

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2020

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES
FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS
NO FINANCIERAS EN 2019

Víctor García-Vaquero y Maristela Mulino

RESUMEN

Las Cuentas Financieras de la Economía Española revelan que en 2019 los hogares recibieron, por segundo año consecutivo, financiación bancaria neta positiva por un importe moderado y similar al de 2018, principalmente debido al aumento de los créditos destinados a consumo y otros fines. Estos desarrollos fueron compatibles con un nuevo descenso de la ratio de la deuda de los hogares (que cerró el año en el 57 % del PIB, 2 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel de 2018 y 29 pp inferior al valor máximo de 2010). Por otra parte, la riqueza financiera bruta de los hogares experimentó en 2019 —a diferencia de lo ocurrido el año anterior— un aumento, como consecuencia fundamentalmente del ascenso del valor de su cartera financiera, en línea con la revalorización de los índices bursátiles y de los valores de renta fija. Por lo que respecta a las empresas, el flujo neto procedente del crédito bancario recibido de entidades financieras residentes volvió a ser negativo en una cuantía ligeramente inferior a la del año precedente, lo que contribuyó a que su ratio de endeudamiento cayera hasta el 73 % del PIB, cifra 2 pp inferior a la de 2018 y 47 pp por debajo de los niveles máximos a los que llegó a mediados de 2010. Por último, los recursos propios de las sociedades no financieras, a diferencia de lo ocurrido el año anterior, aumentaron, como resultado tanto de la captación de fondos por esta vía como, en mayor medida, del aumento del valor de estos instrumentos.

Palabras clave: financiación, crédito, inversión en activos financieros, endeudamiento de hogares, empresas no financieras y 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 2019

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Maristela Mulino, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

Este artículo analiza la evolución del balance y de las transacciones financieras de las familias y las sociedades no financieras (en adelante, SNF o empresas), durante 2019, a partir de la información de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE)¹. El entorno en el que se enmarcó esta evolución estuvo condicionado por la prolongación de la etapa expansiva de la economía española, con un crecimiento del PIB del 3,1 % en el conjunto del año, y por la continuación de unas condiciones financieras muy holgadas, apoyadas en una política monetaria muy expansiva que facilitó que los tipos de interés se mantuvieran en mínimos históricos. En paralelo, las cotizaciones bursátiles registraron avances, con niveles bajos de volatilidad.

Las CFEE muestran que la situación patrimonial de los hogares y las SNF volvió a fortalecerse en 2019. Por un lado, las ratios de endeudamiento de ambos sectores siguieron reduciéndose. En el caso de las familias, su endeudamiento se situó en el 91 % de la renta bruta disponible (RBD), lo que supone un descenso de 4 puntos porcentuales (pp) con respecto a 2018. En términos de PIB, la deuda de este sector alcanzó el 57 %, 2 pp por debajo del nivel de 2018 y 29 pp inferior al valor máximo de 2010. En el caso de las empresas, la financiación ajena con coste se situó en el 73 % del PIB, cifra 2 pp inferior a la de 2018 y 47 pp por debajo de los niveles máximos a los que llegó a mediados de 2010. Al mismo tiempo, el patrimonio financiero bruto de las familias volvió a aumentar, impulsado tanto por la inversión en activos financieros como, en mayor medida, por la revalorización de su cartera.

Durante 2019, la mayor parte de la inversión financiera de los hogares se materializó en depósitos bancarios, seguidos de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión, planes de pensiones y seguros). En el caso de las empresas, la inversión se volvió a concentrar, principalmente, en acciones y otras participaciones, y, en menor medida, en depósitos.

