a la observada en el resto de los países europeos.

Junto a esas grandes tendencias del comportamiento financiero agregado de los hogares españoles cabe resaltar importantes movimientos en la distribución de esos comportamientos. El más relevante haría mención a un incremento en la concentración de riqueza, mucho mayor que el registrado en la renta. Ese incremento, que guarda también una importante correlación con las cohortes de edad de los hogares, tiene un elevado componente en la mencionada revalorización de los activos inmobiliarios, cuya propiedad se ha concentrado aún más en hogares de mayor edad, al tiempo que los más jóvenes han reducido a la mitad (35%, desde 70% al inicio de siglo) su propensión a la vivienda en propiedad. Esa importancia de los activos inmobiliarios en el patrimonio de los hogares españoles no debe obviar el análisis del comportamiento de estos frente a los activos financieros, de importancia creciente y en los que también se observa una elevada y creciente concentración, así como un incremento de la brecha generacional.

Tras este hilo explicativo del contexto en el que los hogares españoles han llevado a cabo sus decisiones financieras, se desarrollan a continuación las principales conclusiones del estudio, aquí enumeradas:



Principales conclusiones

1 | MUCHOS MÁS HOGARES, MÁS PEQUEÑOS Y VIEJOS; PERO AÚN DE MAYOR TAMAÑO QUE LOS DE NUESTROS VECINOS.

La población española ha experimentado un destacado incremento desde inicio de siglo, pasando de 40,5 millones a 47,5 millones de personas en 2022, es decir un 17%, muy por encima de Francia (12%), y extraordinariamente más que en Italia (4%) y Alemania (sólo un 1%). Bien es cierto que tan notable crecimiento tiene claras discontinuidades muy relacionadas con el ciclo económico, y sobre todo con la vitalidad del mercado laboral, como imán de atracción de extranjeros, los cuales constituyen el principal componente de esos siete millones de incremento de la población en España. Es así como durante los primeros años del siglo, hasta 2008, el crecimiento de la población fue bastante constante, con un aumento promedio anual de alrededor de 500.000 personas. Con la crisis financiera la tasa de crecimiento comenzó a disminuir, y en algunos años incluso hubo una disminución neta de la población debido a la menor entrada de extranjeros, e incluso emigración de ciudadanos españoles en busca de trabajo en otros países. Y de nuevo en los años de recuperación tras dicha crisis (2014 en adelante) se vuelve a recuperar el crecimiento poblacional de forma continuada. Tan destacado y singular composición del aumento de la población española, es muy relevante para explicar algunas magnitudes de renta y riqueza frente a los tres países que estamos utilizando como referencia.

En paralelo con esa evolución de la población, el número de hogares ha registrado también un importante incremento de más de cuatro millones en lo que va de siglo. Su tasa de crecimiento duplica prácticamente la de la población y, en consecuencia, ha provocado una reducción significativa del tamaño medio de los hogares, que ha pasado de 2,8 a 2,5 miembros.

La clave de dicha reducción del tamaño medio de hogares ha sido el aumento de los de uno y de dos miembros, de tal manera que estos dos grupos representan ya más del 55% de los hogares españoles, diez puntos porcentuales más de los que representaban en 2002. Ese crecimiento de hogares de uno o dos miembros, en los que existe una importante presencia de “nido vacío” tras la emancipación de los hijos, sería un primer factor explicativo del envejecimiento registrado en el censo de hogares españoles.

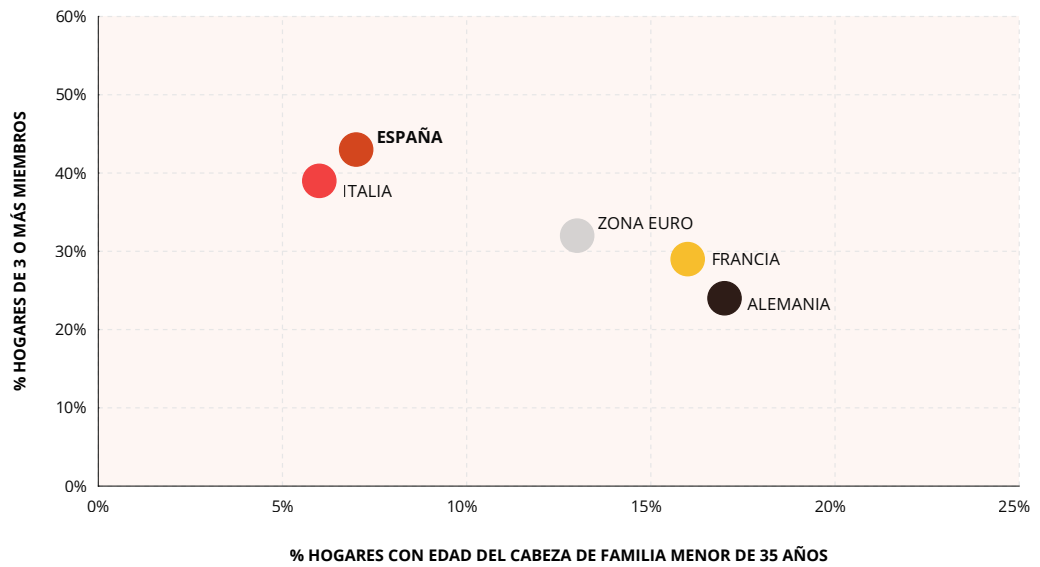
El otro factor explicativo de ese envejecimiento sería la fuerte reducción registrada en los hogares más jóvenes. Concretamente, aquellos cuyo cabeza de familia tiene una edad inferior a 35 años se han reducido casi ocho puntos porcentuales (desde el 14,7% al 6,7%), y los que están en el tramo 35-44 años también lo han hecho (desde el 21,9% al 19,5%). Sin duda alguna, **cabe atribuir dicho fenómeno de intensa caída en la formación de hogares de primera generación, tanto a razones demográficas como a las mayores dificultades para la emancipación de los jóvenes.**

Toda esta evolución de las características del hogar entendido como unidad económica en España, no es ajena lógicamente a la que registran los hogares de países de nuestro entorno, aunque la intensidad con la que se ha producido es dispar en los países que hemos tomado como referencia para el contraste. En esta comparación destaca sobremedida que **España es con diferencia el país con menor proporción de hogares con una única persona (26,3%) y, por el contrario, el país con mayor presencia de hogares de 3 o más miembros (43,5%).** En el otro extremo, en Alemania esos porcentajes casi se invierten (42% y 24,3% respectivamente).

En consecuencia, también es bien relevante para la interpretación de algunos de los hechos, que, **a pesar de la significativa reducción del tamaño del hogar que se ha producido en nuestro país en las últimas décadas, este sigue siendo en torno a un 10% superior al de Francia e Italia, y un 25% superior al de Alemania.**

No es menos llamativa la muy reducida relevancia (en este caso compartido con Italia) de la proporción de hogares jóvenes (cabeza de familia entre 16 y 34 años) en nuestro país (7,4%), extraordinariamente por debajo de Alemania (17,8%) y Francia (16,3%). Más allá de razones demográficas evidentes, este hecho está explicado también por las dificultades de las nuevas generaciones para su emancipación en nuestro país.

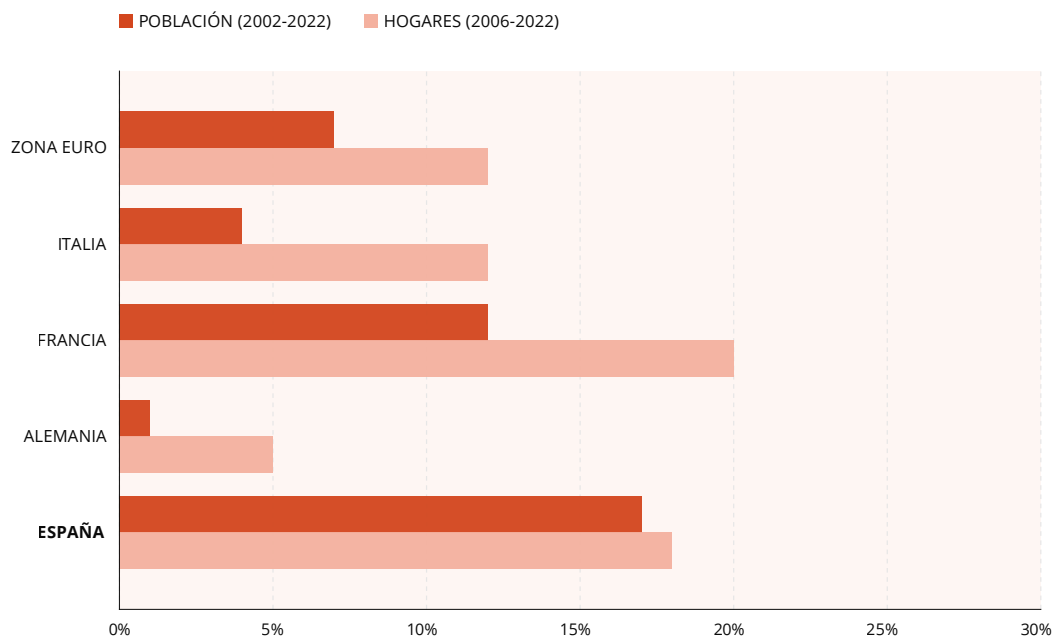
GRÁFICO 5.1
Características de los hogares en la zona euro | 2021



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

GRÁFICO 5.2
Crecimiento de población y hogares | Tasas de variación



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat

2 | SE AMPLÍA LA BRECHA DE RENTA DE LOS HOGARES CON EUROPA...

