

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2022

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES  
FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS  
NO FINANCIERAS EN 2021

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado

## RESUMEN

Las Cuentas Financieras de la Economía Española muestran que en 2021 se fortaleció la situación patrimonial de los hogares y las sociedades no financieras. Los primeros, al contrario de lo ocurrido en 2020, aumentaron su saldo de deuda en forma de préstamos bancarios, principalmente en forma de crédito para adquisición de vivienda, en línea con el mayor dinamismo del mercado inmobiliario. Sin embargo, dado que la renta de las familias aumentó en mayor medida, su ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible descendió 1,6 puntos porcentuales (pp) hasta el 91,9%, si bien todavía se encuentra por encima del nivel de 2019. En el caso de las empresas no financieras, en 2021 también se observó un descenso —de 4,3 pp— en su ratio de deuda sobre el PIB, hasta el 80% del PIB, derivado en gran medida del avance del producto, ya que su deuda consolidada aumentó levemente. Por lo que respecta a las decisiones de inversión en activos financieros, los hogares mantuvieron la tendencia de los últimos ejercicios, de avance de sus tenencias de depósitos bancarios y de participaciones en fondos de inversión, mientras que las empresas concedieron un volumen más elevado de financiación comercial, en línea con la recuperación de la actividad empresarial, y acumularon menos activos líquidos, lo que resulta coherente con la menor preocupación por los riesgos de liquidez.

**Palabras clave:** financiación, crédito, inversión en activos financieros, endeudamiento de hogares, empresas no financieras, tasa de ahorro.

**Códigos JEL:** D22, G21, L25, M21, R2.

## EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2021

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

Este artículo analiza la evolución de los balances y de las transacciones financieras de las familias y de las sociedades no financieras (en adelante, SNF o empresas), durante 2021, a partir de la información de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE<sup>1</sup>). El contexto en el que se enmarcó esta evolución estuvo condicionado por la paulatina recuperación de la economía española. La recuperación estuvo apoyada por el avance de la campaña de vacunación contra el COVID-19, que permitió aliviar las medidas de contención de la actividad relacionadas con la pandemia, y por el mantenimiento de unas condiciones financieras favorables, con unos tipos de interés que alcanzaron mínimos históricos. Así, el crecimiento del PIB en el conjunto del año se situó en el 5,1 %. Sin embargo, la intensidad de la recuperación se vio limitada a medida que transcurría 2021, debido a las alteraciones en las cadenas de suministro globales y a las presiones inflacionistas. La evolución de los mercados financieros se caracterizó por la recuperación de los índices bursátiles y por el ligero ascenso de las rentabilidades de los valores de renta fija a medio y largo plazo.

Las CFEE muestran que la situación patrimonial de los hogares y las SNF se fortaleció en 2021. Por un lado, los ratios de endeudamiento de ambos sectores volvieron a reducirse después del repunte observado en 2020, aunque al final de 2021 se situaron por encima de los niveles prepandemia. Por otro lado, el patrimonio financiero bruto de las familias también aumentó, al contrario de lo ocurrido el año anterior, ya que al crecimiento de la inversión neta en activos financieros se unió, en esta ocasión, el ascenso de los precios de los instrumentos de renta variable.

Por lo que respecta a las decisiones de inversión en activos financieros, los hogares mantuvieron la tendencia de los últimos ejercicios de avance de sus tenencias de depósitos bancarios y de participaciones en fondos de inversión, si bien en este ejercicio el grueso de las nuevas inversiones se dirigió a esta última rúbrica. Ello se tradujo en un aumento del peso relativo de los instrumentos cuyo valor depende de la evolución de los precios de los activos financieros, de modo que la riqueza financiera de los hogares es ahora más sensible a las fluctuaciones de los precios

---

<sup>1</sup> La información más detallada sobre las CFEE se puede consultar en este vínculo: [https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb\\_cfesp.html](https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/sb_cfesp.html).

negociados en los mercados financieros. Por su parte, las empresas concedieron y captaron un volumen más elevado de financiación comercial, en línea con la recuperación de la actividad empresarial, y acumularon menos activos líquidos, lo que resulta coherente con la menor preocupación por los riesgos de liquidez.

Tras esta introducción, el artículo consta de dos epígrafes, en los que, en primer lugar, se describe la evolución de los flujos financieros de los hogares y los cambios en sus balances financieros en 2021 y, a continuación, se realiza un análisis similar para las sociedades no financieras.