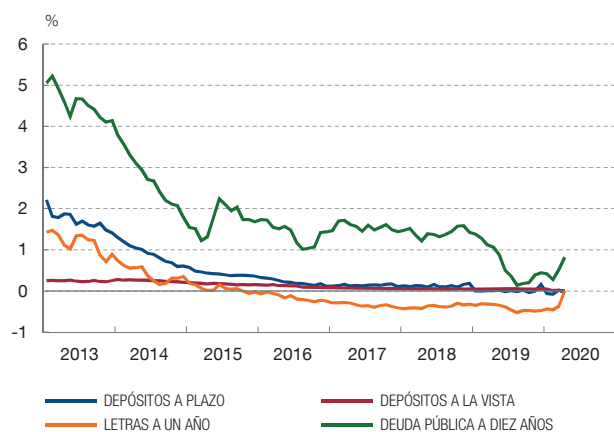
1 Se puede consultar información más detallada sobre las CFEE en este vínculo: https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/CuentasFinancierasEconomia/2019/Fich/Cfee_2019.pdf. En 2019 se realizó una revisión extraordinaria de las CFEE, siguiendo los acuerdos a escala europea para la revisión armonizada de las estadísticas macroeconómicas (véase, para más detalles, la *nota estadística n.º 12*), que modificó la información en serie histórica de los activos y pasivos financieros de hogares y empresas.

Gráfico 1

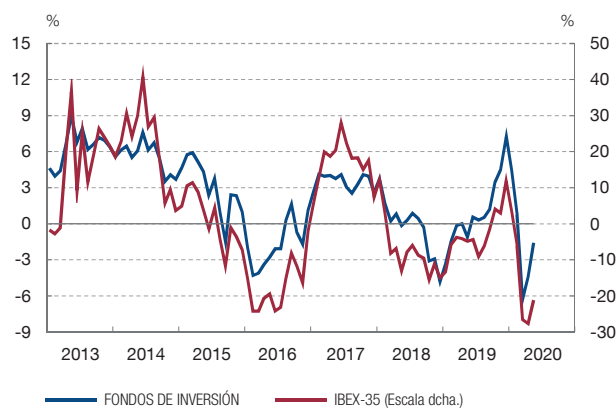
EN 2019, LOS TIPOS DE INTERÉS SE MANTUVIERON EN NIVELES MUY REDUCIDOS, MIENTRAS QUE SE ELEVARON LAS COTIZACIONES BURSÁTILES Y LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

A lo largo de 2019, las condiciones monetarias y financieras se caracterizaron por los niveles reducidos de los tipos de interés, por un ascenso progresivo de las cotizaciones bursátiles, en un clima de baja volatilidad de los índices, y por el aumento del rendimiento promedio anualizado de los fondos de inversión.

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 12 últimos meses.



Tras esta introducción, el artículo consta de dos epígrafes. En el primero se describen la evolución de los flujos financieros de los hogares y los cambios en sus balances financieros en 2019, y en el siguiente se realiza un análisis similar para las SNF.

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

Evolución de los flujos financieros

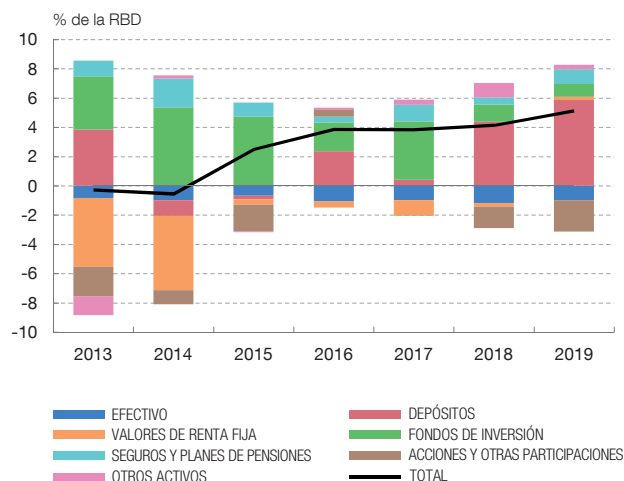
En 2019, las decisiones financieras de los hogares se produjeron en un contexto en el que aumentó su tasa de ahorro bruto en 1,4 pp, situándose en el 7,4 % de la RBD, lo que llevó a que esta ratio alcanzara el nivel más elevado desde 2013. Las condiciones monetarias y financieras se caracterizaron por los niveles reducidos de los tipos de interés. Así, los tipos de interés de los depósitos bancarios fueron prácticamente nulos, y la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo presentó una tendencia descendente, situándose en valores muy bajos a lo largo de todo el año (véase gráfico 1.1). Por su parte, las cotizaciones bursátiles experimentaron progresivos ascensos a lo largo de 2019, en un clima de baja volatilidad de los principales índices globales. En línea con esta evolución, el rendimiento promedio anual de los fondos de inversión mostró una pauta creciente

