

La evolución económica del sector privado en la zona del euro en 2016

Ana del Río y José Antonio Cuenca



25 de julio de 2017

Este artículo describe la situación económica del sector privado no financiero en la zona del euro durante 2016, a partir de las cuentas sectoriales. En el caso de las familias, la creación de empleo y la baja inflación permitieron un aumento de la capacidad adquisitiva, que, junto con el incremento de la riqueza, se reflejó en la fortaleza del consumo, en un contexto en el que el avance de los salarios nominales continuó siendo modesto. El ritmo de recuperación económica permitió a las empresas una mejora de los beneficios y de la inversión, si bien el esfuerzo inversor resultó todavía moderado, al tiempo que el sector continuó mostrando una capacidad de financiación. El mayor dinamismo del crédito dirigido tanto a empresas como a familias fue compatible con avances adicionales en el proceso de corrección del endeudamiento, que fueron, no obstante, desiguales por países. En el caso de las empresas de mayor tamaño, prosiguió la recomposición del pasivo hacia la financiación basada en valores de renta fija, lo que en 2016 vino impulsado por las medidas de política monetaria del Eurosistema.

Este artículo ha sido elaborado por Ana del Río y José Antonio Cuenca, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

La evolución de la situación financiera de las familias y de las empresas de la zona de euro en 2016 mostró un comportamiento favorable, en un contexto de afianzamiento de la recuperación económica y de revalorización de los activos. A pesar de ello, el endeudamiento del sector privado no financiero permaneció en registros elevados, situándose ligeramente por debajo del 140 % del PIB, en términos consolidados del sector, lo que supone una ligera disminución desde los registros máximos del 147 % del PIB alcanzados en 2009¹.

Apoyada por una política monetaria extraordinariamente acomodaticia, la expansión económica mostró solidez ante la incertidumbre que emergió tras la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea y el cambio en las políticas económicas en Estados Unidos como resultado de las elecciones presidenciales de noviembre del año pasado. El PIB del área del euro se incrementó un 1,7 % en el conjunto del año², respaldado por unas condiciones financieras laxas, por la mejora del mercado de trabajo y de la confianza y por un nivel relativamente reducido de los precios del petróleo, especialmente a principios del año. Estos factores impulsaron la demanda interna, al tiempo que la fragilidad del entorno exterior se atenuó en la segunda mitad del año.

En un entorno de debilidad de la inflación, el BCE mantuvo una política monetaria extraordinariamente expansiva durante 2016. Además de reducir los tipos de interés oficiales³, el BCE extendió el Programa de Compra de Activos ampliando su vigencia temporal —actualmente, hasta, al menos, diciembre de 2017—, elevando el ritmo de las compras netas mensuales a 80 mm de euros y expandiendo el tipo de activos elegibles, incluyendo los bonos corporativos, entre otros. Entre junio de 2016 y marzo de 2017, también se celebraron las cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO II, por sus siglas en inglés), que proporcionaron recursos a las entidades de crédito en condiciones muy favorables, contribuyendo a reducir el coste de los préstamos al sector privado y a sostener la recuperación del crédito.

En este contexto, la situación económica del sector privado en el área del euro mejoró en 2016, permitiendo, en el caso de las familias, que continuara la recuperación del consumo. La mejora de la renta —apoyada en gran medida en la creación de empleo— y de la riqueza impulsó una expansión del gasto, de manera que la tasa de ahorro de las familias se mantuvo relativamente estable en niveles reducidos, en el entorno del 12 % de la renta disponible. Por séptimo año consecutivo, el sector continuó avanzando en el proceso gradual de corrección de su endeudamiento, que fue compatible con una recuperación de

1 Para mayor detalle, puede consultarse BCE (2017b).

2 Este aumento del PIB supone una desaceleración con respecto al avance del 2 % del ejercicio 2015, lo que se explica por la importante revisión en el nivel del PIB irlandés, que creció más de un 26 % en dicho año. El crecimiento de la zona del euro excluyendo Irlanda fue del 1,6 % en 2016, frente al 1,5 % de 2015. La revisión del PIB irlandés refleja el carácter globalizado de esta economía, magnificado en dicho período por el modo en que se contabilizan las adquisiciones de aeronaves por parte de las compañías de *leasing* que operan en Irlanda, así como por un repunte de la relocalización en Irlanda de activos intangibles (propiedad intelectual).

3 Situándolos en marzo de 2016 en el 0 % para las operaciones principales de financiación y en el -0,4 % y el 0,25 % para la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito, respectivamente.

los flujos de préstamos. No obstante, los países en los que los hogares presentan un nivel de endeudamiento relativamente superior tendieron a presentar flujos netos de préstamos negativos, lo que indica que ese factor ha seguido condicionando la expansión del gasto en algunas economías.

El afianzamiento de la recuperación de la actividad también permitió una mejora de la facturación y de los beneficios de las empresas, pero a ritmos más moderados que en 2015. Aunque la actividad inversora de las empresas mejoró en 2016, existen todavía síntomas de debilidad, que se reflejan en una posición con superávit de sus cuentas. La ausencia de un mayor dinamismo en la inversión en el actual momento cíclico, a pesar de la notable relajación de las condiciones de financiación, es un reflejo del carácter moderado de la recuperación económica y de la incertidumbre sobre el crecimiento futuro, así como, en algunos países, de la necesidad de que determinadas empresas fortalezcan sus balances financieros. La posición financiera con superávit del sector fue, no obstante, compatible con un aumento de los recursos ajenos, tanto de los préstamos bancarios como de las emisiones de bonos. En el caso de la renta fija, su dinamismo intensificó el proceso de desintermediación bancaria de la financiación empresarial iniciado en 2008, si bien el peso de la renta fija en la deuda de las empresas está todavía alejado del de aquellas economías con un mayor peso histórico de la financiación obtenida a través de los mercados de capitales.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. La sección siguiente se concentra en el sector de hogares, describiendo el comportamiento de la renta, el consumo y el ahorro a escala agregada del sector, así como sus operaciones financieras y los cambios en su situación patrimonial. El apartado tercero ofrece un análisis similar para las empresas no financieras, prestando particular atención al esfuerzo inversor y al proceso de desintermediación en la financiación.

Los hogares

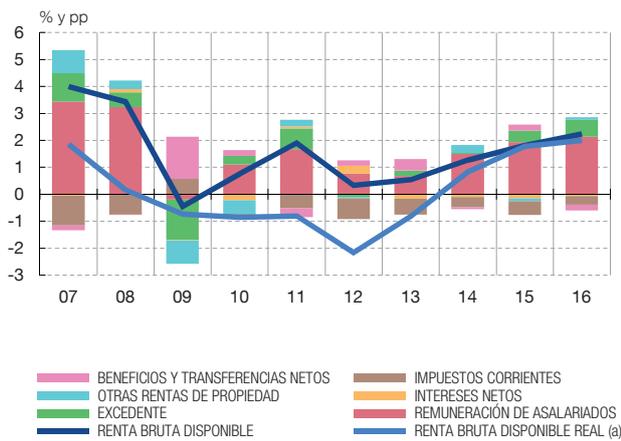
LA RENTA

Durante el pasado ejercicio se intensificó la recuperación de los ingresos de los hogares en la zona del euro. La renta bruta disponible (RBD⁴) creció un 2,2 % interanual, frente a 1,8 % de 2015 (véase gráfico 1.1). El aumento nominal de los ingresos se tradujo en una mejora de la capacidad adquisitiva del sector, ya que la tasa de inflación promedio del año fue cercana al 0 %. Se trata, por tanto, del tercer año de incremento de la RBD real, de manera que los hogares han casi compensado la pérdida de poder adquisitivo que se produjo durante el período 2009-2013 (en torno al 5 %).