## La evolución de los flujos y los balances financieros de las familias

### Evolución de los flujos financieros

Después del intenso repunte que se observó en 2020, la tasa de ahorro bruto de las familias registró en 2021 un retroceso, y se situó en el 11,4 % de la renta bruta disponible (RBD), frente al 15 % del año anterior. Pese a este descenso, el nivel siguió siendo elevado y, de hecho, se trata de la segunda tasa de ahorro más elevada de los 40 últimos años, después del máximo de 2020.

Como se observa en el gráfico 1.1, tanto los depósitos bancarios como las letras del Tesoro registraron tipos de interés próximos a cero o negativos. La deuda pública española a largo plazo mantuvo un rendimiento positivo a lo largo de todo el año 2021, con una suave tendencia ascendente, y se situó a final del ejercicio en torno al 0,5 %. Por otro lado, como se muestra en el gráfico 1.2, las cotizaciones bursátiles mostraron una rentabilidad acumulada de doce meses positiva a lo largo de todo el año y con una volatilidad más reducida que en 2020. En línea con esta evolución, los fondos de inversión que invierten en este tipo de activos mostraron rentabilidades positivas a lo largo del ejercicio. Por último, el rendimiento de los fondos monetarios y de los de renta fija a corto plazo mostró una tendencia descendente, hasta alcanzar cifras negativas a final de año, en línea con los reducidos tipos de interés de los instrumentos financieros en los que invierten estos vehículos.

En este contexto macrofinanciero, la adquisición neta de activos financieros de los hogares volvió a ser elevada en 2021, aunque inferior a la observada el año anterior. Así, como se ilustra en el gráfico 2.1, el flujo de inversión en 2021 alcanzó el 10,6 % de la RBD, frente al 15,2 % del año precedente.

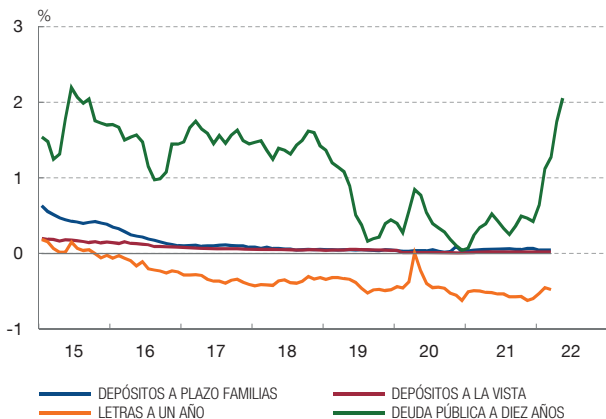
En línea con la tendencia de los últimos ejercicios, a lo largo de 2021 las nuevas inversiones financieras de los hogares se concentraron mayoritariamente en depósitos (5,8 % de su RBD), aunque en menor medida que en el año anterior, y en participaciones en fondos de inversión (4,8 % de su RBD), partida en la que invirtieron el volumen más elevado de los siete últimos años. Este cambio en la

Gráfico 1

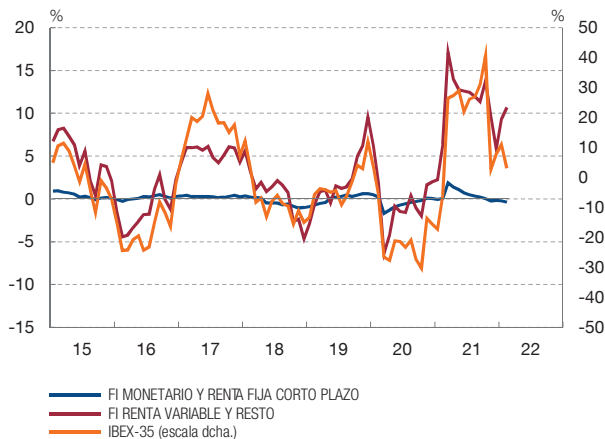
**EN 2021, EL ENTORNO MONETARIO Y FINANCIERO SE CARACTERIZÓ POR UNOS TIPOS DE INTERES MUY REDUCIDOS Y POR UNA RECUPERACIÓN DE LOS PRECIOS DE LA RENTA VARIABLE**

Los tipos de interés de los depósitos bancarios y de los activos monetarios (como los de las letras del Tesoro) continuaron en 2021 próximos a cero o negativos, mientras que la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo mostró una suave tendencia ascendente. Las cotizaciones bursátiles presentaron revalorizaciones en términos acumulados de doce meses a lo largo del ejercicio.