Gráfico 2

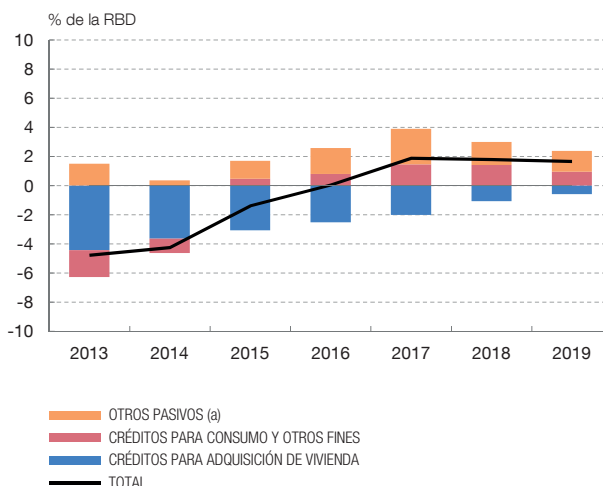
EN 2019, LA ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES SE ACELERÓ, Y LA CAPTACIÓN DE PASIVOS VOLVIÓ A SER MUY MODERADA

El grueso de la inversión financiera de los hogares se materializó en depósitos bancarios y en instrumentos gestionados por inversores institucionales, en detrimento de las tenencias directas de valores. En lo que se refiere a los pasivos, por segundo año consecutivo, las familias aumentaron moderadamente su endeudamiento en forma de préstamos bancarios.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.



a lo largo del ejercicio, situándose en terreno positivo durante la segunda parte del año (véase gráfico 1.2).

En este contexto, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares aumentó casi 1 pp, hasta el 5,1 % de su RBD (véase gráfico 2.1). El grueso de la inversión financiera de los hogares se materializó en depósitos bancarios (5,9 % de su RBD). Continuando con la tendencia de los años anteriores, el ahorro invertido en instrumentos gestionados por inversores institucionales siguió ganando peso, en detrimento de las tenencias directas de valores. Así, aumentaron las inversiones en seguros y planes de pensiones (1 % de su RBD, frente al 0,5 % de un año antes), y la adquisición neta de participaciones de fondos de inversión volvió a ser positiva (0,9 % de su RBD), pero menor que la realizada en 2018. La inversión neta en acciones y otras participaciones volvió a ser negativa (-2,2 % de su RBD), mientras que la adquisición de valores de renta fija fue positiva, pero por un importe reducido. Por último, se constata que las tenencias de efectivo siguieron disminuyendo (por un importe equivalente al 1 % de su RBD), al igual que sucedió durante los nueve años anteriores.

En cuanto a la evolución de los pasivos, por segundo año consecutivo, las familias aumentaron su endeudamiento en forma de préstamos bancarios, por un importe

moderado y similar al de 2018 (0,4 % de la RBD) (véase gráfico 2.2)². Por componentes, en 2019 se volvió a observar el mismo perfil de los cuatro últimos años. Por un lado, un flujo neto positivo vinculado al crédito para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda, del 0,9 % de la RBD (algo inferior al 1,4 % de 2018). En cambio, por lo que se refiere a los créditos para la adquisición de vivienda³, una vez más el importe de las amortizaciones superó al volumen de las nuevas operaciones, de manera que el resultado neto fue un descenso del saldo, si bien más moderado que el de 2018 (-0,6 % de la RBD en 2019, frente al -1,1 % del ejercicio anterior).

