

Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2017

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado



14 de junio de 2018

Las *Cuentas Financieras de la Economía Española* revelan que la situación patrimonial de las familias y las empresas no financieras volvió a fortalecerse en 2017. En el caso de las familias, la deuda bancaria se situó en el 61 % del PIB, 3 puntos porcentuales (pp) menos que en 2016 y 24 pp por debajo del valor máximo de 2010. Como en años anteriores, se produjo un descenso de los préstamos para adquisición de vivienda, que se vio parcialmente compensado por el aumento de los créditos destinados a consumo y otros fines. El patrimonio financiero bruto de los hogares prolongó su tendencia ascendente, como consecuencia tanto de la inversión en activos financieros como de la revalorización de los instrumentos financieros de su cartera. En el caso de las empresas, el flujo del total de la financiación ajena captada, en términos consolidados, fue positivo, tras los importes prácticamente nulos de los dos años anteriores y los negativos de los cuatro precedentes, por un volumen equivalente al 0,8 % del PIB, el nivel más elevado desde 2009. En términos de saldos, esta deuda pasó a representar un 78 % del PIB, cifra 5 pp inferior a la de 2016 y 39 pp por debajo de los niveles máximos de 2010. Por su parte, los recursos propios de las empresas crecieron un 3,2 %, como consecuencia tanto de la captación de fondos como de la revalorización de estos pasivos, según viene sucediendo desde 2015.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2017

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

Introducción

El objetivo de este artículo es analizar la evolución del balance y de las transacciones financieras de las familias y las sociedades no financieras (en adelante, SNF o empresas), durante 2017, a partir de la información de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE¹). El entorno en el que se situó 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 para hogares y empresas, 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 hogares² y las SNF volvió a fortalecerse en 2017. Por un lado, los ratios de endeudamiento de ambos sectores siguieron reduciéndose. En el caso de las familias, la deuda bancaria³ pasó a representar una cifra equivalente al 99 % de su renta bruta disponible (RBD), lo que supone un descenso de 3 puntos porcentuales (pp) con respecto a 2016. En términos del PIB, la deuda de este sector alcanzó el 61 %, 3 pp por debajo del nivel de 2016 y 24 pp inferior al valor máximo de 2010. En el caso de las empresas, la financiación ajena con coste se situó en el 78 % del PIB, cifra 5 pp inferior a la de 2016 y 39 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 por las revalorizaciones.

Durante 2017, la mayor parte de la inversión de los hogares se materializó en fondos de inversión, seguida por la adquisición de planes de pensiones y seguros y de depósitos bancarios, mientras que las tenencias directas de valores mobiliarios se redujeron. En cambio, en el caso de las empresas, la inversión se volvió a concentrar, principalmente, en acciones y otras participaciones y, en menor medida, en depósitos.

Tras esta introducción, el artículo consta de dos epígrafes adicionales, en los que, en primer lugar, se describen la evolución de los flujos financieros de los hogares y los cambios en sus balances financieros en 2017, y a continuación se realiza un análisis similar para las sociedades no financieras.

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

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

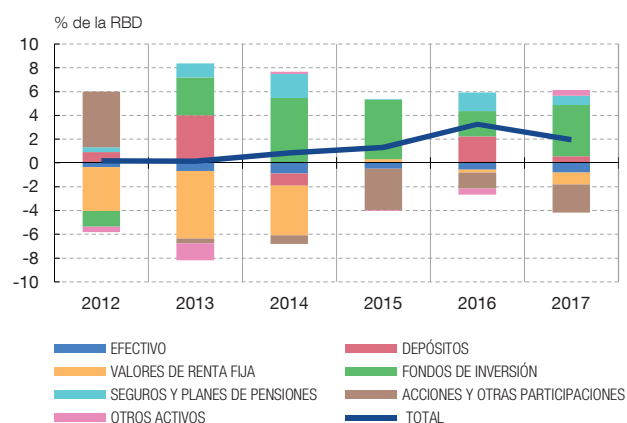
La tasa de ahorro bruto de las familias en 2017 se situó en el 6 % de la RBD (esto es, 1,7 pp inferior al dato de 2016), lo que supone la prolongación de la tendencia descendente de los últimos años y su nivel más bajo desde 2007. En este contexto, la adquisición neta de activos financieros del sector continuó siendo positiva, pero se redujo en 1,3 pp de su RBD en relación con la cifra de un año antes, situándose cerca del 2 % de su RBD (véase gráfico 1.1).