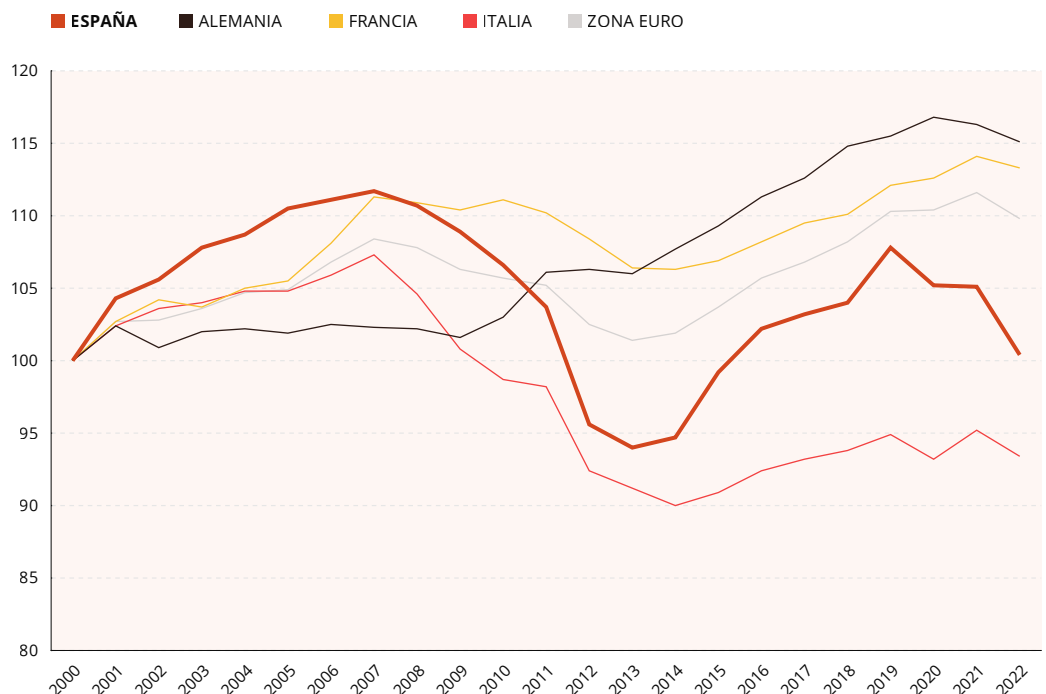
Siendo el crecimiento nominal de la economía española durante el presente siglo uno de los más elevados de los países de nuestro entorno, lo cierto es que dicho crecimiento diferencial es atribuible casi en su totalidad a la demografía. Concretamente a ese intenso crecimiento de la población registrado en nuestro país desde inicio de siglo impulsado sobre todo por la extraordinaria ola migratoria, de tal manera que, en términos de renta bruta disponible por persona (RBD per cápita), se produce un práctico estancamiento de la misma en términos reales.

Efectivamente, España sólo ha podido mantener su nivel de RBD per cápita en términos reales durante lo que llevamos de siglo, definiendo una referencia (17.236 euros en 2022) significativamente alejada del nivel medio de la zona euro (23.648 euros) con quien ha aumentado la brecha, como también lo ha hecho con países como Alemania y Francia, que ya ostentaban una renta muy superior. De los grandes países, sólo Italia (21.606 euros en 2022) ha tenido un comportamiento manifiestamente peor que el de España.

En términos no ya per cápita, sino de unidad familiar, la evolución que ponen de manifiesto las sucesivas olas de la EFF es todavía más adversa, a lo que no es ajeno la reducción del tamaño medio de los hogares españoles que ha tenido lugar. **Ni en media (casi 37.000 euros en 2020), ni en ninguno de los percentiles de la distribución (mediana de 28.500 euros), se habría recuperado el nivel de renta disponible por hogar en términos reales de inicio del siglo.**

GRÁFICO 5.3

RBD real per cápita | Índice 100, año 2000



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos del INE y Eurostat

3 | ...Y EN ESPAÑA ENTRE LOS HOGARES DE MAYOR EDAD Y LOS DE LA GENERACIÓN MÁS JOVEN.

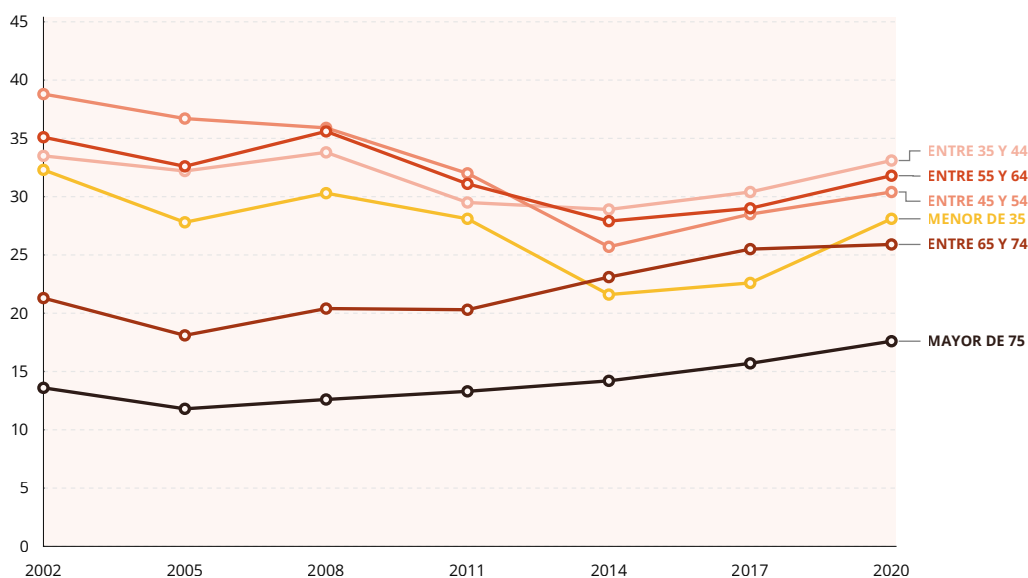
Junto a ese aumento de la brecha frente a Europa en términos agregados, dentro del conjunto de hogares españoles se ha producido también una ampliación de la brecha generacional, como se pone de manifiesto en el análisis de la renta por cohortes de edad.

En primer lugar, consistente con la **teoría del ciclo vital** (U invertida entre edad y renta), el tramo 35-44 años define un máximo de renta de 33.120 euros (en su valor mediano) frente al mínimo de 17.500 euros correspondiente al de mayores de 75 años.

Ahora bien, **los hogares con cabeza de familia de mayor edad (mayores de 65) han experimentado un crecimiento en su renta desde 2005, sin haber sufrido caídas con la crisis de 2008, lo que sí sucedió sin embargo para todos los demás tramos de edades.** Las políticas de protección de los ingresos por pensiones explican claramente este comportamiento. Por el contrario, la crisis de 2008 tuvo un fuerte impacto sobre la renta de los hogares con cabeza de familia menor de 65 años (en edad laboral) de la que todavía no se han recuperado los niveles en términos reales. Hay que tener en cuenta finalmente la dinámica ya comentada de envejecimiento que vienen experimentando los hogares españoles, que hace que el porcentaje de hogares con cabeza de familia joven sea mucho menor. Esto quiere decir que **actualmente menos jóvenes se independizan, y cuando deciden o consiguen hacerlo reciben menor renta que los que lo hacían a principios de siglo.**

GRÁFICO 5.4

Evolución de la renta bruta mediana por edad del cabeza de familia | Miles de euros reales de 2020



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España

4 | LOS HOGARES ESPAÑOLES AHORRAN MENOS Y DE FORMA MÁS VOLÁTIL QUE LOS EUROPEOS.

Los hogares españoles definen una propensión al ahorro sistemáticamente inferior a la de sus homólogos europeos. Además, esa menor tasa de ahorro (porcentaje de la renta disponible dedicada al ahorro) muestra una volatilidad y sensibilidad más acusada.