Evolución del saldo de activos financieros y pasivos

A diferencia de lo ocurrido el año anterior, la riqueza financiera bruta de los hogares aumentó un 6,1 % en 2019 (véase gráfico 3.1). Esta evolución fue consecuencia tanto de la adquisición de nuevos activos como, en mayor medida, del aumento de valor de su cartera financiera, en línea con la revalorización de los índices bursátiles y de los valores de renta fija. En términos de la RBD, el patrimonio financiero bruto de las familias se situó en el 309 %, 7 pp por encima de un año antes, el nivel más elevado desde 2017.

La evolución de los precios de los activos y los cambios en las preferencias de la inversión de los hogares se tradujeron en algunas variaciones en el peso relativo de los distintos instrumentos que forman su cartera (véase gráfico 3.2). En particular, se produjo un cierto avance de la proporción que representan los activos más vinculados a la evolución de los mercados de valores, como las participaciones en fondos de inversión, las acciones y otras participaciones, y las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones, que en conjunto alcanzan el 180 % de la RBD, 5 pp más que un año antes. Por segundo año consecutivo, el peso de los depósitos bancarios aumentó 1,7 pp, suponiendo el 112 % de la RBD, de modo que sigue representando el principal componente de la riqueza financiera bruta de los hogares. El efectivo continuó con la tendencia descendente de años anteriores, alcanzando en 2019 niveles cercanos al 6 % de la RBD.

Por lo que respecta a los pasivos, la ratio de la deuda de los hogares cerró el año en el 91 % de su RBD, 4 pp menos que en 2018 y 44 pp por debajo del máximo de 2008 de esta ratio (véase gráfico 3.3). Por instrumentos, en 2019 se produjo un comportamiento similar al del año anterior: el saldo vivo de los préstamos para adquisición de vivienda cayó 3 pp con respecto a la RBD, hasta alcanzar el 66 % del total de los pasivos bancarios, y también lo hizo el de los destinados al consumo y

2 El flujo de pasivos totales fue más elevado debido a un importe elevado de otros pasivos, en parte asociados a ajustes estadísticos y a otras cuentas pendientes de pago frente a Administraciones Públicas (impuestos y cotizaciones pendientes) y frente a instituciones financieras.

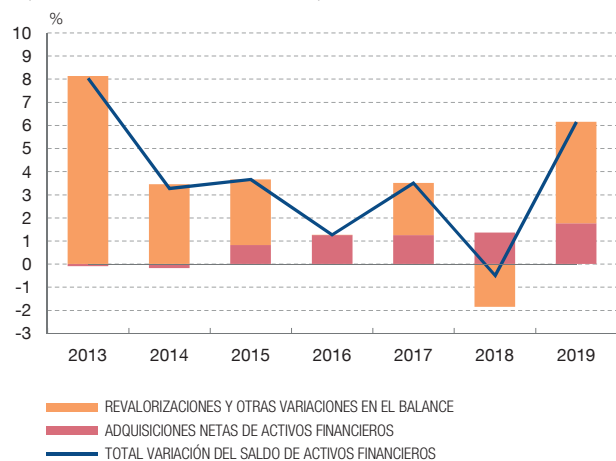
3 La información sobre este desglose no se obtiene de las CFEE, sino a partir de las estadísticas monetarias y financieras del Banco de España.

LA RIQUEZA FINANCIERA NETA DE LAS FAMILIAS, EN RELACIÓN CON SU RDB, AUMENTÓ EN 2019, GRACIAS TANTO AL INCREMENTO DE SUS ACTIVOS COMO AL RETROCESO DE SUS PASIVOS