1 TIPOS DE INTERÉS



2 RENTABILIDAD DEL IBEX-35 Y DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (a)



FUENTES: INVERCO y Banco de España.

a Rentabilidad acumulada durante los doce últimos meses.

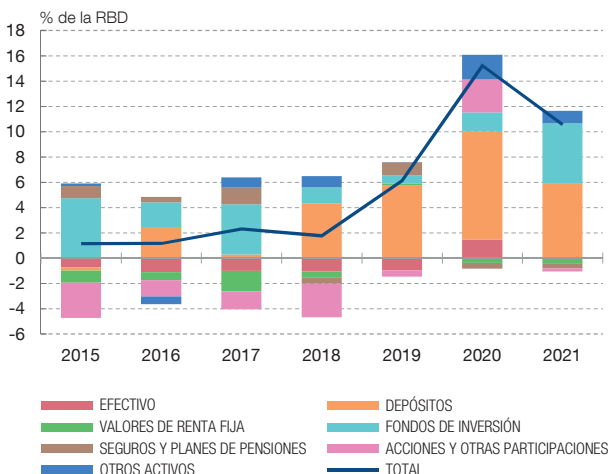


Gráfico 2

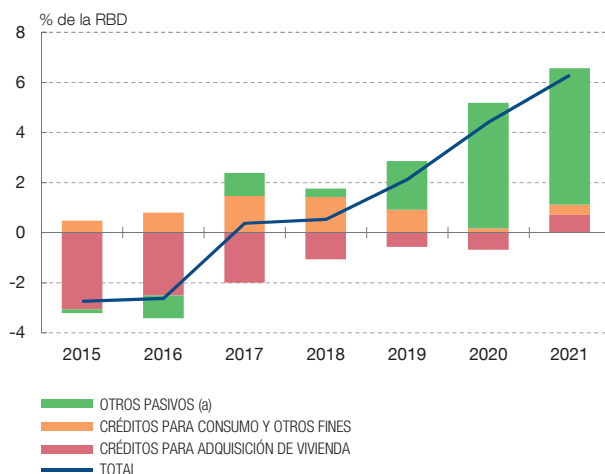
**DURANTE 2021 SE REDUJO LA INVERSIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS, MIENTRAS QUE AUMENTÓ LA CAPTACIÓN DE FONDOS**

Los hogares volvieron a concentrar sus adquisiciones en depósitos y participaciones en fondos de inversión. La financiación neta captada a través de préstamos bancarios, tanto para consumo como para vivienda, fue positiva.

1 ACTIVOS FINANCIEROS (Operaciones financieras)



2 PASIVOS FINANCIEROS (Operaciones financieras)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.



composición de la inversión en activos financieros pudo estar condicionado por la búsqueda de rentabilidad en un contexto de niveles reducidos de los tipos de interés de los depósitos bancarios.

La inversión neta en acciones y otras participaciones, después del repunte de 2020, volvió a ser ligeramente negativa (-0,3 % de su RBD), así como la materialización del ahorro en valores de renta fija (-0,4 % de su RBD), lo que resulta compatible con el proceso progresivo de institucionalización del ahorro de las familias. También disminuyó el flujo destinado a instrumentos de seguros y planes de pensiones (-0,4 % de su RBD), en línea con lo ocurrido el año anterior.

En cuanto a la evolución de los pasivos, se observó un repunte del flujo neto de endeudamiento (véase gráfico 2.2)<sup>2</sup>. El asociado a los préstamos bancarios se situó en el 1,1 % de la RBD. En concreto, la captación neta de recursos en forma de crédito para adquisición de vivienda fue positiva (0,7 % de la RBD), en línea con el mayor dinamismo de las transacciones en el mercado inmobiliario. Ello supone una interrupción del desendeudamiento que se venía observando en esta partida desde 2011. Por su parte, la financiación neta obtenida a través del crédito para consumo y otros fines se situó en el 0,4 % de la RBD, 0,2 puntos porcentuales (pp) más que en 2020<sup>3</sup>.