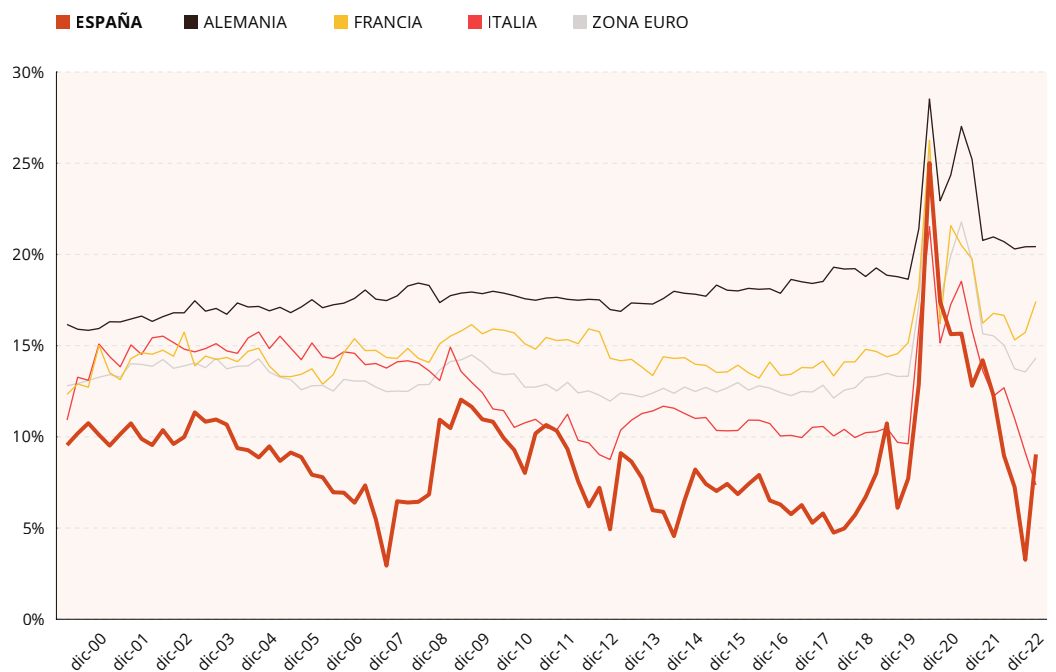
La brecha entre la tasa de ahorro de los hogares españoles y la media ponderada de la eurozona se mueve en un amplio rango que nunca baja de tres puntos porcentuales, y puede llegar a ser más del doble en algunos momentos, como en los prolegómenos de la crisis financiera en 2007, o también en el más reciente 2022 una vez superados los efectos de la pandemia.

La coexistencia de esas dos características diferenciales del ahorro en España (su menor tasa estructural y su mayor volatilidad) no es casual. En la práctica se autoalimentan mutuamente, recogiendo factores históricos y culturales de carácter agregado, pero también unos niveles de renta inferiores a los de los tres países de referencia, así como una mayor sensibilidad del PIB y del empleo a las diferentes condiciones del ciclo debido, entre otras cosas, a la estructura económica sectorial de nuestro país.

Entre los primeros cabe señalar una mayor cultura de consumo en España, donde se valora el disfrute del presente y la adquisición de bienes y servicios, en detrimento de un menor enfoque en el ahorro a largo plazo. En la misma dirección operaría otro elemento muy presente en la cultura española, cual es la confianza en redes de protección tanto familiares como asociadas al estado del bienestar, y muy especialmente en un sistema de pensiones públicas más *generoso* en términos relativos, que penaliza el ahorro previsional privado.

GRÁFICO 5.5

Tasa de ahorro de los hogares de los principales países de la zona del euro | % ahorro sobre renta bruta disponible



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos del INE y Eurostat

5 | LOS HOGARES ESPAÑOLES PARECEN SER "RELATIVAMENTE" MÁS RICOS QUE LOS EUROPEOS DEBIDO A UN EFECTO REVALORIZACIÓN...

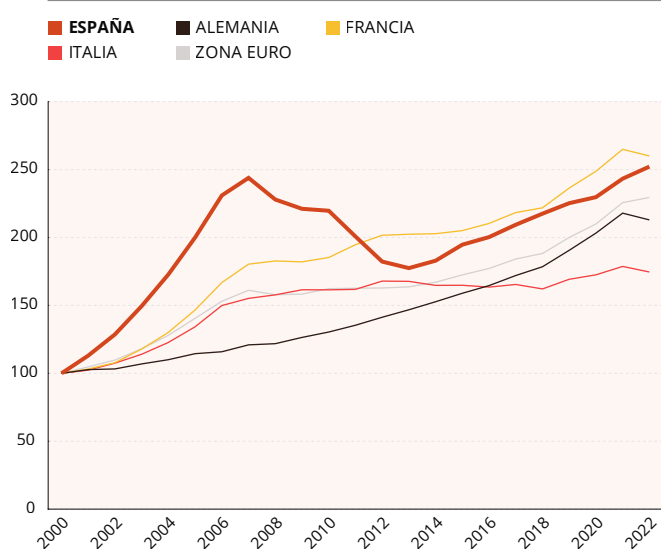
Aunque es contraintuitivo, los datos de las cuentas financieras y no financieras, así como la visión más microeconómica que revelan los de la HFCS, señalan que **lejos de estar distanciados a la baja respecto de sus homólogos europeos como sucede en renta, los hogares españoles definen en cuanto a riqueza cifras homologables, si no mejores.**

Dicho de otro modo, los menores niveles de renta de los hogares españoles, a lo que hay que sumar su menor tasa de ahorro en términos históricos, no es óbice para que dispongan de un nivel de riqueza (ahorro acumulado) que, dado el mencionado patrón de comportamiento, no es fácilmente explicable.

En este contexto, emerge una explicación plausible. **El proceso de acumulación de riqueza de los hogares no es sólo fruto de la adquisición neta de activos que tiene lugar como consecuencia de la materialización del ahorro a lo largo del tiempo.** La propia riqueza acumulada (y su composición) se ve impactada por los cambios de valor de los activos que inducen las variaciones de factores que lo determinan (tipos de interés, precios de las acciones, precios inmobiliarios ...). Y, de hecho, como refleja nuestro estudio, **el efecto de revalorización de los activos puede ser tanto o más determinante en la acumulación de riqueza que la propia adquisición neta de activos en la que se materializa regularmente el ahorro.** Desde luego en el caso español, en el que dicho efecto sería responsable de casi tres cuartas partes del aumento de la riqueza de los hogares durante el periodo de análisis, cuando sólo representa en Francia, el mejor de los casos, el 54%, y en Alemania e Italia sólo alcanzan a explicar el 23% y el 30%, respectivamente. El hecho de que además el ahorro materializado en patrimonio inmobiliario tenga mayor relevancia en nuestro país, y que este haya sido el más beneficiado (a pesar de los vaivenes asociados al boom previo y a la crisis posterior a 2008) por la bajada estructural de los tipos a largo plazo tras nuestra incorporación a la eurozona, añadiría dosis de verosimilitud a esta explicación.

GRÁFICO 5.6

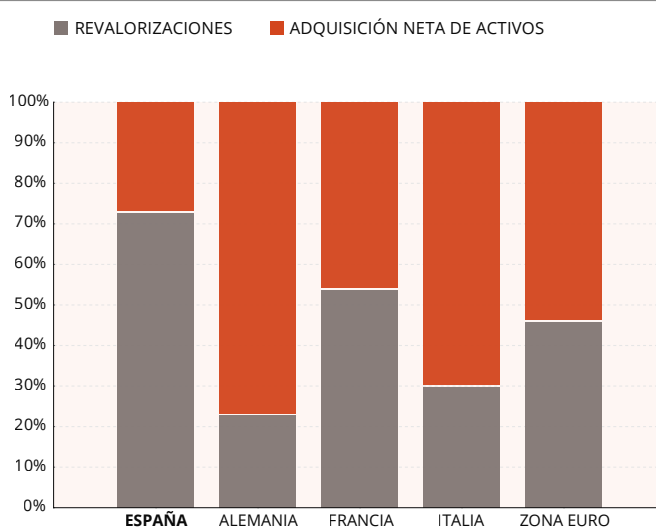
Riqueza per cápita | Índice 100, año 2000



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos del INE, Eurostat y Banco Central Europeo

GRÁFICO 5.7

Descomposición del aumento de riqueza de los hogares 2000-22



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

6 | ...QUE COMBINADO CON UNA EVOLUCIÓN MÁS DESIGUAL DE LA RENTA HA AMPLIADO LA BRECHA GENERACIONAL DE RIQUEZA: UNA "BOLA DE NIEVE".