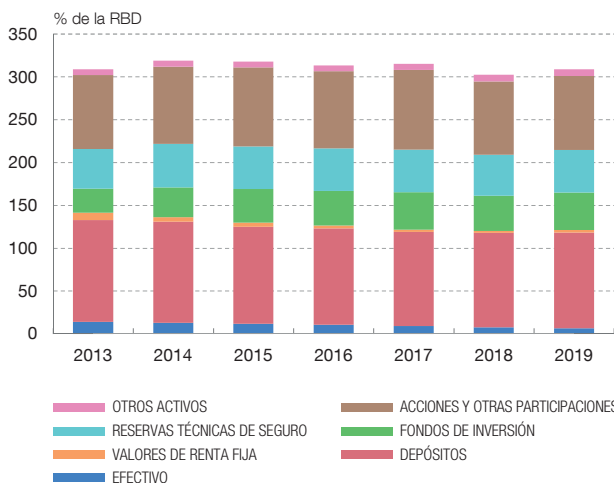
La riqueza financiera bruta de los hogares aumentó como resultado, principalmente, de la revalorización de los valores de su cartera, y sus pasivos descendieron, en relación con su RDB. Todo ello llevó a un nuevo incremento de la riqueza financiera neta del sector, en relación con su RDB, que alcanzó el nivel más elevado de los 15 últimos años.

1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA

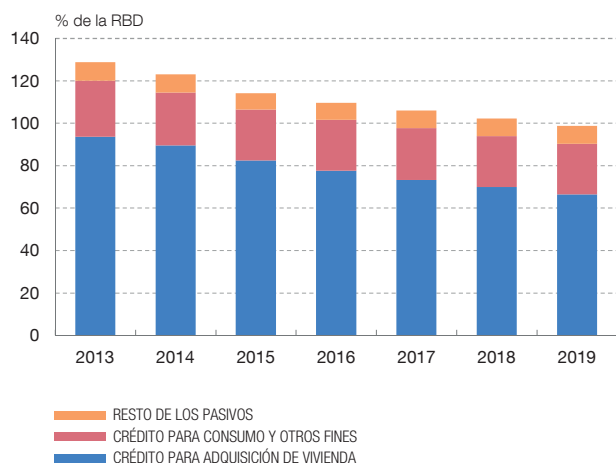
(Contribuciones al crecimiento interanual)



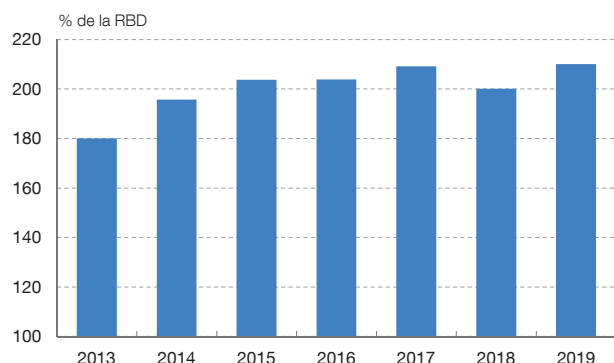
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



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.



otros fines, aunque ligeramente (0,2 pp de la RDB), que sumó cerca del 24 % de la RDB. Por el contrario, el volumen del resto de los pasivos registró un ligero ascenso, acercándose al 9 % de la RDB.

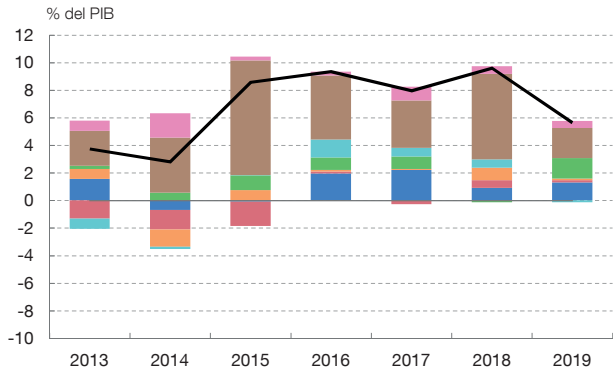
El avance del saldo de activos financieros de las familias, unido al descenso de sus pasivos, derivó en un nuevo incremento de la riqueza financiera neta del sector, que