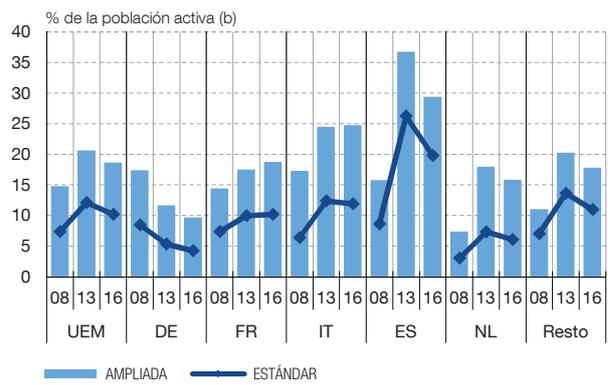
Como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, el crecimiento de la renta de las familias se sustentó fundamentalmente en la generación de empleo. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el empleo aumentó un 1,3 % en el promedio del año, frente al 1 % de 2015. La aceleración del empleo fue una pauta generalizada por países, siendo el crecimiento más intenso en España y en Irlanda —del 2,7 % en ambos países—. No obstante, a pesar de esta mejoría, el conjunto del área continuó presentando una infrautilización de los recursos disponibles. La tasa de paro se situó por debajo del 10 % a finales de 2016, nivel todavía superior al que se registraba antes de la crisis —en torno al 7 %

4 El sector hogares incluye las empresas individuales sin personalidad jurídica y las instituciones sin ánimo de lucro. La RBD comprende la remuneración de los asalariados —incluyendo las cotizaciones sociales a cargo de la empresa—, la renta mixta (que generan los empleados autónomos), el excedente bruto de explotación (que procede de las empresas familiares y de las rentas asignadas a viviendas ocupadas por sus propietarios), las rentas netas de la propiedad (fundamentalmente, intereses y dividendos recibidos menos los intereses pagados) y las transferencias del y al sector público (prestaciones de la Seguridad Social menos cotizaciones y pago de impuestos). En el artículo, la RBD está ajustada por el cambio neto en el patrimonio de los fondos de pensiones.

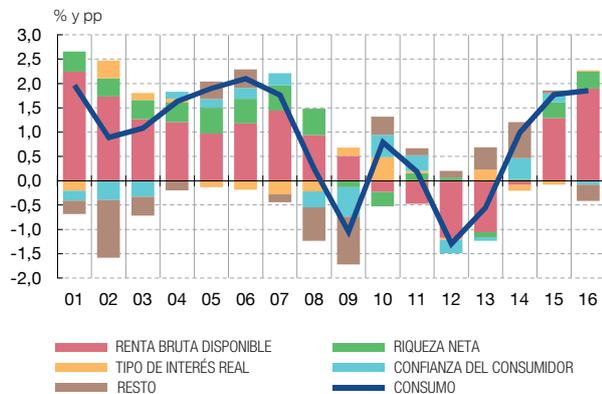
1 RENTA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES
Contribuciones al crecimiento interanual



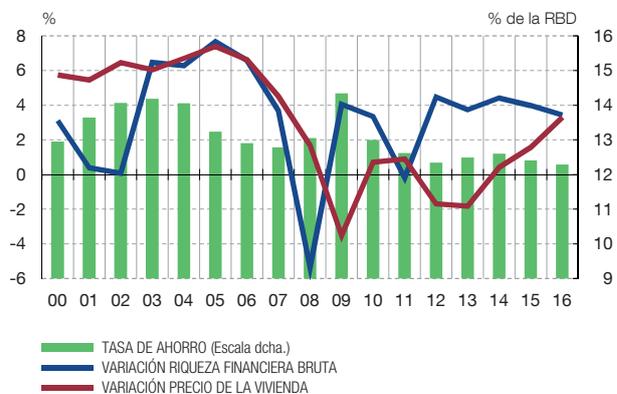
2 TASA DE PARO



3 CONSUMO Y FACTORES DETERMINANTES (c)



4 AHORRO, RIQUEZA Y PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Deflactada por el crecimiento medio del IAPC.
- b Población activa más los que están disponibles pero no buscan empleo y los que buscan pero no están disponibles.
- c Véase Casado et al. (2014) para un mayor detalle sobre la especificación de la ecuación.

a principios de 2008— (véase gráfico 1.2). Si se consideran medidas más amplias de desempleo, que consideran «otros activos potenciales»⁵ y empleados a tiempo parcial que desearían aumentar la jornada laboral, también se observa una mejoría, si bien el nivel se situó por encima del 18 %, frente a registros del 15 % a principios de 2008 [véanse BCE (2017a) y Banco de España (2017a)]. La heterogeneidad por países es elevada, aunque la holgura en el mercado de trabajo afecta de manera generalizada a los países del área del euro, con la excepción de Alemania.

El crecimiento real de los salarios también contribuyó, junto con el empleo, a revitalizar la capacidad adquisitiva de las familias, pese a que el aumento salarial nominal fue modesto: de un 1,3 % en promedio del año, muy similar al de 2015. Por países, los incrementos salariales fueron en general moderados, especialmente en Italia y en España. Una excepción fue Alemania, donde la remuneración por asalariado creció más de un 2 % en el conjunto

5 Los «activos potenciales» incluyen los que no están buscando empleo pero están disponibles (trabajadores desanimados) y los que buscan empleo activamente pero no están disponibles para empezar a trabajar en un plazo de dos semanas.

del año, tasa a la que viene creciendo desde 2010. La contención en la dinámica salarial fue todavía reflejo de la holgura que persiste en los mercados de trabajo, además de que la baja inflación también constituye un freno a aumentos superiores de los salarios nominales, en la medida en que gran parte de las negociaciones descansan en aumentos pasados de los precios. Considerando la tasa de inflación promedio del año —que se situó en niveles próximos a cero—, el aumento de la remuneración por asalariado en términos reales fue del 1,1 %, registro elevado desde una perspectiva histórica. No obstante, la trayectoria alcista de la inflación a lo largo del año ha situado el crecimiento real de los salarios en niveles reducidos: del 0,4 % en el último trimestre del año.

Tanto la generación de empleo como el aumento de los salarios repercutieron en el alza de la principal fuente de ingresos de las familias —las rentas del trabajo—, recogida en el agregado de remuneración de los asalariados, que aporta el 75 % de la renta y que creció un 2,8 %, frente al 2,6 % de 2015. La mejoría económica también se dejó sentir en las rentas procedentes de la actividad empresarial, recogidas en la rúbrica de excedente de explotación y renta mixta. Se trata del segundo componente en importancia de la renta bruta de las familias, al generar cerca del 24 % de ella, e incorpora la renta que generan los empleados autónomos (renta mixta) y las rentas no salariales procedentes de las empresas familiares y de las rentas asignadas a viviendas ocupadas por sus propietarios. Este componente, referido como «excedente» en el gráfico 1.1, creció un 2,6 %, frente al 1,8 % de 2015. En cuanto al resto de los componentes de la renta de las familias, tanto los intereses pagados como los recibidos por la remuneración del ahorro continuaron disminuyendo, alcanzando nuevos valores mínimos desde 1999. En términos netos, los hogares fueron perceptores de intereses por un importe equivalente al 0,8 % de su RBD, valor ligeramente inferior al de los años anteriores. Por otra parte, el pago de impuestos volvió a incrementarse —representando valores cercanos al 16 % de la RBD, por encima del 14 % del promedio histórico desde el año 2000—, al tiempo que se redujeron las transferencias netas de las Administraciones Públicas.