### **Evolución del saldo de activos financieros y de pasivos**

La riqueza financiera bruta de los hogares aumentó un 7 % en 2021, lo que representa un ascenso significativo con respecto al crecimiento del 3,9 % del ejercicio precedente y al 5,6 % de 2019 (véase gráfico 3.1). Este desarrollo, a diferencia de lo ocurrido el año anterior, es el resultado del avance de sus dos componentes. Así, las adquisiciones netas de activos financieros contribuyeron en 3,2 pp a este crecimiento, y los restantes 3,8 pp se explican por la revalorización de la cartera. El aumento de los precios de las acciones y, en menor medida, de los títulos de renta fija, así como la apreciación de las participaciones de fondos de inversión y de pensiones, contribuyó a la mencionada revalorización. En términos de la RBD, el patrimonio financiero bruto de las familias aumentó 16 pp con respecto a 2020 y se situó en el 355 %, el nivel más elevado desde 2000 (véase gráfico 3.2).

Los desarrollos anteriores han inducido ciertos cambios en el peso relativo de los distintos activos del patrimonio bruto de las familias, que en muchos casos ha

---

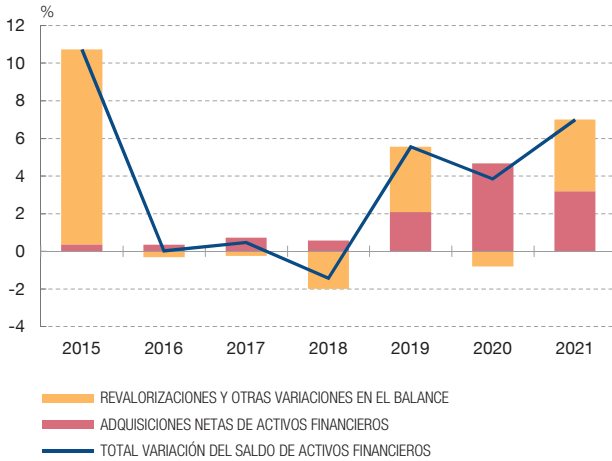
2 El flujo de pasivos totales fue más alto debido, en gran parte, al instrumento «otras cuentas pendientes de pago excepto créditos comerciales». Este instrumento recoge cuentas pendientes de pago frente a Administraciones Públicas (impuestos y cotizaciones pendientes) y frente a instituciones financieras. También se incluyen los importes derivados de las diferencias entre la capacidad/necesidad de financiación de las cuentas no financieras del sector y sus operaciones financieras netas totales, bajo el supuesto de que se trate de desajustes temporales por cuentas pendientes de pago. Estos importes han resultado más elevados en 2020 y 2021.

3 La información sobre este desglose no se obtiene de las CFEE, sino a partir de las estadísticas monetarias y financieras del Banco de España.

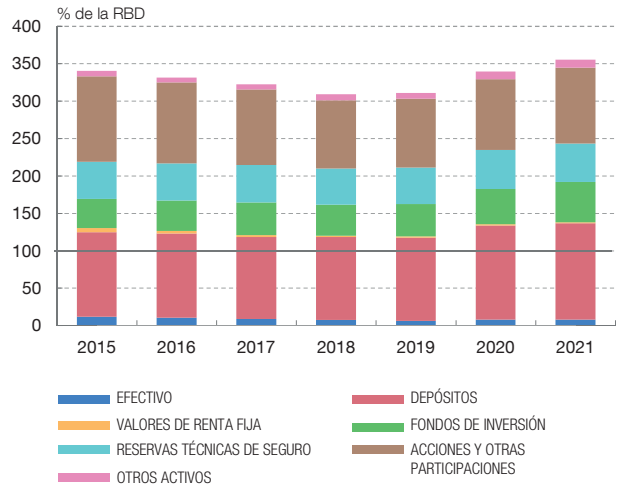
### EN 2021 AUMENTÓ EL VALOR DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS RESPECTO DE SU RENTA BRUTA DISPONIBLE, MIENTRAS QUE SU RATIO DE ENDEUDAMIENTO BANCARIO SE REDUJO

La riqueza financiera bruta de los hogares creció como resultado de las adquisiciones netas de activos financieros y del aumento del valor de su cartera financiera. La ratio de la deuda de los hogares volvió a descender, aunque se situó por encima del registro de 2019. La riqueza neta sobre la RBD aumentó.