Gráfico 4

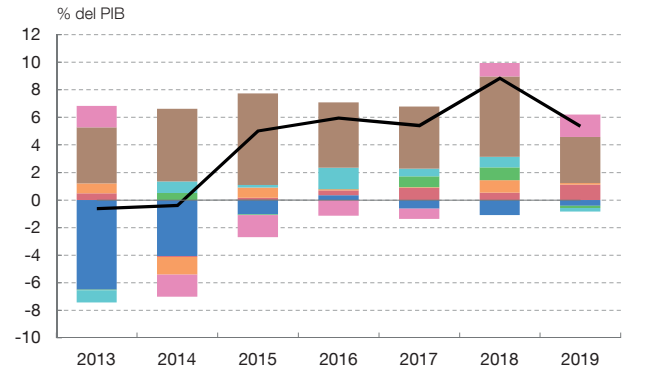
LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN NETA DE LAS EMPRESAS VOLVIERON A SER POSITIVAS EN 2019, SI BIEN MENORES QUE EL AÑO ANTERIOR

La inversión se concentró en activos de renta variable y activos líquidos, mientras que la financiación se materializó principalmente en acciones y otras participaciones, y, en menor medida, en emisiones de renta fija.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



■ EFECTIVO Y DEPÓSITOS
■ CRÉDITO INTEREMPRESARIAL
■ CRÉDITO COMERCIAL
■ OTROS ACTIVOS
■ VALORES DE RENTA FIJA
■ PRÉSTAMOS AL RESTO DEL MUNDO
■ ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES
— TOTAL

■ CRÉDITOS DE E. CRED. RESIDENTES
■ CRÉDITO INTEREMPRESARIAL
■ CRÉDITO COMERCIAL
■ OTROS PASIVOS (a)
■ VALORES DE RENTA FIJA (b)
■ PRÉSTAMOS DEL RESTO DEL MUNDO (c)
■ ACCIONES Y OTRAS PARTICIPACIONES
— TOTAL

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 SNF.
- c Excluye crédito comercial.



alcanzó el 210 % de la RBD, lo que supone el nivel más elevado de los 15 últimos años (véase gráfico 3.4).

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

Evolución de los flujos financieros

En 2019, la inversión neta en activos financieros de las SNF volvió a ser positiva, por un importe equivalente al 5,6 % del PIB, pero su nivel fue el más reducido de los cinco últimos años (véase gráfico 4.1).

Las decisiones de inversión financiera de las empresas mostraron algunas similitudes respecto al año anterior. Así, estos flujos se concentraron en los activos de renta variable y en depósitos a la vista, mientras que las tenencias de valores de renta fija ascendieron muy ligeramente. Por otra parte, la ralentización de la actividad económica y empresarial, en relación con los años anteriores, y el descenso de los plazos medios de cobro llevaron a una ligera contracción del crédito comercial concedido (y recibido). Por su parte, el flujo de la financiación interempresarial concedida registró un nivel muy reducido e inferior al del año anterior.

Como se ve en el gráfico 4.2, los flujos netos de financiación recibida por las empresas (tanto de los recursos exigibles como de los no exigibles) presentaron, por quinto año consecutivo, registros positivos, en este caso por un importe de 5,3 % del PIB (cifra inferior al 8,8 % de 2018). Por instrumentos, las acciones y otras participaciones continuaron siendo la principal fuente de financiación, aunque la cuantía de recursos obtenidos por esta vía fue más reducida que en años anteriores (3,3 % del PIB, frente al 5,8 % de 2018). Estos fondos se obtuvieron mediante la emisión de acciones cotizadas (0,4 % del PIB) y no cotizadas (1,5 % del PIB), así como a través de otras participaciones en el capital (1,4 % del PIB).

Por lo que se refiere a la financiación ajena, el flujo procedente del crédito bancario recibido de entidades financieras residentes volvió a ser negativo en una cuantía ligeramente inferior a la del año precedente (-0,4 % del PIB). En cambio, en 2019 se intensificaron las emisiones netas de valores de renta fija, que fueron positivas y por un valor más elevado que un año antes (1,1 % del PIB), evolución que se vio estimulada por el reducido coste de captación de fondos mediante estos instrumentos, al que ha contribuido en parte el programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema. Por último, la financiación neta mediante préstamos del resto del mundo fue negativa (-0,1 % del PIB), lo que no ocurría desde 2012. De este modo, en 2019 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) fue positivo por un volumen equivalente al 0,5 % del PIB.