EL CONSUMO, EL AHORRO Y LA INVERSIÓN

El crecimiento de la renta y de la riqueza impulsó el consumo de las familias, que creció, en línea con sus determinantes habituales⁶, a una tasa del 1,9 % en términos reales, registro ligeramente superior al de 2015 (véase gráfico 1.3). El avance del gasto fue más pronunciado en los países con mejoras más intensas del mercado de trabajo, como España, Irlanda y Portugal.

La tasa de ahorro bruto de las familias en la zona del euro se mantuvo estable en los niveles reducidos que alcanzó en 2011: en torno al 12 % de la RBD (véase gráfico 1.4). Por países, la tasa de ahorro permaneció en registros bajos en comparación con un promedio histórico —con la excepción de Alemania, donde se sitúa en cotas elevadas del 17 %, ligeramente por encima de su media histórica—. Las bajas tasas de ahorro observadas en la mayoría de los países del área podrían estar reflejando el efecto de unos tipos de interés bajos —que reducen la rentabilidad del ahorro e incentivan el adelantamiento de los planes de consumo— y la menor necesidad de ahorrar por motivo precaución ante la mejoría económica y del mercado de trabajo, el aumento de la riqueza y la moderación del grado de incertidumbre.

La riqueza de los hogares volvió a aumentar en 2016 —cerca de un 4 % (frente al 3 % del año anterior)—, con la contribución tanto de los activos financieros (que aumentaron un 3,4 %) como, sobre todo, de los inmobiliarios, con un incremento cercano al 5 % (véase

⁶ Resultados de la ecuación basada en Casado *et al.* (2014).

	Saldos (mm de euros)		Operaciones financieras (% del PIB)					
	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVOS FINANCIEROS	23.034	4,5	3,3	3,0	2,1	3,7	4,3	4,2
Efectivo y depósitos	7.687	1,8	1,6	2,3	1,8	1,7	1,9	2,8
Valores de renta fija	777	-0,4	1,0	-0,9	-1,8	-1,9	-1,5	-0,9
Acciones y otras participaciones	6.181	0,2	-0,3	0,7	0,8	1,4	2,0	0,6
<i>De las cuales:</i>								
<i>Acciones cotizadas</i>	981	0,2	0,2	0,1	-0,3	0,1	-0,2	-0,1
<i>Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	3.140	0,8	0,3	0,7	0,7	0,0	0,4	0,0
<i>Fondos de inversión</i>	2.060	-0,7	-0,8	0,0	0,4	1,3	1,7	0,8
Reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones	7.272	...	...	...	1,6	2,3	1,8	1,8
Resto	1.117	...	...	...	-0,2	0,2	0,1	-0,1
PASIVOS	7.075	1,8	0,9	0,4	-0,4	0,4	1,0	1,4
Préstamos	6.294	1,2	0,9	0,2	-0,3	0,1	0,8	1,2
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (a)</i>	5.732	1,3	0,7	0,1	-0,2	0,0	0,7	1,0
<i>Otros préstamos</i>	562	-0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Resto	781	0,6	0,1	0,2	0,0	0,3	0,2	0,2

	Saldos (mm de euros)		Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario					
	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
POSICIÓN PATRIMONIAL								
Renta bruta disponible	...	0,8	1,9	0,3	0,5	1,3	1,8	2,2
Ahorro bruto (% de la RBD)	...	13,0	12,6	12,3	12,5	12,6	12,4	12,3
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	4,0	3,6	3,8	4,4	4,5	4,2	3,6
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	2,6	2,3	2,5	2,8	2,9	2,6	2,3
Financiación (total pasivos)	7.075	2,7	1,4	0,5	-0,5	0,6	1,6	2,2
Riqueza bruta total	54.972	2,8	-0,2	-0,1	0,8	2,4	3,0	4,0
Riqueza financiera bruta	23.034	3,3	-0,2	4,5	3,7	4,4	4,0	3,4
Riqueza no financiera	31.938	2,5	-0,2	-3,0	-1,2	1,0	2,3	4,4
Riqueza inmobiliaria	30.119	2,6	-0,4	-3,2	-1,5	1,0	2,7	4,9
Riqueza neta total (c)	47.897	2,8	-0,6	-0,2	1,0	2,6	3,3	4,4
Carga financiera (% de la RBD)	...	2,1	2,4	2,1	1,6	1,4	1,1	0,9
Endeudamiento (% de la RBD)	...	97,8	97,4	96,9	95,6	94,7	94,0	93,5
Endeudamiento (% del PIB)	...	63,6	62,9	62,5	61,4	60,4	59,2	58,6
Endeudamiento (% total de activos financieros)	...	32,0	32,6	31,1	29,7	28,6	27,8	27,3

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Ajustados de titulización y otras transferencias.
b Saldo de las cuentas no financieras.
c Riqueza bruta menos pasivos.

cuadro 1). La revalorización de los inmuebles en el conjunto de 2016 fue muy general: todos los países presentaron tasas de crecimiento positivas en el precio de la vivienda, con la excepción de Chipre, Grecia e Italia. En estos tres países, tras un largo proceso de ajuste, los precios continuaron cayendo, si bien a un ritmo cada vez menor, y en el caso de Italia se llegaron a observar tasas ligeramente positivas a finales del año. El dinamismo de los precios fue más intenso en los países pequeños. Entre las economías de mayor tamaño, los crecimientos más elevados se produjeron en Alemania, Holanda, Portugal e Irlanda, con un aumento nominal superior al 6 % en el conjunto de 2016, seguidos de España y de Austria, con un incremento del 4,6 % en ambos casos. En la mayoría de estos países, el precio de los inmuebles se situaba por debajo de sus determinantes de largo plazo, y para el conjunto del área el precio de la vivienda se encuentra en línea con sus determinantes fundamentales [véanse BCE (2017c) y ESRB (2016)]. No obstante, la expansión del mercado inmobiliario en algunas regiones, junto con el comportamiento del crédito y el

endeudamiento de los hogares, ha requerido la activación de medidas macroprudenciales en algunos países y llevó a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) a identificar vulnerabilidades en el mercado residencial en algunos países⁷.

En este contexto de incremento en los precios de la vivienda se produjo también una recuperación de la inversión en activos no financieros de los hogares. En particular, la inversión no financiera del sector (principalmente, residencial) creció más de un 4 % en 2016 en términos nominales —casi el doble que en 2015—, lo que supone una expansión superior a la de la RBD por primera vez desde 2007. En todo caso, los recursos ahorrados por las familias —más las transferencias netas de capital— excedieron su gasto en inversión no financiera, lo que implica, como es tradicional en este sector, que las familias actuaron como suministradores de fondos al resto de sectores institucionales de la UEM. La capacidad de financiación de las familias se situó en el 3,6 % de la RBD en 2016, frente al 4,2 % de 2015.

LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS Y LA FINANCIACIÓN

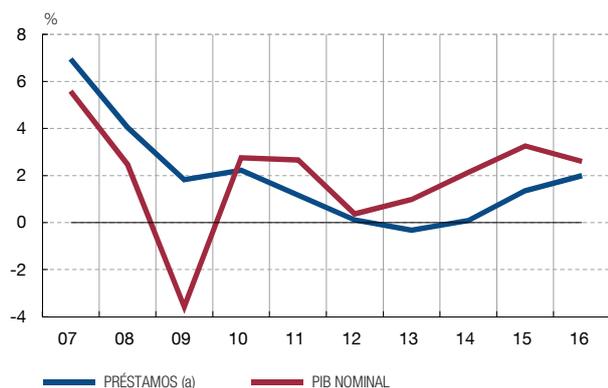
En relación con los activos financieros, el flujo de inversión del sector de hogares alcanzó el 4 % del PIB, nivel muy similar al registrado en 2015 (véase cuadro 1). La colocación de fondos en instrumentos líquidos —efectivo y depósitos— se incrementó de manera significativa —un 2,8 % del PIB—, lo que puede asociarse con la mejoría del gasto de las familias y el bajo coste de oportunidad de mantener el ahorro en estos instrumentos frente a otros activos líquidos y de bajo riesgo, en un contexto de tipos de interés muy reducidos. Continuó, no obstante, la recomposición de las carteras hacia instrumentos con mayor rentabilidad y riesgo, a través principalmente de suscripciones netas en participaciones de fondos de inversión y en detrimento de las colocaciones en valores de renta fija.

El flujo neto de financiación dirigida a los hogares continuó aumentando en 2016, de manera sostenida, pero el ritmo de avance del crédito fue relativamente moderado en comparación con la expansión del PIB nominal (véase gráfico 2.1). El afianzamiento de la recuperación económica y los bajos tipos de interés (véase gráfico 2.2) siguieron impulsando la demanda de crédito, en un contexto de escasos cambios en los criterios de aprobación de préstamos por parte de las entidades financieras. En concreto, los préstamos bancarios a los hogares crecieron cerca de un 2 % a finales de 2016, frente al 1,4 % de 2015, aceleración que ha continuado en los meses transcurridos de 2017. Esta mejoría se apoyó en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, que crecieron un 2,7 % en el conjunto del año, aunque el dinamismo de los préstamos para consumo también fue elevado (del 4 %). Entre las economías de mayor tamaño, la tasa de avance de los préstamos bancarios a hogares fue más elevada en Bélgica y en Francia (por encima del 4 %), mientras que en las economías inmersas en un proceso de ajuste del endeudamiento —como España, Grecia, Portugal, Irlanda y Chipre— la cartera de préstamos bancarios continuó contrayéndose, si bien a un ritmo cada vez menor.

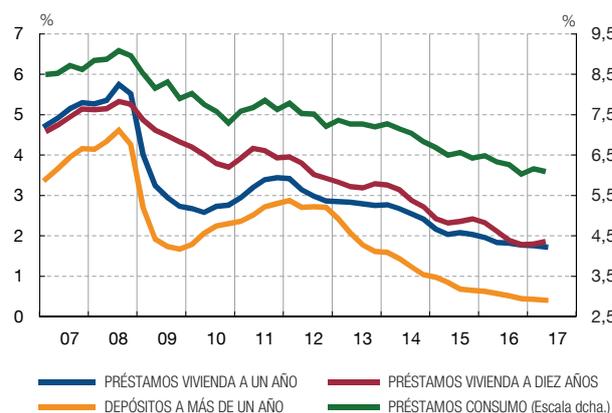
Resulta destacable que las nuevas operaciones de préstamo para adquisición de vivienda se firmaron en su mayoría bajo referencias de tipos de interés estables a largo plazo (véase gráfico 2.3). Para el conjunto de la zona del euro, durante 2016, más del 50 % de las nuevas operaciones se contrataron con un tipo de interés fijo durante un plazo superior a diez años, modalidad que durante el período anterior a la crisis representaba en torno al 20 % de las nuevas operaciones. Como se observa en el gráfico 2.2, estos préstamos se abarataron

7 En diciembre de 2016, el ESRB alertó de la presencia de vulnerabilidades a medio plazo en el mercado inmobiliario residencial de ocho países, entre los que se encuentran Austria, Bélgica, Luxemburgo, Finlandia y Países Bajos en la zona del euro. En estos dos últimos, las vulnerabilidades están más relacionadas con el elevado endeudamiento de los hogares.