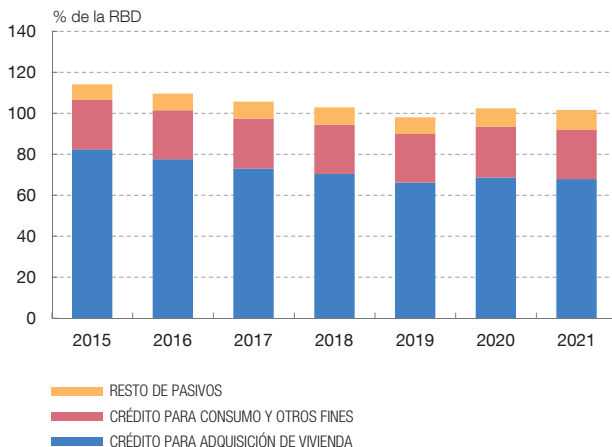
1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA  
(Contribuciones al crecimiento interanual)



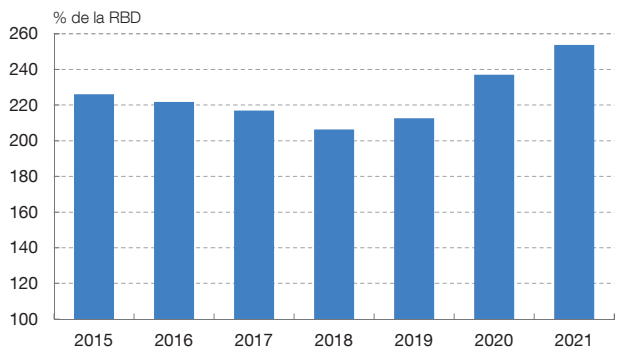
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS



4 RIQUEZA FINANCIERA NETA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Diferencia entre activos financieros y pasivos.



supuesto la prolongación de las pautas registradas en 2020. Así, destaca el fuerte avance relativo de las acciones y otras participaciones en el capital de empresas, que aumentaron en 7,1 pp, hasta suponer el 101,7 % de la RBD, seguidas de las participaciones en fondos de inversión, con un avance de 6,6 pp, que situó su peso en el 53,9 % de la RBD (véase gráfico 3.2). Los depósitos bancarios crecieron 3,1 pp de la RBD, hasta representar el 128,5 % de la RBD, por lo que continuó siendo la principal partida del activo de los hogares. Por su parte, el peso de las reservas

técnicas de seguros y fondos de pensiones descendió hasta el 51,2 % de la RBD, 1 pp menos que en el año anterior. Estos cambios en la composición de los activos reflejan la sensibilidad del valor de la cartera frente a cambios en los precios de los activos financieros.

Por lo que respecta a los pasivos, la ratio de la deuda de los hogares<sup>4</sup> volvió a descender ligeramente respecto a la RBD, tras el repunte del año precedente. En particular, el endeudamiento alcanzó el 91,9 % de su RBD, 1,6 pp menos que en 2020, si bien todavía se encuentra por encima del nivel de 2019 (89,8 %) (véase gráfico 3.3). Esta evolución descendente se explica porque las rentas de los hogares (denominador de la ratio) crecieron a mayor ritmo que el saldo de deuda bancaria. En términos del PIB, la ratio se situó en 2021 en el 58,4 %, frente al 62,4 % de 2020 y al 56,9 % en el mismo período de 2019.

El avance del saldo de activos financieros de las familias, en términos de la RBD, unido al descenso en sus pasivos, derivó en un nuevo incremento de la ratio de riqueza financiera neta del sector, que alcanzó el 254 % de la RBD, lo que supone el nivel más elevado desde 2005 (véase gráfico 3.4).

## La evolución de los flujos y los balances financieros de las empresas

### Evolución de los flujos financieros

La inversión neta en activos financieros de las SNF se situó en 2021 en el 14,1 % del PIB, una cifra muy superior a la registrada en 2020 (véase gráfico 4.1). El repunte obedece, en buena medida, a una fuerte reactivación de la financiación no intermediada —en particular, el crédito comercial<sup>5</sup>, que alcanzó el 7,4 % del PIB, 9,5 pp más que en 2020—, lo que estuvo vinculado con la recuperación de la actividad económica<sup>6</sup>. Por su parte, la financiación interempresarial también avanzó, hasta el 1,5 % del PIB. La adquisición neta de activos líquidos (efectivo y depósitos) por parte de las SNF también fue positiva, si bien menor que en el año precedente, y concentró el 2,4 % del PIB. Ello tuvo lugar en un contexto en el que se atenuaron los riesgos de liquidez, una vez que la actividad empresarial se fue recuperando. Los fondos netos concedidos al resto del mundo en forma de préstamos (fundamentalmente, a empresas del mismo grupo) se situaron en el 0,4 % del PIB. Por su parte, la inversión en activos de renta variable y en valores de renta fija apenas supuso un 0,1 % del PIB.