Evolución del saldo de activos financieros y pasivos

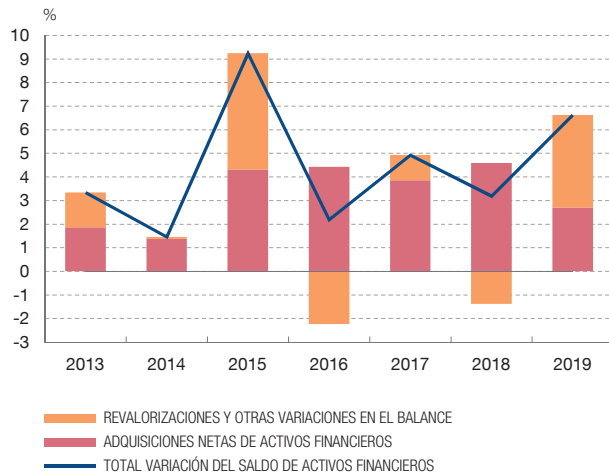
El saldo vivo de los activos financieros de las empresas volvió a aumentar en 2019, y lo hizo a un mayor ritmo que un año antes (6,6 %, frente al 3,2 % de 2018). Como se observa en el gráfico 5.1, esta evolución fue el resultado, principalmente, de la contribución debida al aumento de los precios de los activos y otras variaciones en el volumen, y, en menor medida, de la inversión de las empresas en activos financieros.

La estructura de la cartera financiera de las SNF registró algunos cambios respecto de las pautas experimentadas durante 2018 (véase gráfico 5.2). Así, el peso de las acciones y participaciones aumentó, de modo que continúa siendo su principal componente, situándose en torno al 55 % del total (equivalente al 124 % del PIB), con la particularidad de que la renta variable no cotizada sigue suponiendo el grueso de esta rúbrica (46 % del total de los activos financieros). Por un lado, los cambios también se materializaron en la proporción que representan el efectivo y los depósitos, que aumentaron levemente hasta el 23,2 % del PIB. Por otro lado, los saldos de valores de renta fija, por primera vez en tres años, avanzaron hasta alcanzar el 2,3 % del PIB. El crédito comercial concedido cayó, situándose en el 31,4 % del PIB, al igual que la financiación interempresarial (20,2 % del PIB).

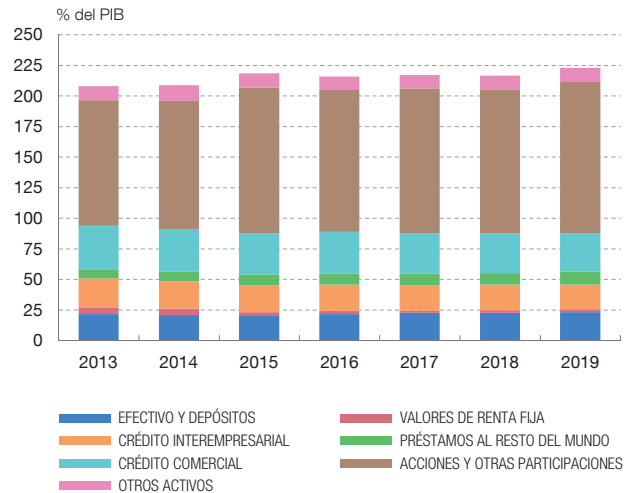
EL SALDO VIVO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS VOLVIÓ A AUMENTAR EN 2019, AL TIEMPO QUE LA DEUDA SIGUIÓ REDUCIÉNDOSE, EN TÉRMINOS DE PIB

El avance de la inversión en activos y, en mayor medida, la subida de su precio generaron un aumento del saldo de activos financieros brutos del sector empresarial. La deuda de las empresas, en términos de PIB, continuó reduciéndose por décimo año consecutivo. Por su parte, el valor de mercado de los recursos propios en relación con el PIB se elevó.