La visión de la riqueza de los hogares por edad del cabeza de familia ilustra también dos fenómenos con claridad. El primero de ellos es que la distribución de la riqueza neta es coherente con el perfil esperado del ciclo vital: riqueza creciente con la edad (fase de acumulación), hasta un cierto punto en el que aquella empieza a decaer (fase de desacumulación, en la que se tira del ahorro acumulado). Lo llamativo es que si en las primeras olas de la EFF el pico de acumulación se situaba en las edades previas a la jubilación (55-64 años), **en las últimas olas ese pico de acumulación se ha desplazado hasta el tramo posterior a la jubilación (65-74 años). Esto es, el proceso de desacumulación sólo se evidencia actualmente en edades muy avanzadas, de manera efectiva en el último tramo (mayores de 75 años).**

La segunda evidencia es que **sólo son precisamente los tramos de edad superiores a 65 años los que han mejorado con claridad su nivel de riqueza en términos reales a lo largo de estas dos décadas.** Más aún, habiéndose deteriorado en el resto de los tramos de edad la riqueza de los hogares en términos reales, son aquellos con cabeza de familia de menor edad (los hogares jóvenes) los que han sufrido una caída más intensa. Lógicamente esto último no deja de estar relacionado con el efecto revalorización antes comentado (muy vinculado a la riqueza inmobiliaria acumulada por la generación de más edad), así como con el mayor deterioro que también han sufrido los jóvenes en términos de renta.

Efectivamente, en el análisis de la desigualdad entre los hogares españoles es importante considerar de forma conjunta el comportamiento entre la renta y la riqueza acumulada, pues la segunda guarda una relación de causa-efecto con la primera. **Un mayor nivel de renta, y por tanto de capacidad de ahorro, permite una mayor acumulación de riqueza (amplificada, en su caso, por una potencial mayor rentabilidad) que a su vez deviene en mayores niveles de renta disponible.**

Ese mecanismo de autoalimentación entre renta y riqueza se pone claramente de manifiesto al analizar los indicadores convencionales de desigualdad en una y otra variable, y como han evolucionado en lo que va de siglo. En términos de renta disponible, la EFF permite medir dos indicadores complementarios de desigualdad. Por un lado, la ratio entre la renta media y la mediana, y por otro el porcentaje que sobre renta total de hogares detentan los percentiles más altos (1%, 5%, o 10%) de renta. Pues bien, la ratio entre renta media y renta mediada apenas ha variado, desde 1,31 veces a la EFF de 2002 hasta 1,32 en la de 2020.

Frente a esa razonable estabilidad en la distribución de la renta de los hogares, la distribución de riqueza arroja un incremento mucho más intenso de la concentración, sea cual sea el indicador utilizado para su medición. El más sintético de ellos, la ratio entre riqueza media y mediana, que ya de por sí presentaba en 2002 un valor más elevado que en el caso de la renta (1,61 frente a 1,31), se ha incrementado fuertemente hasta 2,21 en 2020. Pero, sobre todo, se ha producido un importante incremento en la concentración de riqueza que detentan los percentiles más elevados de la distribución: el 1% de hogares más ricos detentaba el 13,8% de la riqueza en 2002 y alcanzaría en 2020 el 22% según la EFF. Por su parte el 10% más rico habría pasado del 43,9% al 53,9%.

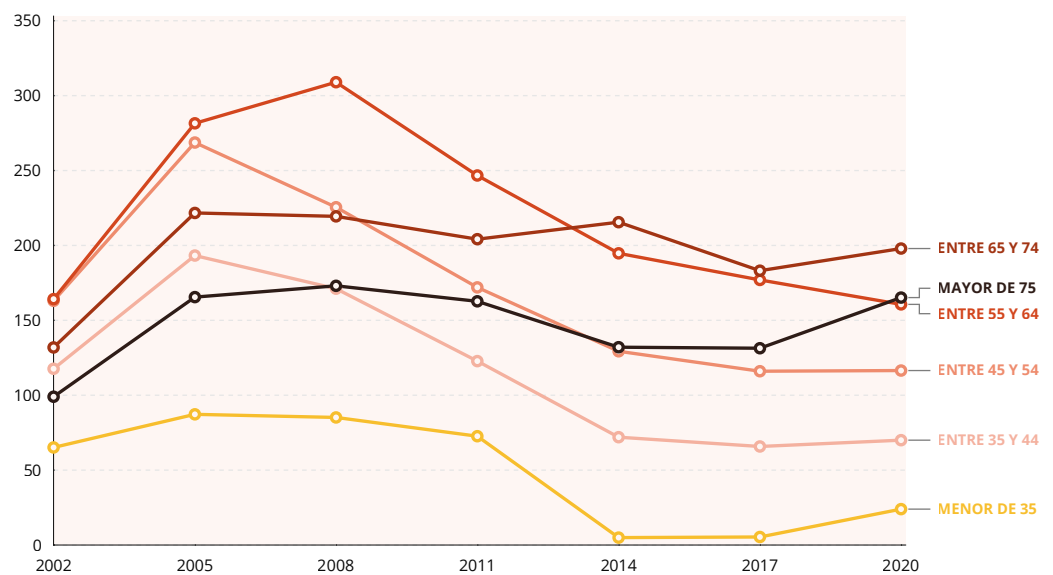
Los factores que pueden explicar esa concentración de la riqueza de los hogares a un ritmo mucho más intenso que en la renta, se pueden agrupar en dos categorías: acumulación y rentabilidad. La primera tiene que ver con que los hogares con mayor riqueza están notablemente correlacionados con los de mayor renta, y estos tienen una mayor capacidad y propensión al ahorro, lo que se traduce en una mayor capacidad

de acumulación de riqueza. La segunda haría referencia a un mayor potencial de rentabilización de dicha riqueza en el caso de los hogares con mayor renta y riqueza. Dicho mayor potencial, a su vez, puede tener varios factores explicativos:

- Una mayor educación financiera, y con ello, mayor capacidad de elegir entre un mayor abanico de alternativas de inversión y de proveedores de servicios financieros que les permiten acceder en mejores condiciones.
- Una mayor propensión a asumir riesgos, y con ello a rentabilidades superiores desde una posición de mayor holgura financiera y capacidad de absorber escenarios adversos de sus inversiones.

GRÁFICO 5.8

Evolución de la riqueza neta mediana por edad del cabeza de familia | Miles de euros reales de 2020



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España

7 | LA VIVIENDA EN PROPIEDAD, FACTOR DE AHORRO Y MODO DE VIDA QUE ESTÁ CAMBIANDO PARA LOS HOGARES MÁS JÓVENES.

Efectivamente, en el acceso a la vivienda, los hogares españoles han definido tradicionalmente una clara preferencia hacia la propiedad frente al alquiler, si bien en los años recientes esta última forma de acceso está creciendo de forma significativa.

De entre los grandes países europeos, España es el que tradicionalmente ha presentado y sigue presentando una de las tasas de vivienda en propiedad más elevada. Esa preferencia por la vivienda en propiedad, que se extendía a todas las cohortes de edad, incluso a las más jóvenes, está cambiando en lo que va de siglo: **se está reduciendo el peso relativo de la vivienda en la riqueza de los hogares y esa reducción se concentra singularmente en los más jóvenes.**

En todo caso, aunque la propiedad sigue siendo la forma habitacional más extendida en España, el alquiler va ganando peso de forma continuada. Así, el porcentaje de hogares residentes en vivienda alquilada se ha duplicado en el conjunto del periodo desde el 10% al 20%, porcentaje en todo caso muy inferior al vigente en los principales países europeos.

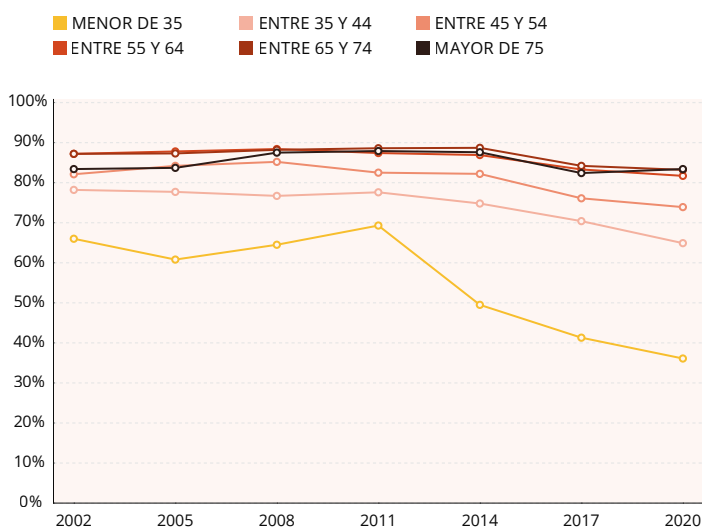
En ese desplazamiento hacia el alquiler pueden estar operando algunos factores sociolaborales, como la menor estabilidad laboral de los jóvenes que se incorporan al mercado laboral y su mayor movilidad geográfica, factores ambos que redundan en una menor predisposición y/o capacidad para acometer la compra de una vivienda.