1 HOGARES: PRÉSTAMOS BANCARIOS Y PIB

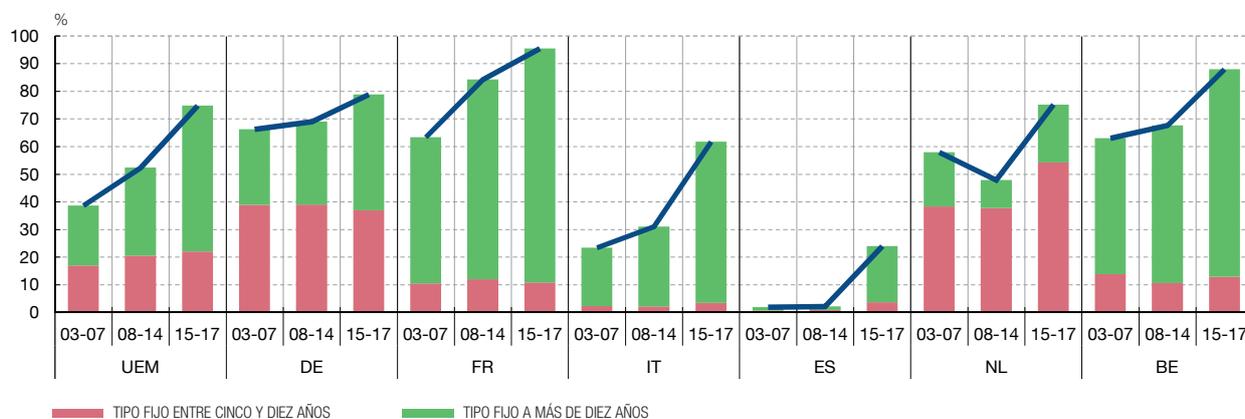


2 TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS
Nuevas operaciones

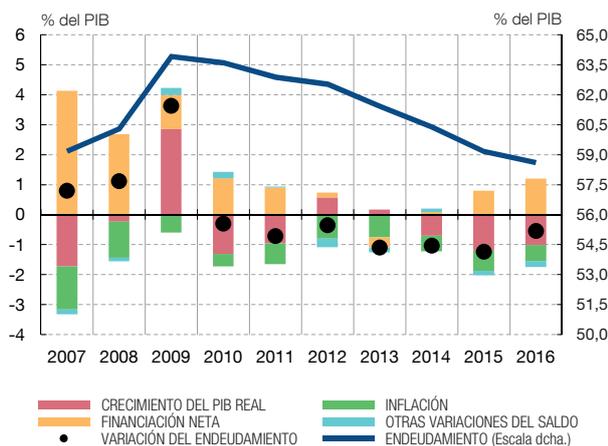


3 PRÉSTAMOS A HOGARES PARA COMPRA DE VIVIENDA

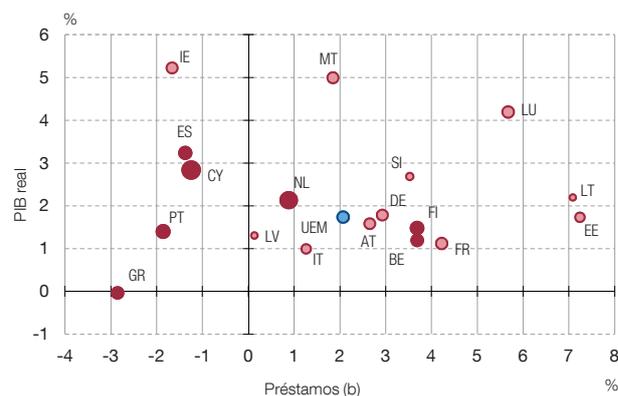
Peso de los préstamos a tipo fijo (durante más de cinco años) sobre total de operaciones nuevas



4 HOGARES: ENDEUDAMIENTO



5 HOGARES: CRECIMIENTO PRÉSTAMOS TOTALES Y PIB EN 2016



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Préstamos ajustados de titulación y otras transferencias.

b Préstamos a partir de las cuentas financieras. Tasas calculadas con flujos financieros. El tamaño del punto indica el endeudamiento relativo del sector en porcentaje del PIB en cada país, habiéndose oscurecido aquellos que presentan un endeudamiento superior al de la UEM. Se excluye Eslovaquia para no distorsionar el gráfico.

y su tipo de interés se situó por debajo del 2 % a finales de 2016, similar al coste de los préstamos a tipo variable. Esta mayor preferencia por contratos a tipo fijo fue una nota común tanto en los países con más tradición en esta modalidad de préstamo (Alemania, Francia, Holanda y Bélgica) como en los países donde típicamente se firman préstamos a tipo variable. Así, por ejemplo, en el caso de España más del 26 % de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda se firmaron con un tipo de interés fijo por un plazo de más de diez años, porcentaje que antes de la crisis representaba el 1 %. En Irlanda, el predominio de los tipos de interés variable con período de fijación igual o inferior a un año también se ha reducido, aunque continuó representando un 65 % de las operaciones en 2016, siendo la modalidad de mayor crecimiento los contratos que fijan el tipo de interés entre uno y cinco años.

En todo caso, el dinamismo del crédito a las familias siguió limitado por las necesidades de desendeudamiento en algunos países. Para el conjunto de la UEM, el flujo de financiación neta positivo fue compatible con avances adicionales en la corrección del nivel de endeudamiento en términos del PIB (véase gráfico 2.4). La deuda de los hogares se situó en el 59 % del PIB a finales de 2016, nivel algo inferior al de antes de la crisis, con elevada heterogeneidad por países, siendo Chipre y Holanda las economías con un endeudamiento de hogares más elevado (por encima del 100 % del PIB). Como se ilustra en el gráfico 2.5, que recoge el ritmo de avance de los préstamos a hogares y del PIB real en 2016, puede observarse que los países con un nivel de endeudamiento superior al de la UEM tendieron a presentar menores ritmos de crecimiento —o caídas— en los préstamos, con la excepción de Bélgica y Finlandia.

Las sociedades no financieras

LA FINANCIACIÓN INTERNA Y LA INVERSIÓN

La expansión de la actividad productiva en 2016 se tradujo en un aumento del valor añadido bruto (VAB) de las empresas de la zona del euro⁸ de un 3 %, tasa ligeramente inferior a la de 2015. El crecimiento se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, ya que las exportaciones se desaceleraron notablemente, en un entorno de mayor incertidumbre a escala global y en el que los efectos positivos de la depreciación pasada del euro se fueron desvaneciendo. El excedente bruto de explotación (EBE)⁹ aumentó un 3 % —frente a un 3,8 % del año anterior (véase cuadro 2)— y la caída en las rentas percibidas —en particular, las rentas de la propiedad— provocaron una moderación de los beneficios antes de impuestos —esto es, la renta empresarial neta¹⁰—, cuyo avance fue de casi el 1 % (véase gráfico 3.1). Por tanto, los márgenes empresariales brutos a escala agregada —aproximados como la ratio del EBE sobre VAB— se mantuvieron estables (véase gráfico 3.2).

Por tamaño de empresa, según la información cualitativa de la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Empresas en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), la mejora de las ventas fue generalizada, si bien su repercusión sobre los beneficios continuó siendo limitada, particularmente en las pymes. Desde el otoño de 2014, este grupo de empresas ha venido señalando el crecimiento de los costes como factor que impide una mejora de los beneficios. En la última encuesta, la proporción de pymes que señala un retroceso de los beneficios es igual a la que indica un aumento. En el caso de las grandes empresas, en cambio, el avance de los beneficios es creciente.

8 A lo largo de esta sección, el agregado de la UEM excluye Irlanda por las revisiones en la contabilidad nacional (véase nota 1 a pie de página). Por ejemplo, el VAB de Irlanda creció más de un 50 % en 2015.

9 El EBE es el valor añadido bruto generado en la producción, neto de la compensación a los asalariados menos/más los impuestos/subvenciones ligados a la producción.

10 La renta empresarial neta se calcula como el EBE menos el consumo de capital fijo, más intereses y rentas de la propiedad netas (incluyendo dividendos no distribuidos y beneficios retenidos procedentes de la inversión directa en el exterior).

	Saldos (mm de euros)		Operaciones financieras (% del PIB)					
	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ACTIVOS FINANCIEROS	20.872	7,6	5,2	2,6	3,5	4,1	5,3	6,4
Efectivo y depósitos	2.362	1,0	1,0	0,8	1,0	0,3	1,0	1,5
Acciones y otras participaciones	10.317	2,1	2,6	1,3	1,0	2,6	3,3	3,8
Préstamos	3.899	2,0	0,8	1,3	0,1	1,0	0,8	0,7
Resto	4.293	2,5	0,9	-0,8	1,4	0,3	0,3	0,4
PASIVOS	29.626	7,2	5,4	2,7	1,7	3,3	4,2	4,8
Valores de renta fija	1.339	0,7	0,5	1,2	0,9	0,4	0,6	0,8
Préstamos	9.213	1,7	1,6	-0,3	-0,9	1,6	1,4	1,6
<i>De los cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	2.458	1,4	0,3	0,6	-0,2	0,6	0,4	0,0
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (b)</i>	4.249	0,3	0,5	-0,7	-1,4	-0,6	0,3	0,9
Préstamos comerciales y anticipos	2.569	...	...	...	-0,2	-0,4	0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	15.515	2,6	2,4	1,5	1,9	2,0	2,2	1,7
Resto	991	2,2	1,0	0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,2

	Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Excedente bruto de explotación	5,0	2,9	-2,5	1,9	3,3	3,8	3,0
Renta empresarial neta	7,3	6,6	-11,5	7,4	3,9	7,7	0,9
Ahorro bruto	12,9	3,0	-6,9	12,3	4,3	8,8	4,4
Financiación interna (c)	10,8	3,1	-6,9	11,4	5,3	7,6	3,7
Financiación externa (total pasivos)	2,8	2,1	1,1	0,6	1,2	1,5	1,7
Ratio financiación externa / interna (%)	59	45	24	13	25	31	35
Carga financiera (% del EBE)	12,2	13,4	12,5	10,5	9,5	7,7	6,7
Endeudamiento (% del EBE) (d)	383	372	380	368	370	368	369
Endeudamiento (% del PIB) (d)	79,2	77,3	76,7	74,9	76,3	76,6	77,2
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del EBE) (e)	4,2	0,3	0,3	6,7	6,6	9,6	10,1
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (e)	0,9	0,1	0,1	1,4	1,4	2,0	2,1

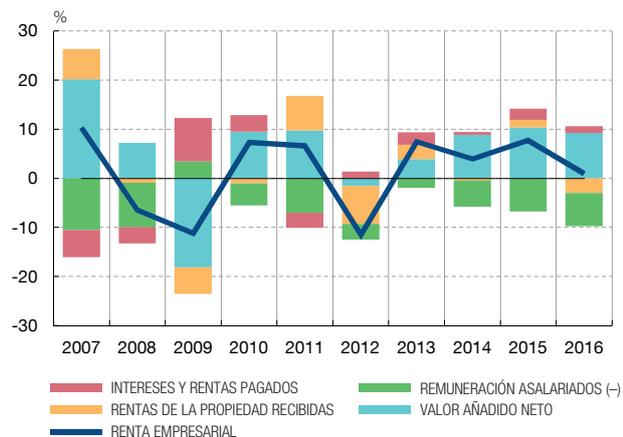
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a El agregado de la UEM excluye Irlanda.
b Ajustados de titulización y otras transferencias.
c Ahorro bruto y transferencias de capital netas.
d Datos consolidados. No incluye crédito comercial ni fondos de pensiones.
e Saldo de las cuentas no financieras.

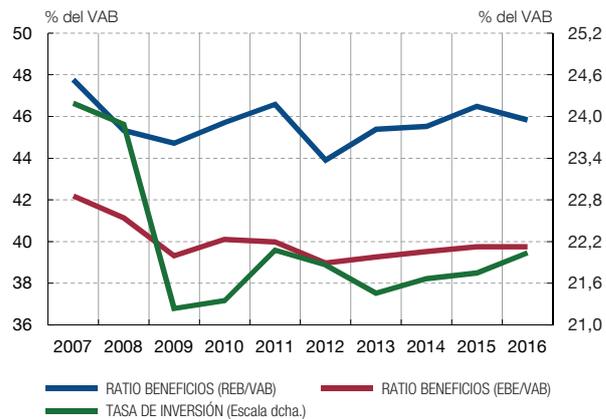
El afianzamiento de la recuperación económica y la capacidad para generar beneficios en un contexto de condiciones financieras favorables permitieron a las empresas incrementar su inversión, también en el caso de las pymes —como se desprende de la SAFE—. La formación bruta de capital de las sociedades no financieras avanzó un 3,5 % interanual a precios constantes¹¹, frente al 2,9 % de 2015. En términos del esfuerzo inversor, medido como la ratio de inversión sobre el valor añadido bruto, se produjo también una mejoría, situándose en el 22 %, un nivel todavía reducido desde una perspectiva histórica (véase gráfico 3.2). Esta mejoría fue generalizada por países, como se ilustra en el gráfico 3.3, si bien la debilidad de la inversión es todavía una nota común, con la excepción de Francia, Holanda y Bélgica. Si se descuenta el consumo de capital fijo, esto es, el gasto destinado a cubrir la depreciación del *stock* de capital y a reponer la parte de este que ha quedado obsoleta, el esfuerzo inversor destinado a aumentar la capacidad productiva también estaría alejado de los promedios antes de la crisis, siendo Holanda el único país con tasas

11 Tomando como deflactor el de la formación bruta de capital fijo de la Contabilidad Nacional.

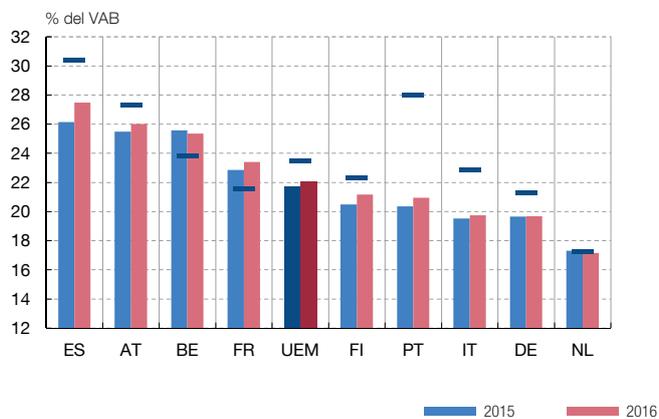
1 RENTA EMPRESARIAL NETA Y COMPONENTES
Contribuciones al crecimiento interanual



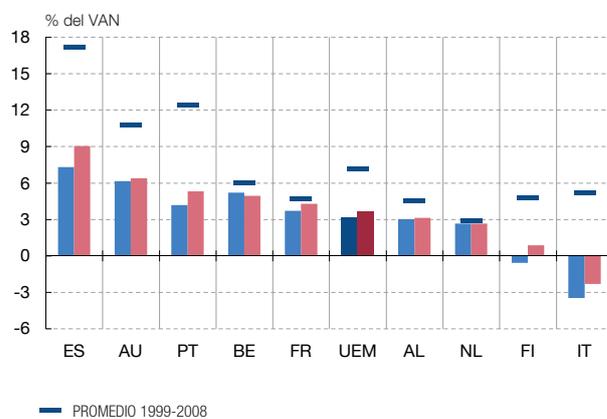
2 RATIO DE BENEFICIO Y TASA DE INVERSIÓN



3 TASA DE INVERSIÓN BRUTA



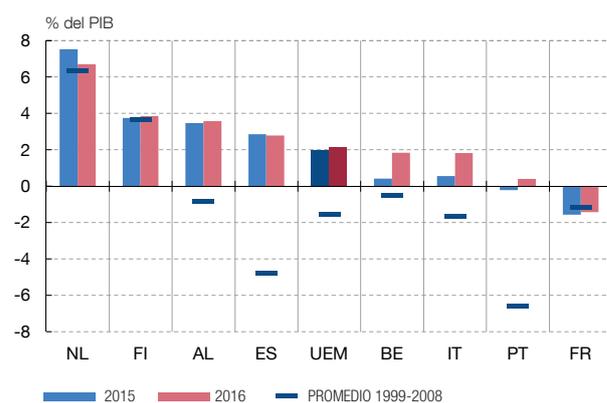
4 TASA DE INVERSIÓN NETA (b)



5 CAPACIDAD - NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA UEM



6 CAPACIDAD - NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTES: OCDE, Eurostat y Banco Central Europeo.

- a El agregado de la UEM excluye Irlanda (véase nota 6 a pie de página).
- b FBCF y VAB ajustados por el consumo de capital fijo.
- c Calculado sobre nueve países de la UEM.

similares (véase gráfico 3.4). La falta de un mayor dinamismo de la inversión en el actual momento cíclico, a pesar de la notable relajación de las condiciones de financiación, es un reflejo del carácter moderado de la recuperación económica y de la incertidumbre sobre el crecimiento futuro, así como de la necesidad de que algunas empresas fortalezcan sus balances financieros.