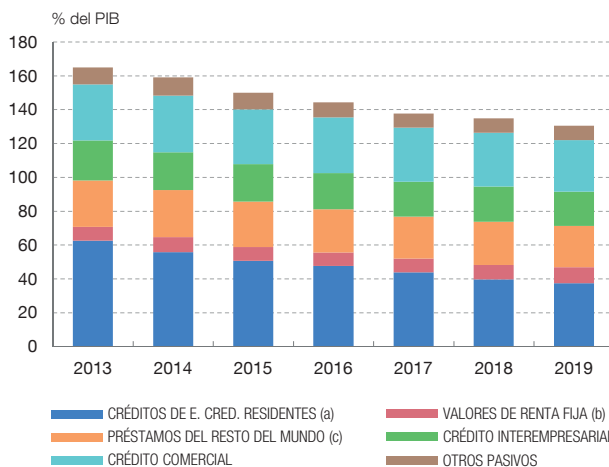
1 SALDO VIVO DE ACTIVOS FINANCIEROS
(Contribuciones al crecimiento interanual)



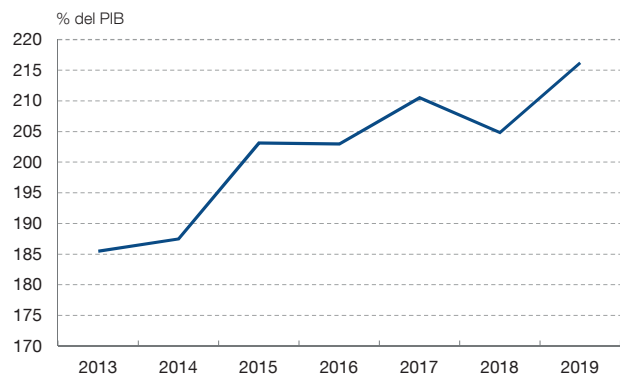
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



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 Sareb.
 b Incluye valores emitidos por parte de filiales residentes de SNF.
 c Excluye crédito comercial.



Por su parte, el volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF en relación con el PIB descendió 4,4 pp en 2019, hasta situarse en el 130 % del PIB, prolongando la tendencia descendente iniciada en 2010 (véase gráfico 5.3). Por componentes, los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes, en términos de PIB, continuaron reduciéndose por décimo año consecutivo, hasta el

37 % del PIB, al tiempo que los créditos comerciales descendieron hasta el 30,4 % del PIB. Por su parte, la relevancia de los préstamos exteriores y los valores distintos de acciones, que son una fuente de obtención de recursos utilizada fundamentalmente por una proporción reducida de empresas de gran tamaño, experimentó un comportamiento dispar, ya que en el primer caso descendió hasta el 24,4 % del PIB, mientras que en el segundo aumentó hasta el 9,6 % del PIB, la mayor cifra desde 2005. La financiación interempresarial se mantuvo relativamente estable, situándose en el 20,2 % del PIB. Como resultado de estos desarrollos, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija) cayó 2 pp en 2019, situándose en el 73 % del PIB, 47 pp menos que a mediados de 2010, fecha en la que se registró su máximo histórico.

Por último, los recursos propios de las SNF, a diferencia de lo ocurrido el año anterior, aumentaron un 8,9 %, como resultado tanto de la captación de fondos y la retención de beneficios por esta vía como, en mayor medida, del aumento del valor de estos instrumentos. A este incremento contribuyeron en una proporción similar los tres componentes: las acciones cotizadas, las acciones no cotizadas y las otras participaciones de capital. Como resultado de esta evolución, como se observa en el gráfico 5.4, el pasado ejercicio se retomó la tendencia al alza de la ratio de recursos propios sobre el PIB (situándose a finales de 2019 en el 216 %, después de aumentar 11,4 pp), como consecuencia del avance más intenso del valor de los recursos propios en comparación con el ascenso del producto nominal.

13.8.2020.