Junto a ello, y en términos puramente financieros, el encarecimiento de la vivienda en relación con la capacidad adquisitiva de las cohortes de edad más jóvenes, así como la necesidad de acumular un mayor ahorro previo, también actúan como claro lastre a la adquisición de vivienda. El número de salarios anuales que se necesitan actualmente para adquirir una vivienda es actualmente claramente superior.

Esta mezcla de efectos ha determinado, como hecho más llamativo, que **el segmento de hogares jóvenes haya pasado en estos últimos veinte años de ser propietario casi un 70% de una vivienda a ser propietario sólo el 36% de ellos**, con un claro desplazamiento hacia el alquiler, así como a la cesión de vivienda por parte de familiares.

GRÁFICO 5.9

Porcentaje de hogares poseedores de vivienda principal por edad del cabeza de familia

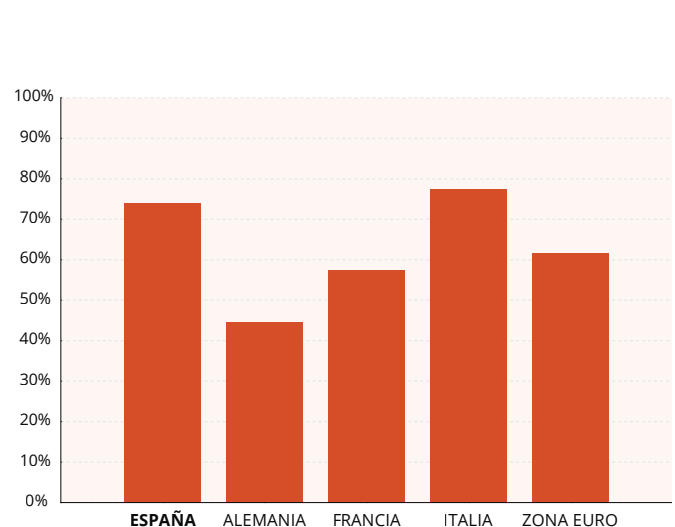


[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España

GRÁFICO 5.10

Porcentaje de hogares con vivienda en propiedad por país | 2021



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco Central Europeo

8 | TRAS LOS EXCESOS PREVIOS, EL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES CONVERGE CON LOS EUROPEOS.

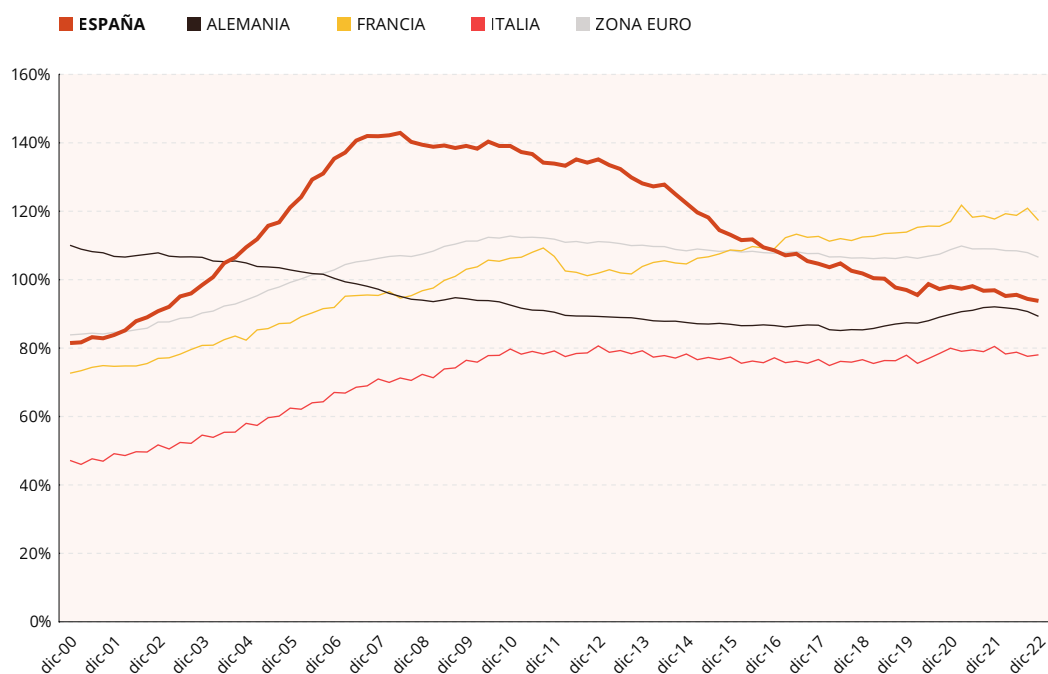
El extraordinario nivel de **endeudamiento de las familias españolas frente al de sus homólogas europeas cuando emergió la crisis financiera (que estuvo asociado a una extraordinaria adquisición de activos inmobiliarios) ha devenido en una convergencia hacia sus niveles medios.** De hecho, **en estos últimos años se sitúa incluso por debajo, después del gran desapalancamiento acaecido tras dicha crisis.** En efecto, los pasivos financieros de las familias llegaron a representar el 140% de su renta bruta disponible (muy por encima de cualquier referencia europea y mundial), cuando a principios de siglo se situaban en torno al 80%.

Hoy en día, con tasas del 90%, las familias españolas se sitúan en una posición comparativamente cómoda frente a nuestros homólogos europeos (la tasa media de la eurozona es del 107%). El nivel de deuda de las familias españolas actualmente no es, ni tiene visos de ser, un elemento diferencial frente a los países de nuestro entorno.

De todos modos, el nuevo escenario de tipos de interés que emergió a inicios de 2022 añade un mayor potencial de tensión a la vulnerabilidad de los hogares más endeudados, que se concentran, como por otra parte es natural, en los de menor renta y más jóvenes. De acuerdo con estimaciones del Banco de España sobre la base de la EFF, teniendo en cuenta que el principal tipo de referencia para la deuda hipotecaria (euribor a doce meses) ha pasado bruscamente en los dos últimos años de niveles del -0,5% al 4,2%, se puede inferir el porcentaje de hogares con elevada carga financiera neta podría acercarse a un preocupante 15%. Ciertamente, en todo caso, que con unas condiciones macroeconómicas y de desequilibrios muy diferentes a las de entonces.

GRÁFICO 5.11

Pasivos sobre renta bruta disponible | %



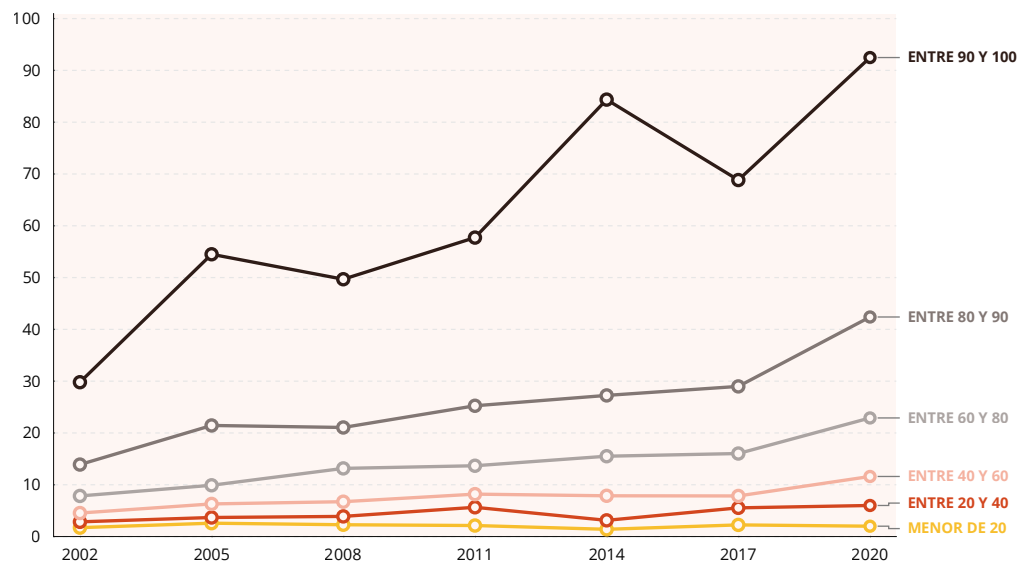
Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Eurostat, Banco de España y Banco Central Europeo

9 | EL AHORRO FINANCIERO ESTÁ SINGULARMENTE CONCENTRADO EN LAS RENTAS ALTAS.