1 La información más detallada sobre las CFEE se puede consultar en este vínculo: https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Cuentas_Financie/.

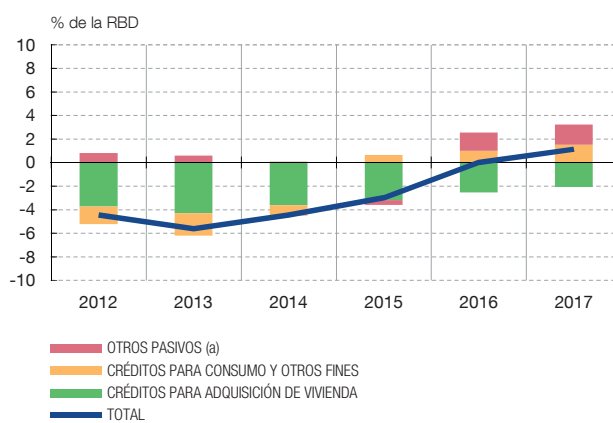
2 El sector hogares (o familias) al que se hace referencia en este artículo incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

3 El concepto de deuda bancaria que se utiliza en este artículo incluye los préstamos titulizados y los transferidos a la Sareb.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

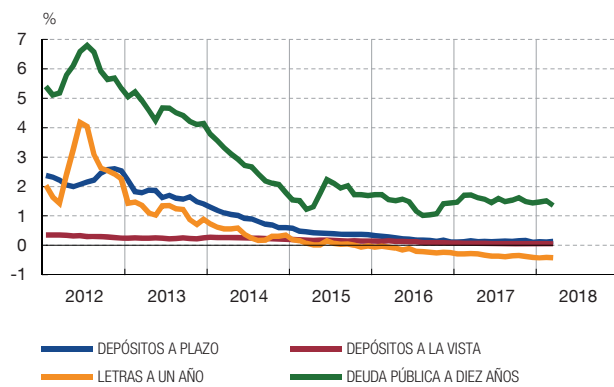
El aspecto más sobresaliente de 2017 en los flujos de activos financieros de las familias fue la fuerte concentración en las adquisiciones, en términos netos, de participaciones de fondos de inversión (4,3 % de su RBD), más del doble que el año anterior. En segundo lugar, y a una gran distancia, se situaron las inversiones en instrumentos de seguros y planes de pensiones (0,8 % de su RBD) y en depósitos bancarios (0,6 % de su RBD), en ambos casos con cifras más reducidas que las de 2016.

Por otra parte, se prolongó el proceso de desinversión directa en títulos mobiliarios, dado que, por un lado, la inversión neta en acciones y otras participaciones volvió a ser negativa (-2,4 % de su RBD) y de mayor magnitud, en valor absoluto, que la observada el año anterior (-1,3 %). El grueso del descenso se siguió concentrando en las acciones cotizadas (-2,2 % de su RBD). Por otro lado, los hogares también redujeron sus tenencias de valores de renta fija (-1 % de su RBD), por lo que se prolongó la tendencia descendente iniciada en 2012 (interrumpida únicamente en 2015). Asimismo, los fondos materializados en efectivo siguieron disminuyendo (por un importe equivalente al 0,8 % de su RBD), al igual que sucedió durante los seis años anteriores.