4 La definición de deuda que se considera incluye solamente los pasivos en forma de préstamos bancarios.

5 El crédito comercial es una modalidad de crédito y financiación —habitualmente, sin garantías— que surge como consecuencia del aplazamiento del pago de una compraventa de bienes o de una prestación de servicios, y en la que el vendedor actúa como prestamista y el comprador como prestatario.

6 El crédito comercial tiende a mostrar una evolución procíclica; es decir, que crece cuando la economía se expande. Esto ocurre porque, al aumentar la actividad económica, las empresas compran un mayor volumen de bienes intermedios y, dado que el pago de una buena parte de estas adquisiciones no se realiza al contado, el resultado de todo ello es un aumento del saldo pendiente de pago, que es el crédito comercial.

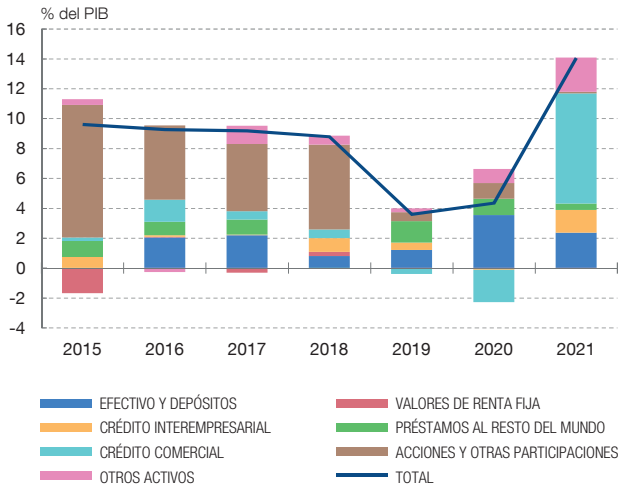


Gráfico 4

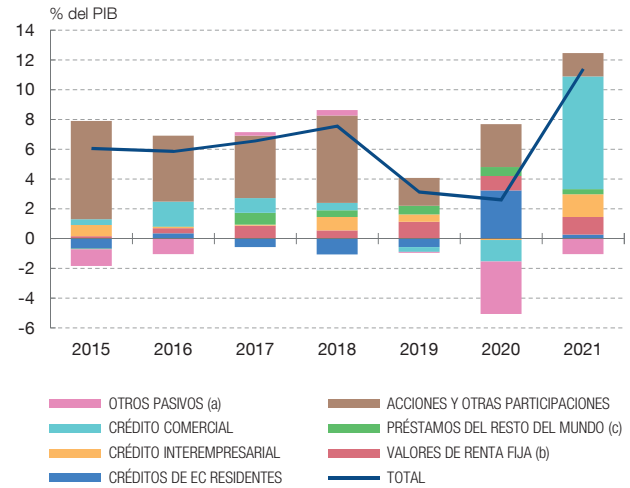
**EN 2021 REPUNTARON LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS, TANTO POR LA PARTE DEL ACTIVO COMO POR LA DEL PASIVO**

Esta evolución refleja, en gran medida, el fuerte aumento de la financiación comercial, que se recoge tanto en la parte del activo como en la del pasivo. En cambio, la captación neta de recursos a través de préstamos bancarios mostró un fuerte descenso respecto al año anterior.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye ajustes estadísticos.
- b Incluye emisiones netas de valores por parte de filiales residentes de sociedades no financieras.
- c Excluye crédito comercial.