Siendo clara (aunque decreciente en los últimos años) la mayor preferencia de los hogares españoles por los activos inmobiliarios, parece natural que la riqueza que se materializa en activos financieros sea proporcionalmente mucho mayor en los hogares de mayor renta y riqueza, hogares que disponen de un mayor colchón o excedente. En efecto, la riqueza financiera de los hogares españoles es, en términos relativos, bastante marginal hasta el percentil 60 de renta. Tanto es así, que solo el 40% de los hogares de mayor renta acumulan el 80% del total de esa riqueza. De hecho, **donde su peso es realmente relevante es en el 10% de hogares con rentas más elevadas (percentil 90 de renta), dado que sólo ellos acaparan prácticamente el 50% del total de la riqueza financiera de los hogares** y, por tanto, constituyen el foco de atención principal de las entidades que canalizan los servicios de asesoramiento y de inversión.

GRÁFICO 5.12

Riqueza financiera mediana por percentil de renta | Miles de euros reales de 2020



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de Banco de España

10 | DEPENDENCIA BANCARIA EN EL AHORRO FINANCIERO DE LOS HOGARES.

Ya hemos visto cómo en los activos de los hogares españoles dominan de forma estructural los de naturaleza inmobiliaria, incluyendo en ellos tanto la vivienda principal como las viviendas secundarias, que afirman poseer un 45% de los hogares. Ese tipo de activos reales representa casi un 70% de los activos totales de los hogares.

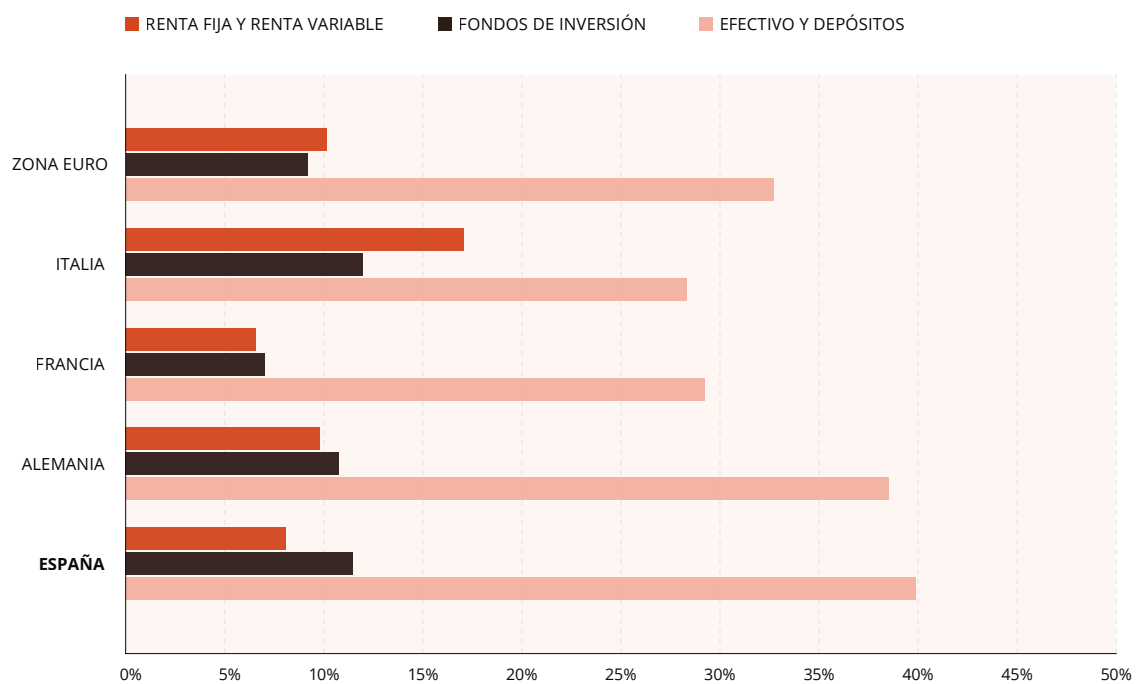
Pero es que el 30% restante, considerado como activos financieros, incorpora también un componente con marcado sesgo inmobiliario. Es el caso de los activos asociados a negocios de trabajo por cuenta propia. No olvidemos que España es uno de los países españoles con mayor proporción de trabajadores por cuenta propia.

La depuración de ese tipo de activos afectos a negocios propios deja apenas un 20% o 25% de los activos totales como inversión financiera pura. Pues bien, dentro de esta categoría se produce un extraordinario sesgo hacia instrumentos intermediados directa o indirectamente por el sistema bancario, depósitos, o vehículos de inversión colectiva, o con atributos de seguros de vida, pero gestionados por gestoras vinculadas a entidades de crédito.

Ello deja un residuo mínimo, casi marginal, para la inversión directa en mercados de valores, tanto de renta variable como sobre todo de renta fija, cuya presencia en las carteras de activos de los hogares es extraordinariamente reducida (apenas un 4% en acciones cotizadas, y menos de un 1% en el caso de bonos y otros valores de renta fija).

GRÁFICO 5.13

Porcentaje sobre el total de activos financieros | Media 2000-2022



Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

11 | TRASVASES ENTRE DEPÓSITOS Y FONDOS: ¿ES LA DEMANDA O LA OFERTA?

Los depósitos bancarios y las participaciones en fondos de inversión constituyen las dos principales materializaciones en activos financieros de los hogares españoles, de tal manera que ambos instrumentos de forma conjunta acumulan más de dos tercios de aquellos (depurando de los mismos las participaciones en negocios propios de los hogares). El desglose entre uno y otro tipo de instrumento es en la actualidad prácticamente similar al existente al inicio de siglo, de tal manera que bien podría decirse que se ha mantenido inalterado el equilibrio entre ahorro intermediado (depósitos) y el desintermediado (fondos de inversión).

Y, sin embargo, se han registrado muy importantes oscilaciones en dicho desglose, poniendo de manifiesto que ambos instrumentos actúan con una cierta sustituibilidad en cuanto a destino preferente para el ahorro de los hogares españoles.

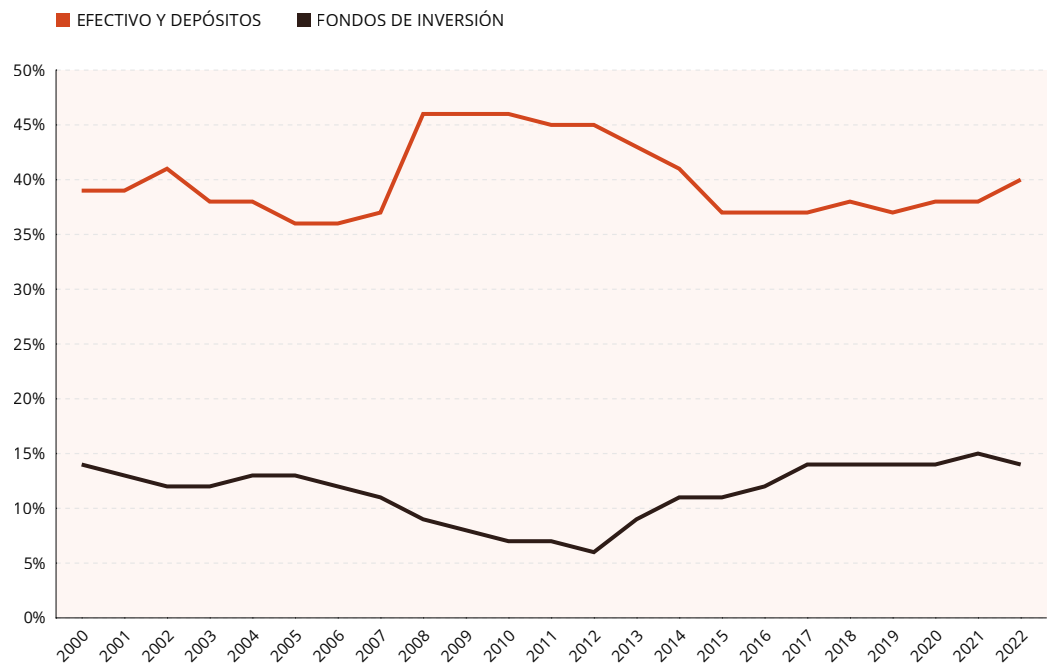
En ese trasvase entre depósitos y fondos sin duda operan simultáneamente factores de demanda y de oferta. Contrariamente a los depósitos, cuyo valor facial se mantiene invariable en el tiempo, las participaciones en fondos de inversión registran cambios en su valoración en función de cómo lo hagan los diferentes activos en los que el fondo materializa la inversión de dichas participaciones. Esos cambios en la valoración serán tanto mayores cuantos mayores sean las fluctuaciones de valor en los activos que constituyen dichas inversiones y, por tanto, del perfil de riesgo de los fondos correspondientes. Aunque esa característica de los fondos como inversión de riesgo es conocida de antemano, y es suficientemente explícita la recomendación de los supervisores soportada en que “rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras”, lo cierto es que, en eventos de fuertes caídas de precios, y de valoración de las participaciones, es bastante habitual asistir a conductas gregarias o de rebaño (“herding behavior” en la jerga financiera), con intensas reducciones, o incluso caídas, en los flujos netos a fondos de inversión.