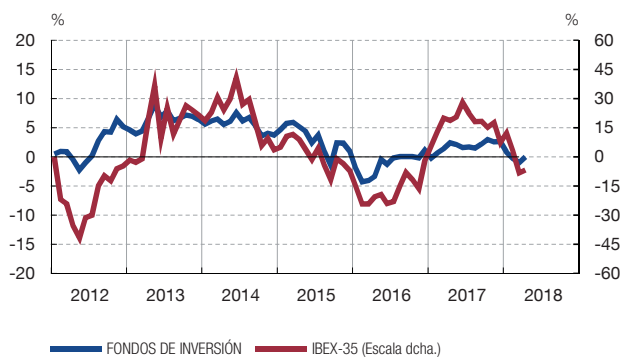
Esta evolución se produjo en un entorno de mantenimiento de niveles muy reducidos de los tipos de interés a corto plazo de los depósitos bancarios, unos tipos de interés negativos de las letras del Tesoro y unos rendimientos bajos —pero positivos— de la deuda a largo plazo, que fueron relativamente estables a lo largo de todo el ejercicio (véase gráfico 2.1). Por su parte, las cotizaciones bursátiles se elevaron a lo largo de todo el año, en un clima de baja volatilidad de los índices, y la rentabilidad promedio de los fondos de inversión también se mantuvo en registros positivos (véase gráfico 2.2). El reducido nivel de los tipos de interés ha contribuido a aumentar el atractivo de los fondos de inversión frente a otros instrumentos, como los depósitos bancarios, que, en términos de saldos vivos, continúan siendo el principal vehículo de inversión de las familias.

En cuanto a la evolución de los pasivos, durante 2017 continuó el proceso de desendeudamiento de las familias, de modo que la financiación neta bancaria captada por este sector volvió a ser negativa, si bien por un importe más moderado que un año antes: el

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 últimos 12 meses.

-0,6 % de la RBD, frente al -1,6 % en 2016 (véase gráfico 1.2)⁴. Por componentes, en 2017 se observó el mismo perfil de los dos últimos años: por un lado, continuó el flujo neto positivo vinculado a la deuda de los hogares para consumo y otros fines (del 1,5 % de la RBD, algo superior al 1 % de 2016), mientras que, por lo que se refiere a los créditos para la adquisición de vivienda⁵, de nuevo las amortizaciones superaron a las nuevas operaciones, de manera que el resultado neto fue un descenso del saldo, si bien más moderado que el de 2016 (2,1 % de la RBD en 2017, frente al 2,5 % del ejercicio anterior).

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

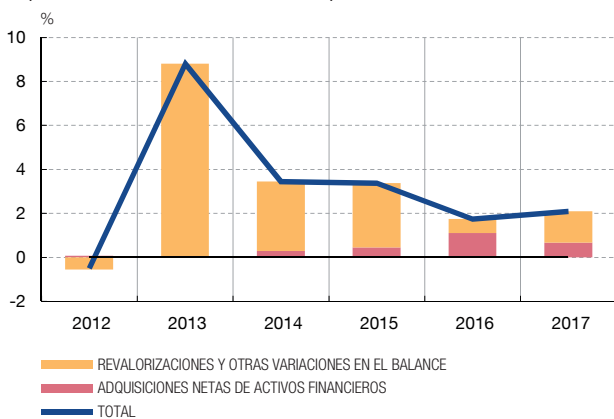
La riqueza financiera bruta de las familias aumentó un 2,1 % en 2017, tasa superior a la observada en 2016 (véase gráfico 3.1). Esta evolución fue el resultado de una contribución positiva del volumen de adquisiciones (0,7 pp) y, en mayor medida, de un ascenso en el precio de los activos (1,4 pp), en línea con la revalorización de los índices bursátiles y la estabilidad de las cotizaciones de los valores de renta fija. En términos de la RBD, el patrimonio financiero bruto de las familias se situó en el 300 %, prácticamente la misma cifra de los dos años anteriores.