Como se aprecia en el gráfico 4.2, los flujos netos de financiación recibida por las empresas (tanto de recursos exigibles como de no exigibles) se situaron en el 11,4 % del PIB, una cifra muy superior y con una composición muy distinta a la del ejercicio anterior. Por instrumentos, la financiación empresarial no intermediada tuvo un elevado protagonismo, dado que los fondos canalizados a través del crédito comercial ascendieron al 7,6 % del PIB, la financiación interempresarial<sup>7</sup> al 1,5 % y la emisión neta de valores de renta fija al 1,2 %. El dinamismo de esta última partida se habría visto impulsado por unas favorables condiciones de financiación. Por el contrario, la captación de fondos en forma de acciones y otras participaciones alcanzó el 1,6 % del PIB, 1,3 pp menos que el año precedente. Estos recursos se obtuvieron mediante la emisión de acciones no cotizadas (0,9 % del PIB) y cotizadas (0,1 % del PIB), así como a través de otras participaciones en el capital (0,6 % del PIB).

La financiación neta obtenida por las empresas mediante crédito bancario mostró un fuerte descenso, al pasar del 3,2 % del PIB en 2020 al 0,3 % en 2021, mientras

<sup>7</sup> La financiación interempresarial puede definirse como los créditos y préstamos que las SNF se conceden entre sí, al margen de las entidades de crédito. Habitualmente, se realizan con mayor frecuencia entre compañías pertenecientes a un mismo grupo económico-financiero o que mantienen otros vínculos de naturaleza empresarial.

que la financiación neta mediante préstamos del resto del mundo fue muy similar a la registrada en años anteriores (0,6 % del PIB). El menor dinamismo de la financiación bancaria hay que valorarlo en el contexto de la fuerte apelación a esta modalidad de financiación en 2020. En efecto, durante dicho ejercicio las empresas recurrieron fundamentalmente a esta vía para cubrir sus elevadas necesidades de financiación, que se pusieron de manifiesto como consecuencia de los efectos económicos del estallido de la pandemia de COVID-19<sup>8</sup>.

De este modo, en 2021 el flujo del total de la financiación ajena captada, en términos consolidados, por las SNF (crédito bancario residente, valores de renta fija y préstamos del resto del mundo) se situó en el 1,8 % del PIB, cifra sustancialmente inferior a la registrada en 2020 (4,8 % del PIB).

### **Evolución del saldo de activos financieros y de pasivos**

El saldo vivo de los activos financieros de las empresas experimentó en 2021 un considerable aumento (9,7 %, frente al descenso del 0,8 % en 2020), lo que supone la tasa de avance más elevada desde 2013 (véase gráfico 5.1). Esta evolución resultó tanto del incremento del precio de los activos como, en mayor medida, de las adquisiciones netas de activos financieros.

La composición de la cartera financiera de las SNF registró ciertos cambios con respecto al año anterior (véase gráfico 5.2). Destaca el crecimiento de la importancia relativa del crédito comercial concedido —en 5,1 pp, hasta el 37,6 % del PIB—, por el notable dinamismo de esta partida. Por el contrario, la financiación interempresarial se mantuvo en el 22,7 % del PIB. El peso de las acciones y otras participaciones en el capital de empresas descendió moderadamente, aunque continúa siendo su principal componente y se sitúa en el 52,8 % del activo (equivalente al 133 % del PIB). La renta variable no cotizada sigue suponiendo el grueso de esta rúbrica (56,6 % del total de acciones y otras participaciones).

Por su parte, el volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF en relación con el PIB aumentó levemente —0,6 pp en 2021—, hasta situarse en el 147 % del PIB, lo que supuso el segundo ascenso consecutivo, después de una prolongada tendencia descendente iniciada en 2010 (véase gráfico 5.3). En cambio, la ratio de endeudamiento consolidada (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija) bajó 4,3 pp en 2021, hasta el 80 % del PIB, pero se situó todavía por encima de las cifras de antes de la pandemia.

---

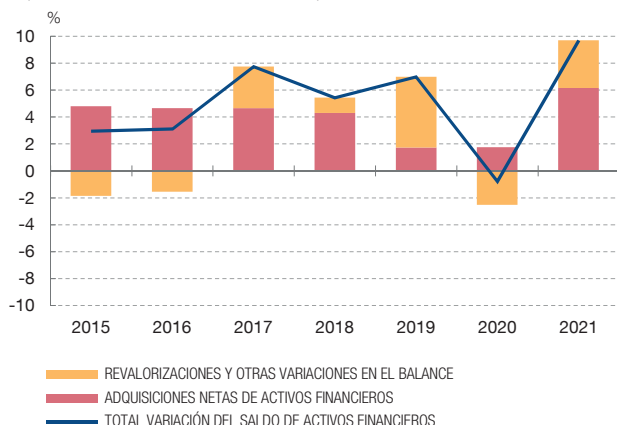
<sup>8</sup> Para más detalles, véanse los documentos ocasionales del Banco de España *Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19*, núm. 2020, y *El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas*, núm. 2119, ambos de Blanco, Mayordomo, Menéndez y Mulino.