Los bajos niveles de inversión, particularmente en determinadas áreas [véase Banco Europeo de Inversiones (2016)], motivaron el lanzamiento en 2015 del Plan de Inversiones para la Unión Europea, también conocido como «Plan Juncker». El plan supuso la creación del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), para apoyar proyectos con un perfil de riesgo y un carácter más innovador que el que tradicionalmente impulsa el Banco Europeo de Inversiones (BEI). A través de la movilización de capital privado, el plan nació con el propósito de alcanzar un volumen global de inversión de 315 mm de euros durante tres años, en inversiones estratégicas dirigidas a áreas prioritarias como infraestructuras, educación, investigación e innovación, así como en financiación de riesgo para empresas pequeñas y medianas. Además del respaldo financiero, la inversión se promueve con medidas de mejora del entorno de inversión en Europa¹², así como a través de la visibilidad y asistencia técnica que reciben los proyectos. El apoyo financiero ofrecido hasta mayo de 2017 tiene un potencial de inversión global de 194 mm de euros —más del 60 % del objetivo fijado hasta mediados de 2018—. Aunque no se dispone todavía de una estimación del impacto macroeconómico del plan, la Comisión considera necesario extender los esfuerzos y en septiembre presentó una propuesta legislativa para prorrogar el FEIE hasta 2020, con el objetivo de movilizar un volumen de inversiones de 500 mm de euros, propuesta que incorpora además otras mejoras en el plan [véase Comisión Europea (2016)].

A pesar del crecimiento de la inversión, las empresas continuaron registrando una capacidad de financiación por un valor relativamente elevado, superior al 2 % del PIB en 2016 para el conjunto de la UEM (véase gráfico 3.5). Como se ilustra en el gráfico 3.6, esta capacidad de ahorro contrasta con la posición tradicional de necesidad de financiación del sector en la mayoría de los países. Aunque la acumulación de recursos internos puede ser un síntoma de la necesidad de reducir el endeudamiento del sector en algunos países, la capacidad de financiación que ostenta el sector institucional clave para la acumulación de capital productivo de las economías puede constituir también una señal sobre el carácter moderado de la inversión. Como se ilustra en el gráfico 3.6, solo las empresas francesas mostraron una necesidad de financiación en 2016.

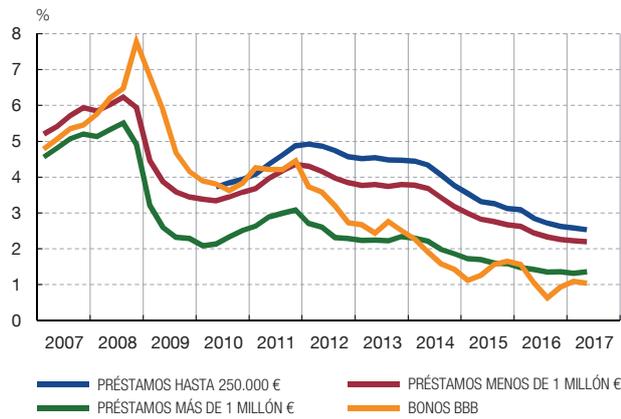
LOS RECURSOS EXTERNOS

El superávit del sector de sociedades no financieras fue compatible con un aumento de los recursos ajenos. Como se muestra en el cuadro 2, los pasivos de las empresas se incrementaron un 4,8 % del PIB, a través de la emisión de acciones (1,7 % del PIB) y una mayor financiación ajena (equivalente al 2,4 % del PIB). En el caso de los instrumentos de deuda, se produjo un aumento tanto de los préstamos bancarios como de las emisiones de bonos, en un contexto de tipos de interés en mínimos históricos (véanse gráficos 4.1 y 4.2).

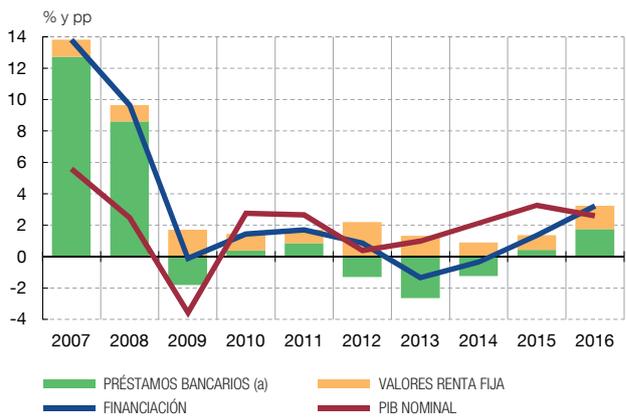
Por países, se mantuvieron amplias divergencias en la tasa de crecimiento de la financiación, con registros más elevados en Alemania, Francia y Bélgica (véase gráfico 4.3). En países con mayor crecimiento económico, como España y Holanda, los avances más moderados de la financiación reflejaron el proceso en curso de ajuste de los balances de algunas empresas. En otras economías, como la italiana o la griega, el menor crecimiento económico y la incertidumbre explicarían la falta de empuje de la deuda empresarial.

¹² A través, por ejemplo, de la simplificación y la armonización de la normativa o la mejora en el acceso a la financiación.

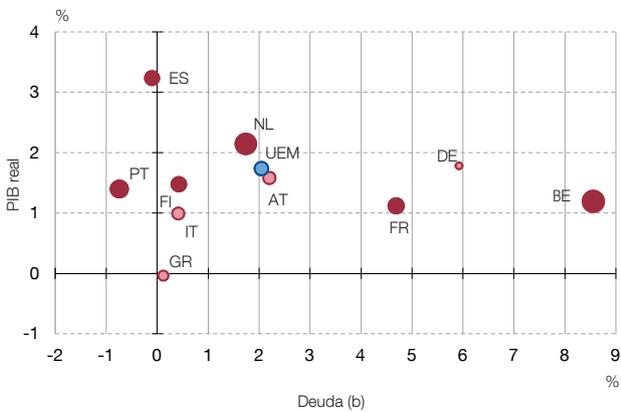
1 COSTE DE LA FINANCIACIÓN



2 FINANCIACIÓN Y PIB
Crecimiento interanual y contribuciones



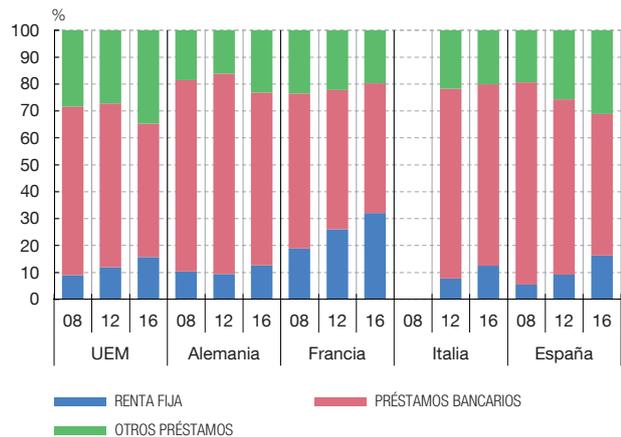
3 DEUDA Y PIB POR PAÍSES
Crecimiento en 2016