Estos desarrollos han inducido ciertos cambios en el peso relativo de los distintos activos del patrimonio bruto de las familias, que en muchos casos suponen una prolongación de las pautas registradas en 2016. Así, por instrumentos, el aspecto más destacable de la cartera fue el sensible avance de la importancia relativa de los fondos de inversión, que aumentó en 3,8 pp, hasta suponer cerca del 44 % de la RBD (véase gráfico 3.2). Por su parte, el peso de las acciones y otras participaciones, así como de las reservas técnicas de seguros, se mantuvo estable, en un nivel próximo al 78 % y al 50 % de la RBD, respectivamente. Por el contrario, el peso de los depósitos bancarios cayó en 1,7 pp, continuando la tendencia descendente iniciada en 2013, si bien siguen representando el principal componente de la riqueza financiera bruta de los hogares (algo más del 111 % de la RBD). Este descenso se concentró, un ejercicio más, en los depósitos a plazo, ya que el peso de

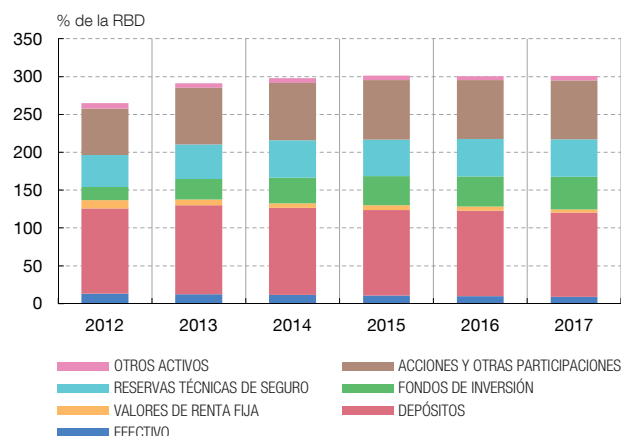
4 El flujo de pasivos totales fue positivo debido a un importe elevado de otros pasivos, en parte asociados a otras cuentas pendientes de pago frente a AAPP (impuestos y cotizaciones pendientes) y frente a instituciones financieras.

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

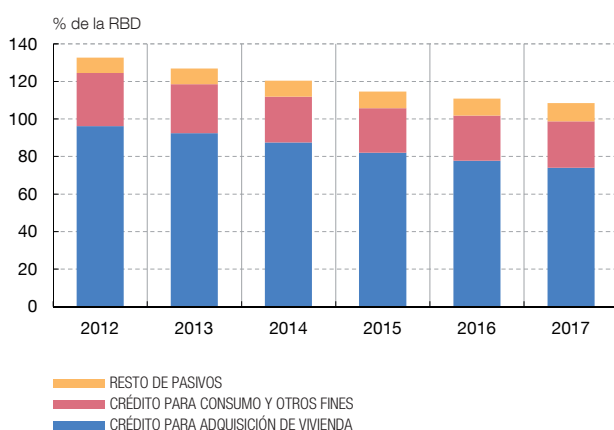
1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA
(Contribuciones al crecimiento interanual)



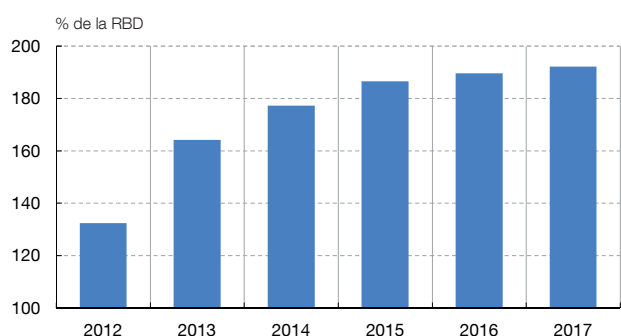
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS



4 RIQUEZA FINANCIERA NETA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

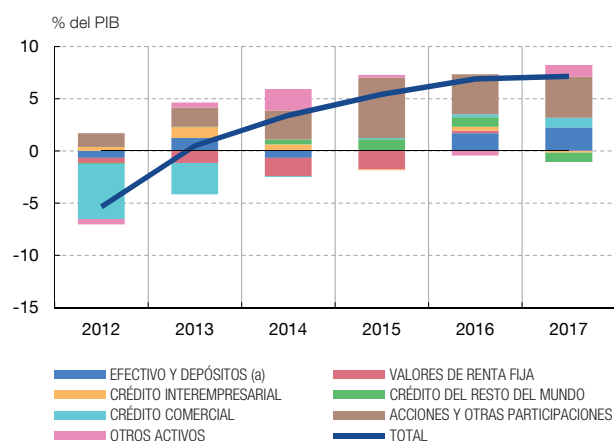
a Diferencia entre activos financieros y pasivos.

las cuentas a la vista se elevó. El efectivo siguió con el perfil descendente de años anteriores, alcanzando en 2017 niveles algo inferiores al 9 % de la RBD.

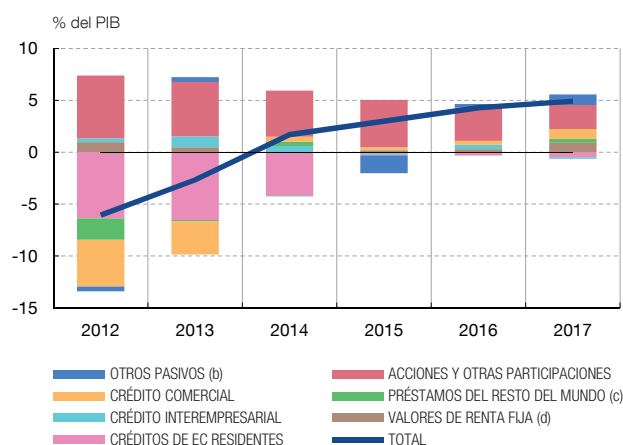
Por lo que respecta a los pasivos, la ratio de la deuda de los hogares con entidades de crédito cerró el año en el 99 % de su RBD, 3 pp menos que en 2016 y 34 pp por debajo del máximo de 2008 (véase gráfico 3.3). En 2017 se produjo, como en los dos ejercicios anteriores, un comportamiento dispar por instrumentos: los préstamos para adquisición de vivienda cayeron casi 4 pp con respecto a la RBD, suponiendo el 74 % del total de los pasivos bancarios, mientras que los destinados al consumo y otros fines aumentaron ligeramente (0,7 pp de la RBD), alcanzando un peso cercano al 25 %. En cuanto al resto de pasivos, su volumen también creció en relación con la RBD, acercándose al 10 % de esta.

Como viene ocurriendo a lo largo de los últimos años, el avance de los activos financieros, unido al descenso de los pasivos de las familias, en términos de su RBD, derivó en un nuevo incremento de la riqueza financiera neta del sector, que alcanzó el 192 % de la RBD, lo que supone un aumento (1,3 pp) similar al observado en 2016 (véase gráfico 3.4).

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

A diferencia de lo que sucedió en el caso de los hogares, la tasa de ahorro bruto de las empresas aumentó ligeramente en 2017 (0,2 pp, hasta el 17,6 % del PIB). En este contexto, la inversión neta en activos financieros de las SNF volvió a ser positiva, por un importe equivalente al 7,1 % del PIB, nivel ligeramente superior al registrado en 2016 (véase gráfico 4.1).