Gráfico 5

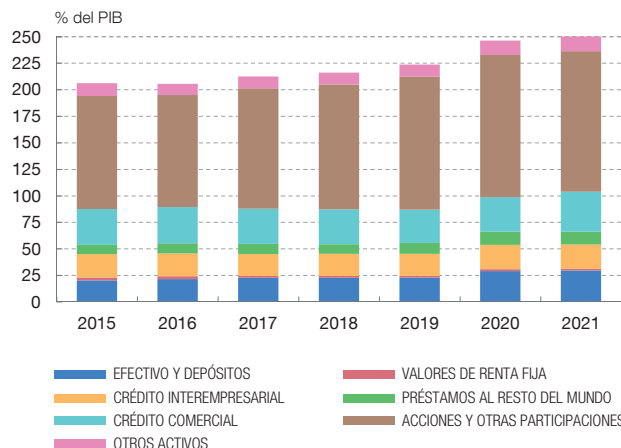
**EL SALDO VIVO DE ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR EMPRESARIAL EXPERIMENTÓ EN 2021 UN CONSIDERABLE AUMENTO EN TÉRMINOS DE PIB, AL TIEMPO QUE SE REDUJO LA RATIO DE DEUDA SOBRE PIB**

La adquisición de activos financieros de las empresas y, en menor medida, su revalorización impulsaron el crecimiento del saldo de activos financieros de las empresas. Por su parte, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija) bajó 4,3 pp en 2021, hasta situarse en el 80 % del PIB.

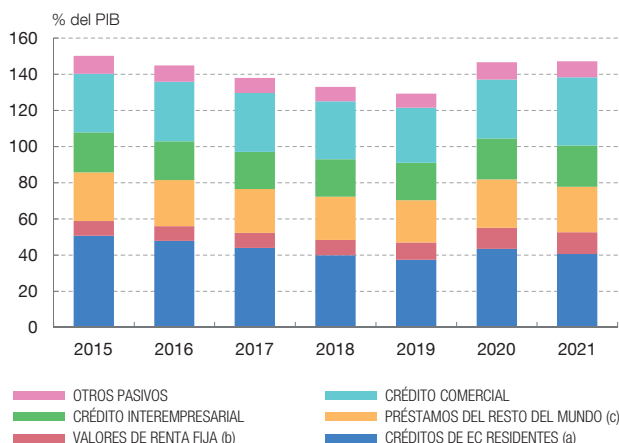
1 SALDO VIVO DE ACTIVOS FINANCIEROS  
(Contribuciones al crecimiento interanual)



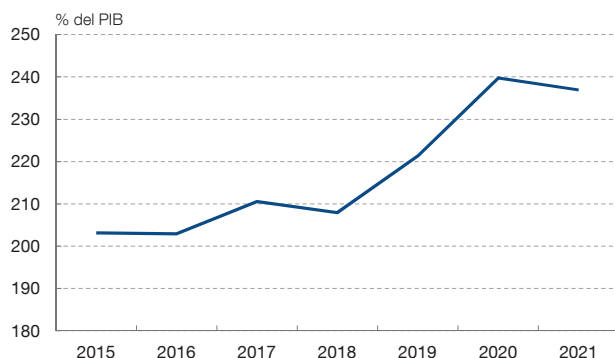
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 PASIVOS EXIGIBLES



4 RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye créditos titulizados fuera de balance y préstamos transferidos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb).
- b Incluye valores emitidos por parte de filiales residentes de sociedades no financieras.
- c Excluye crédito comercial.



Por último, el valor de los recursos propios (esto es, acciones y otras participaciones en el capital) de las sociedades no financieras aumentó un 6,1 % durante el ejercicio. Este avance, junto con el crecimiento del producto, se tradujo en una disminución de 3 pp en la ratio recursos propios sobre PIB, y se situó a finales de 2021 en el 237 % (véase gráfico 5.4).

8.7.2022.