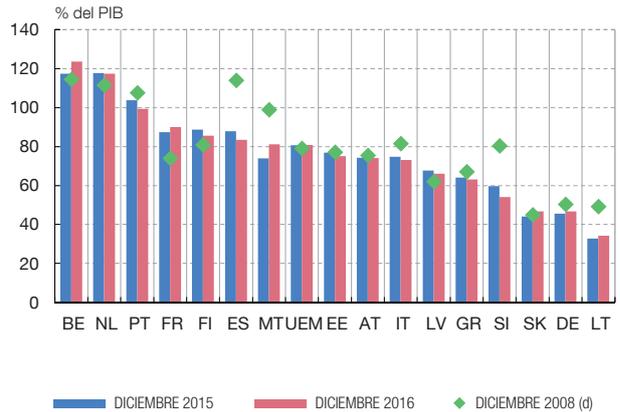
4 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA



5 COMPOSICIÓN DEUDA POR TIPO DE INSTRUMENTO (c)
Cuentas sectoriales consolidadas



6 RATIO DE ENDEUDAMIENTO
Cuentas sectoriales consolidadas



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Préstamos ajustados de titulación y otras transferencias.
- b Préstamos consolidados y valores de renta fija obtenidos de las cuentas financieras. El tamaño del punto indica el endeudamiento relativo del sector en porcentaje del PIB en cada país, habiéndose oscurecido aquellos que presentan un endeudamiento superior al de la UEM.
- c Los préstamos bancarios están ajustados por titulación y otras transferencias. Los «otros préstamos» incluyen préstamos exteriores. En el caso de España, se utiliza información del Banco de España para incluir entre las emisiones de renta fija las emisiones a través de filiales residentes y no residentes; este ajuste se realiza disminuyendo la partida de otros préstamos, para no alterar el nivel de la deuda.
- d Por no disponibilidad de datos, Holanda, Estonia, Italia, Grecia, Eslovaquia y Chipre se refieren a 2012.

A pesar de la recuperación de los préstamos bancarios, continuó el proceso de desintermediación en la financiación de las empresas que se inició en 2008¹³. En 2016 este proceso se vio reforzado por el Programa de Compras de Bonos Corporativos del Eurosistema (denominado CSPP¹⁴, por sus siglas en inglés), anunciado en marzo de ese año. Las adquisiciones del Eurosistema, que comenzaron el 8 de junio de 2016, alcanzaron un volumen acumulado superior a los 90 mm en el año transcurrido desde su inicio, con un impacto favorable sobre el mercado primario [véase Mayordomo (2016) para el caso español]— y sobre el coste de la financiación vía bonos, que se situó en niveles muy reducidos, por debajo incluso del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo bancario de gran importe (véase gráfico 4.1). De hecho, el dinamismo de las emisiones podría explicar, al menos en parte, la ralentización de los préstamos bancarios de gran importe —más de un millón de euros— (véase gráfico 4.4). No obstante, si las empresas de mayor tamaño desplazan sus decisiones de financiación a los mercados de renta fija, cabe esperar también que la introducción del CSPP tenga un efecto colateral positivo sobre la oferta de préstamos bancarios disponible para las empresas de menor tamaño¹⁵.

Como se ilustra en el gráfico 4.5, el proceso de desintermediación ha provocado cierta recomposición en la estructura de deuda de las empresas, si bien el peso de la renta fija está todavía alejado del de economías con mayor tradición de mercados, como la estadounidense¹⁶. Los pasivos en forma de títulos de renta fija representaban un 16 % del total de la deuda a finales de 2016, frente a cifras inferiores al 10 % a principios de 2008. Los préstamos bancarios, en cambio, que en 2008 representaban más del 60 %, han reducido su importancia más de 10 puntos porcentuales¹⁷. Por países, este fenómeno ha sido muy generalizado, si bien el peso de la renta fija es notablemente más elevado en Francia. Aunque el proceso de desintermediación en la financiación de las empresas desde 2008 responde en parte a factores de carácter coyuntural (como la contracción de la oferta del crédito bancario durante la crisis o, más recientemente, el CSPP), el desarrollo de los mercados de capital y su integración dentro de la Unión Europea recibirán también el impulso de las iniciativas contenidas en el proyecto de Unión de Mercado de Capitales.

En general, el endeudamiento de las empresas de la UEM permaneció en niveles elevados. La combinación de un crecimiento moderado del PIB nominal y del aumento de los pasivos hizo que la ratio de endeudamiento se mantuviera estable en el conjunto de la UEM, cerca del 81 % del PIB¹⁸ (véase gráfico 4.6). En cambio, por países, el endeudamiento continuó descendiendo para un número importante de economías, como la española, pero no así para las más grandes, como Alemania y Francia.

25.7.2017.

13 Véase Orellana y del Río (2015).

14 A través del CSPP, el Eurosistema adquiere bonos del sector corporativo —valores denominados en euros con una calificación crediticia con grado de inversión y emitidos por empresas no bancarias localizadas en la zona del euro—. Para ser elegible, el vencimiento remanente de los títulos debe situarse entre seis meses y treinta años, y no existe un requisito de volumen mínimo de la emisión.

15 Arce, Gimeno y Mayordomo (2017) proporcionan evidencia referida al caso español que confirma la presencia de este tipo de efecto colateral positivo sobre el volumen de crédito dirigido a empresas que no son emisoras de valores elegibles bajo el CSPP y que, normalmente, presentan un menor tamaño que aquellas otras cuya deuda sí satisface los requisitos de este programa.

16 Véase Banco de España (2017b), capítulo 2, para mayor detalle de este proceso en el caso de las empresas españolas.

17 Son datos consolidados del sector. Por tanto, dentro de otros préstamos no están incluidos los préstamos entre empresas.

18 En términos consolidados del sector.

BIBLIOGRAFÍA

- ARCE, Ó., R. GIMENO y S. MAYORDOMO (2017). *Making room for the needy: The effects of the Corporate Sector Purchase Programme on firms credit*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2017a). «Evaluación del grado de holgura del mercado de trabajo», recuadro 3, *Boletín Económico*, n.º 3.
- (2017b). «Private sector indebtedness and deleveraging in the euro area countries», recuadro 5, *Boletín Económico*, n.º 4.
- (2017c). *Financial Stability Review*, mayo.
- BANCO DE ESPAÑA (2017a). «Medidas alternativas de desempleo para la economía española», recuadro 6, *Boletín Económico*, 2/2017.
- (2017b). «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión», capítulo 2, *Informe Anual*, 2016.
- BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (2016). *Restoring EU competitiveness. 2016 updated version*.
- CASADO, J. M., M. FOLCH y R. GARCÍA-CORIA (2014). «Evolución y determinantes del consumo de la UEM durante la crisis», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2016). «Investment Plan for Europe: evaluations give evidence to support its reinforcement», noviembre, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.
- EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD (2016). *Vulnerabilities in the EU residential real state sector*, noviembre.
- MAYORDOMO, S. (2016). «El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- ORELLANA, E., y A. DEL RÍO (2015). «Las emisiones de deuda corporativa en la eurozona durante la crisis», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.
- PHILIPONNET, N., y A. TURRINI (2017). *Assessing house price developments in the EU countries*, Discussion Paper, n.º 048, mayo, Comisión Europea.