El grueso de la inversión financiera de las SNF se concentró en activos de renta variable (el 3,9 % del PIB) y en depósitos a la vista (el 2,2 % del PIB, incluidos en la rúbrica de efectivo y depósitos). Por el contrario, las tenencias de valores de renta fija apenas mostraron variaciones. Por otra parte, en un contexto de recuperación de la actividad económica y empresarial, el flujo de crédito comercial concedido fue positivo (0,9 % del PIB) por tercer año consecutivo. Esta cifra volvió a ser algo inferior a la que presentaron las operaciones pasivas de las sociedades para esta misma rúbrica, de forma que, en términos netos, los recursos canalizados por el sector a través del crédito comercial tuvieron un saldo deudor (es decir, que el sector captó, en términos netos, financiación a otros sectores por esta vía), equivalente al 0,1 % del PIB. Por su parte, el flujo de la financiación interempresarial concedida registró un cambio de signo respecto al año anterior, para pasar a ser negativo (-0,2 % del PIB en 2017, frente al 0,4 % en 2016).

Como se aprecia en el gráfico 4.2, los flujos netos de financiación recibida de las empresas (tanto de los recursos exigibles como de los no exigibles) presentaron, por cuarto año consecutivo, registros positivos, en este caso por un importe del 4,9 % del PIB (cifra superior al 4,3 % de 2016). Por instrumentos, las acciones y otras participaciones continuaron siendo la fuente de financiación principal, aunque la cuantía de recursos obtenidos por esta vía fue más reducida que en años anteriores (2,3 % del PIB, frente al 3,2 % de 2016). Estos fondos se obtuvieron mediante la emisión de acciones cotizadas (1,9 % del PIB) y no cotizadas (0,7 % del PIB), mientras que la captación a través de otras participaciones en el capital fue negativa (-0,3 % del PIB). Por lo que se refiere a la financiación ajena, el flujo procedente del crédito bancario recibido de entidades residentes volvió a ser, en términos netos, negativo, en una cuantía ligeramente superior a la del año precedente

(-0,5 % del PIB), por lo que siguió el proceso de desendeudamiento bancario iniciado hace seis años. En cambio, se intensificaron las emisiones netas de valores de renta fija (incluyendo las realizadas por filiales financieras residentes de las sociedades no financieras⁶), que fueron positivas en 2017 y por un valor más elevado que un año antes (0,9 % del PIB de 2017, frente al 0,3 % de 2016 y al 0,2 % de 2015), evolución que se vio favorecida por el bajo coste de captación de fondos mediante estos instrumentos, en parte como consecuencia del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema⁷. Por último, la financiación neta mediante préstamos del resto del mundo fue positiva en 2017 (0,4 % del PIB) y superior a la captada el año anterior. De este modo, en 2017 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, tras los importes prácticamente nulos de los dos años anteriores y los negativos de los cuatro precedentes, por un volumen equivalente al 0,8 % del PIB, el nivel más elevado que se ha observado desde 2009.

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

La riqueza financiera bruta del sector volvió a aumentar en 2017, si bien el crecimiento fue menor que el observado un año antes (2,5 %, frente al 4,5 % de 2016). Esta evolución fue el resultado, principalmente, de la inversión de las empresas en activos financieros, dado que la contribución debida a los precios y otras variaciones en el volumen tuvo un impacto negativo, como se observa en el gráfico 5.1.

La estructura de la cartera financiera de las SNF registró algunos cambios con respecto a la de 2016 (véase gráfico 5.2). Así, el peso de las acciones y participaciones disminuyó 3,6 pp del PIB (frente a un aumento de 2,4 pp en 2016), si bien continúa siendo su principal componente sobre el total de activos del sector, situándose en torno al 53 % (equivalente al 108 % del PIB), con la particularidad de que la renta variable no cotizada sigue suponiendo el grueso de esta partida (73 % del total). Los cambios también se materializaron, por un lado, en la proporción que representan el efectivo y los depósitos, con un aumento en 1,2 pp, hasta el 10,8 % del total (lo que supone un 22,2 % del PIB). En línea con lo sucedido en el caso de los hogares, los depósitos a plazo continuaron perdiendo participación en el conjunto frente a las cuentas a la vista. Por otro lado, los saldos de valores de renta fija descendieron en 0,4 pp, hasta alcanzar el 4 % del PIB. El crédito comercial concedido cayó (en 0,4 pp, situándose en torno al 32,4 % del PIB), al igual que la financiación interempresarial, que descendió en 0,9 pp.