En el lado de la oferta, el principal factor que puede afectar a los trasvases entre depósitos y fondos es probablemente la retribución ofrecida por los depósitos. En este sentido, no puede obviarse el papel complementario que depósitos y fondos de inversión juegan en la oferta de vehículos de ahorro e inversión por parte de los intermediarios financieros. **Ese papel complementario es mucho más importante, si cabe, en el caso español, en el que la oferta de fondos de inversión tiene un elevado sesgo bancario, como lo demuestra el hecho de que más del 80% de los mismos son comercializados por gestoras participadas por entidades de crédito.**

Desde dicho posicionamiento estructural, las entidades consideran a los depósitos y los fondos de inversión como instrumentos alternativos a ofrecer a sus clientes, con unas condiciones relativas entre unos y otros -tipos de remuneración a los depósitos, comisiones de gestión en los fondos-, que sin duda se hacen eco también de la conveniencia o necesidades de liquidez de las entidades de crédito. Eso explicaría, por ejemplo, el fuerte trasvase de fondos hacia depósitos en los años de fuertes necesidades de liquidez entre 2008 y 2012, o el flujo contrario en los años en los que la retribución a los depósitos ha sido nula o, como es el caso desde mediados de 2022, muy por debajo de los tipos de referencia.

GRÁFICO 5.14

Trasvase depósitos y fondos en España | % total activos financieros



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afi, elaboración propia a partir de datos de Banco de España

12 PESO MUY REDUCIDO DEL AHORRO EN PRODUCTOS DE PREVISIÓN Y CONCENTRADO EN PERCENTILES ALTOS DE RENTA.

Los productos financieros de previsión (planes y fondos de pensiones, seguros de vida, rentas vitalicias), tienen un peso muy reducido sobre los activos financieros de los hogares españoles, en comparación con sus homólogos europeos. Apenas representa tan solo un 3% de la riqueza bruta de los hogares españoles en las últimas EFF del Banco de España de los últimos años, frente a ese 70% que representa la riqueza inmobiliaria.

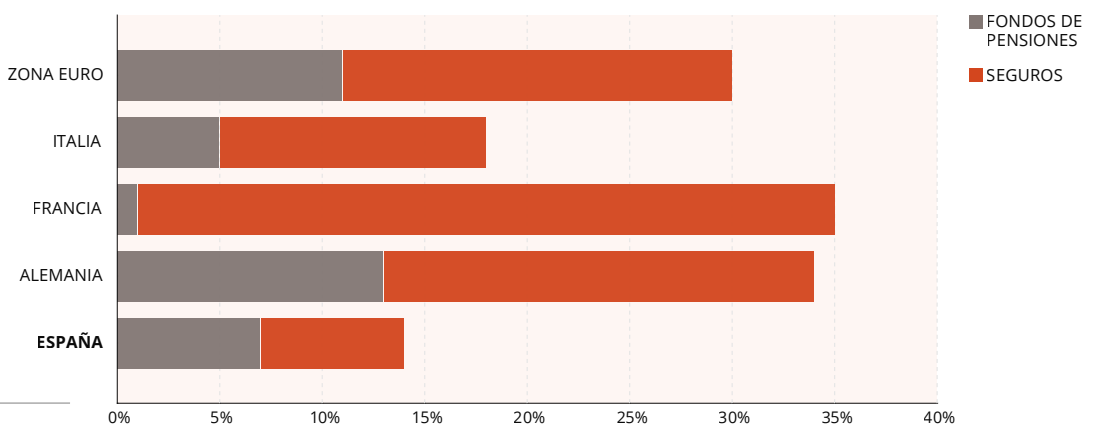
Su presencia está además concentrada de forma extrema en un reducido porcentaje de hogares de renta y riqueza más elevadas, con elevada capacidad de ahorro y beneficiarios del tratamiento fiscal favorable de dichos instrumentos. **Sólo el 10% de los hogares con mayor riqueza concentran el 70% del ahorro previsional, mientras que en el 50% de los hogares con menor riqueza el ahorro previsional es prácticamente inexistente.**

En estas más de dos décadas no se han dado avances efectivos para la democratización y extensión de los productos de esta naturaleza, de mayor notoriedad, por otra parte, en la composición del patrimonio de los principales países de nuestro entorno.

La reciente puesta en marcha de un nuevo marco de planes de empleo constituye una nueva apuesta en nuestro país, si bien estamos lejos de tener una mínima evidencia razonable de su éxito potencial, y probablemente debería haber sido más ambiciosa.

GRÁFICO 5.15

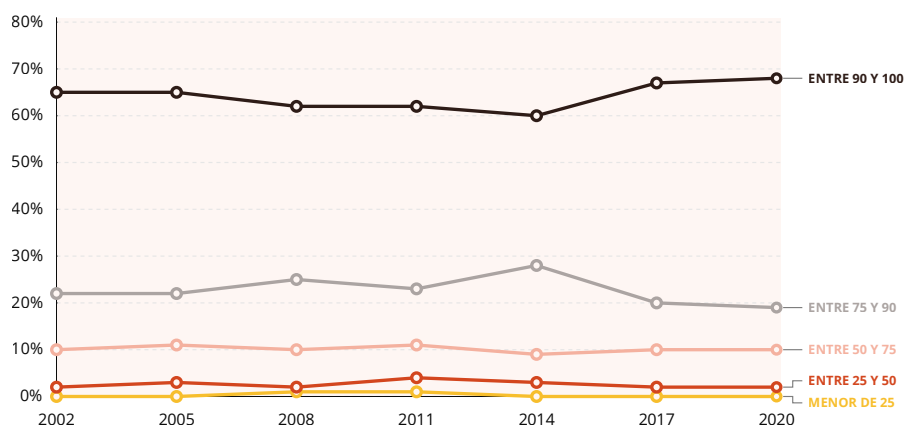
Porcentaje sobre el total de activos financieros | Media 2000-2022



Fuente: Afí, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

GRÁFICO 5.16

Concentración de la riqueza en pensiones y seguros de vida por percentiles de riqueza neta | %



[Accede aquí al gráfico dinámico](#)

Fuente: Afí, elaboración propia a partir de datos de Banco de España y Banco Central Europeo

Agradecimientos

La realización de este estudio no habría sido posible sin la colaboración de **Marina Asensio y Marina García Gil**, integrantes de los equipos de análisis, finanzas públicas y economía aplicada territorial de Afi. Ambas han recabado y tratado toda la información estadística disponible, tanto la de naturaleza macroeconómica como microeconómica, relacionada esta última con las diferentes oleadas de encuestas a las familias acometidas por el Banco de España y el resto de bancos centrales, que ha integrado el BCE en sus informes Household Finance and Consumption Survey (HFCS). También ha sido inestimable su ayuda tanto para recopilar y ordenar la literatura teórica y los trabajos empíricos relacionados con el tema que hemos abordado, como la revisión de los textos.

No menos importante ha sido el apoyo que nos ha prestado **Adriana Scozzafava**, directora general de la **Fundación Afi Emilio Ontiveros** y responsable de las numerosas iniciativas de la fundación. Entre ellas que se encuentra esta nueva línea para la publicación de estudios que profundicen en cuestiones estructurales de la realidad económica y financiera de nuestro país, enriquezcan el debate acerca de las mismas y sugieran en la medida que sea posible algunas recomendaciones. Que esta investigación y su edición haya visto finalmente la luz es en buena medida mérito suyo.

Nuestro agradecimiento también a los patronos de la fundación, quienes desde el primer momento apoyaron esta iniciativa. Y no menos, aunque sería muy extenso nombrar a todos ellos, al amplio equipo de Afi con el que hemos tenido ocasión de discutir y contrastar, no solo recientemente, muchos de los temas abordados en este estudio. Entenderán que es obligado que destaquemos en este punto al propio **Emilio Ontiveros**, que fue nuestro compañero de travesía y de enriquecedoras discusiones sobre economía, finanzas y muchas más cosas durante muchos años. Su sensibilidad y capacidad analítica probablemente se esconda en muchas de las ideas que hemos aterrizado en las páginas de este estudio.

Por supuesto, como no puede ser de otro modo, toda la responsabilidad sobre su contenido es enteramente nuestra.




Bibliografía

- Alvargonzález, Pilar, Myroslav Pidkuyko y Ernesto Villanueva, 2020. "La situación financiera de los trabajadores más afectados por la pandemia: un análisis a partir de la Encuesta Financiera de las Familias", Boletín Económico, Banco de España, 3/2020.
- Alvargonzález, Piluca, Marina Gómez, Carmen Martínez-Carrascal, Myroslav Pidkuyko y Ernesto Villanueva, 2022. "Analysis of labor flows and consumption in Spain during COVID-19", Documentos Ocasionales, No. 2202, Banco de España.
- Alves, Pana y Carmen Martínez-Carrascal, 2023. "La evolución y el destino del ahorro extraordinario acumulado por los hogares españoles desde el inicio de la pandemia," Boletín Económico, Banco de España, 2023/T2.
- Andreasch, Michael y Lindner Peter, 2016. "Micro- and Macrodata: a Comparison of the Household Finance and Consumption Survey with Financial Accounts in Austria", Journal of Official Statistics, Scienc, vol. 32(1), págs. 1-28, marzo.
- Anghel, Brindusa, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva, 2019. "La tasa de ahorro en España entre 2007 y 2016: descomposición por grupos de población y posibles determinantes", Boletín Económico, Banco de España, 4/2019.
- Arce, Óscar, Elvira Prades y Alberto Urtaun, 2013. "La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis", Boletín Económico, Banco de España, septiembre 2013, págs. 65-73.
- Arrondel, Luc, Laura Bartiloro, Pirmin Fessler, Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Cristiana Rampazzi, Frédérique Savignac, Tobias Schmidt, Martin Schürz y Philip Vermeulen, 2016. "How Do Households Allocate Their Assets? Stylized Facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey", International Journal of Central Banking, International Journal of Central Banking, vol. 12(2), págs. 129-220, junio.
- Artola, Miguel, Clara Martínez-Toledano y Alice Sodano, 2022. "Desigualdad de la Renta y Redistribución en España: Nueva Evidencia a partir de la Metodología del World Inequality Lab", EsadeEcPol- Center for Economic Policy, EsadeEcPol Brief No.27, junio 2022.
- Artola, Miguel, Luis Bauluz y Clara Martínez-Toledano, 2021. "Wealth in Spain 1900–2017 A Country of Two Lands [The real estate and credit bubble: evidence from Spain]", The Economic Journal, Royal Economic Society, vol. 131(633), páginas 129-155.
- Azpirtarte, Francisco, 2010. "The household wealth distribution in Spain: The role of housing and financial wealth", Hacienda Pública Española / Review of Public Economics, IEF, vol. 194(3), págs. 65-90, octubre.
- Banco de España, 2007. "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005", Boletín Económico, Banco de España, 12/2007.
- Banco de España, 2020. "El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019", Documentos Ocasionales, No. 2013, Banco de España.
- Banco de España, 2022. "Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020: métodos, resultados y cambios desde 2017", Boletín Económico, Banco de España, 3/2022.
- Barceló, Cristina, Ernesto Villanueva y Elena Vozmediano, 2021. "Los tipos de interés de los préstamos personales y las características de los hogares: España y los países de nuestro entorno", Boletín Económico, Banco de España, 2/2021.
- Beverly, Sondra G. y Sherraden, Michael, 1999. "Institutional determinants of saving: implications for low-income households and public policy", Journal of Behavioral and Experimental Economics (formerly The Journal of Socio-Economics), Elsevier, vol. 28(4), págs. 457-473.
- Bover, Olympia, Laura Crespo y Sandra García-Urbe, 2022. "El endeudamiento de los hogares en la Encuesta Financiera de las Familias y en la Central de Información de Riesgos: un análisis comparativo", Documentos Ocasionales, No. 2205, Banco de España.
- Conde-Ruiz, J. Ignacio y Vincenzo Galasso., 2023. "Efectos económicos de la demografía política". Papeles de Economía Española, 176, La economía española ante el reto demográfico, FUNCAS
- Conde-Ruiz, J. Ignacio y Carlotta Conde, 2023. "La juventud atrapada", Península
- Cobrero, Lucia, Sandra García-Urbe y Marina Gómez-García, 2023. "Las cuentas distributivas: una herramienta para el seguimiento de la distribución de componentes de la riqueza y de la deuda de los hogares", Boletín Económico, Banco de España, 2023/T4.
- Delgado, Margarita, 2023. "Evolución del ahorro en España desde la pandemia", Banco de España, IV Observatorio del Ahorro y la Inversión en España/Bestinver-IESE.

- Devesa, Enrique y Rafael Doménech, 2023. "Demografía y pensiones: Análisis de los efectos redistributivos*", Cuadernos Económicos de ICE, No. 105, 2023/I.
- El-Attar, Mayssun y Poschke, Markus, 2010. "Trust and the Choice Between Housing and Financial Assets: Evidence from Spanish Households", IZA Discussion Papers 5246, Institute of Labor Economics (IZA).
- European Central Bank, 2023. "Household Finance and Consumption Survey (HFCS)" https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/hfcs/html/index.en.html
- European Central Bank, 2023. "Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2021 wave", ECB Statistics Paper, No. 46.
- Fernández-Huertas, Jesús, 2021. "Inmigración y políticas migratorias en España", Estudios sobre la Economía Española 2021/10. Fedea
- Figari, Francesco y Kuypers, Sarah y Verbist, Gerlinde, 2016. "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: a new underlying database for EUROMOD", EUROMOD Working Papers vol. 9(3/2016), págs. 35-65.
- García, Javier y Sergio Díaz, 2023. "El ahorro y la riqueza financiera de los hogares españoles disminuyen", Caixa Bank Research, Economía y mercados, Actividad y crecimiento, febrero 2023.
- García-Vaquero, Víctor y Juan Carlos Casado, 2022. "Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2021", Boletín Económico, Banco de España, 3/2022.
- García-Vaquero, Víctor y Maristela Mulino, 2016. "Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2015", Boletín Económico, Banco de España, junio 2016, págs. 59-65.
- Gómez, Marina y Ernesto Villanueva, 2022. "El efecto de los planes de pensiones de empresa sobre el ahorro privado de los hogares", Boletín Económico, Banco de España, 2/2022.
- Herce, J. Antonio, 2023. Varias entradas del blog de LoRIS. <https://lorisretirement.com/blog/>
- Intrum, 2022. "España, el 5º país por la cola de Europa en educación financiera", Noticias, Intrum.
- Ispuerto Anna y Mª Victoria Villanueva, 2010. "Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias", CNMV Documentos de Trabajo ", CNMV-Comisión Nacional del Mercado de Valores - Departamento de Estudios y Estadísticas.
- Jappelli Tullio y Marco Pagano, 1998. "The Determinants of Savings: Lessons from Italy", CSEF Working Papers 01, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy.
- Le Blanc, Julia, Alessandro Porpiglia, Federica Teppa, Junyi Zhu y Michael Ziegelmeyer, 2014. "Household saving behaviour and credit constraints in the euro area", BCL working papers 93, Central Bank of Luxembourg
- López-Laborda, Julio, Carmen Marín-González y Jorge Onrubia, 2018. "¿Qué ha sucedido con el consumo y el ahorro en España durante la Gran Recesión?: un análisis por tipos de hogar", Estadística Española, vol. 60(197/2018), págs. 273-311.
- Maxime, Haubert, 2020. "Los pobres y el manejo del dinero disponible: algunas enseñanzas de las encuestas financieras de las familias.", Revista Española de Sociología, vol. 29, págs. 117-135.
- Miguez, Sergio, 2016. "Nuevas tendencias del ahorro en España. Estudio demoscópico", Observatorio del ahorro a largo plazo, Departamento de Investigación IEB.
- Ministerio para la transición ecológica y el reto demográfico, 2012. "Perfil Ambiental de España 2012", Perfil Ambiental de España, Hogares, 2.15.
- Núñez-Letamendia, Laura y Athena Tsouderou, 2020. "La resiliencia / vulnerabilidad de los hogares españoles frente al covid-19. Disparidades en la distribución y composición del ahorro en el entorno europeo", Observatorio del ahorro familiar, Fundación Mutualidad Abogacía.
- OECD, 2022. "OECD Pensions Outlook 2022".
- OECD, 2021. "Pensions at a Glance 2021: OECD and G20 Indicators".
- Rodríguez-Palenzuela, Diego y Déés, Stéphane y Andersson, Malin y Bijsterbosch, Martin y Forster, Katrin y Zorell, Nico y Audoly, Richard y Buelens, Christian y Compeyron, Guillaume y Ferrando, Annali, 2016. "Savings and investment behaviour in the euro area", Occasional Paper No. 167, European Central Bank
- Roger, Muriel y Savignac, Frédérique y d'Addio, Anna, 2020. "Pensions and household savings: cross-country heterogeneity in Europe," European Central Bank, Working Paper Series No.2372, febrero 2020.
- Sastre, Teresa y José Luis Fernández-Sánchez, 2011. "La tasa de ahorro durante la crisis económica: el papel de las expectativas de desempleo y de la financiación", Boletín Económico, Banco de España, noviembre 2021, págs. 61-77.

Fundación Afi Emilio Ontiveros © 2023.
Todos los derechos reservados.

www.fundacionafi.org

 Fundación Afi Emilio Ontiveros
 @FundacionAfi
 @hoymediavertocon