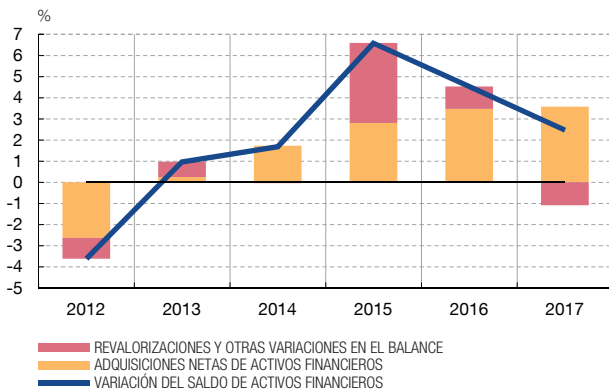
Por su parte, el volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF en relación con el PIB descendió 6 pp en 2017, hasta situarse en el 134 % (véase gráfico 5.3). Por componentes, el peso de los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes en el total de la financiación ajena continuó reduciéndose por octavo año consecutivo, hasta el 32,7 % (1,1 pp menos que en 2016), al tiempo que el de los créditos comerciales ascendió 0,7 pp, hasta el 22,7 %. Por su parte, la relevancia de los préstamos exteriores y de los valores distintos de acciones, que son una fuente de obtención de recursos utilizada fundamentalmente por una proporción reducida de empresas de gran tamaño, se mantuvo sin variaciones en el primer caso (18,5 %), mientras que en el segundo aumentó 0,4 pp (hasta el 6 %). El peso relativo de la financiación interempresarial descendió ligeramente, hasta el 13,6 %. Como resultado de estos desarrollos, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija,

6 La información sobre este desglose no se obtiene de las CFEE, sino a partir de las estadísticas de valores del Banco de España.

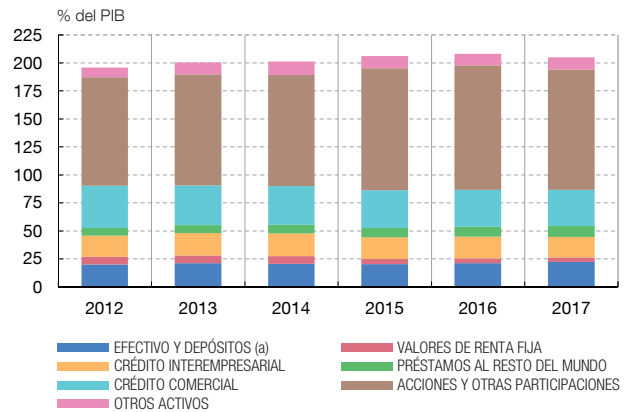
7 Para más detalles, véase Ó. Arce, R. Gimeno y S. Mayordomo (2018), «Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas», *Boletín Económico*, 1/2018, Banco de España.

1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA

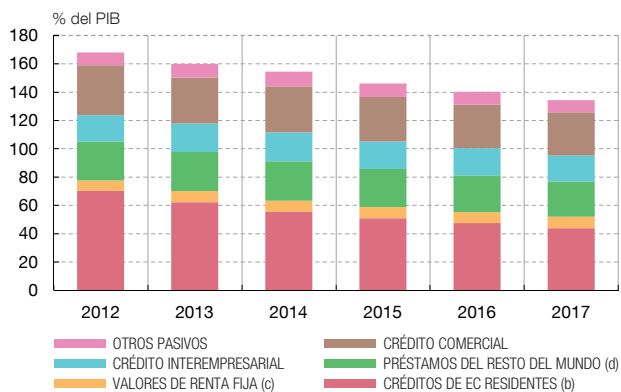
(Contribuciones al crecimiento interanual)



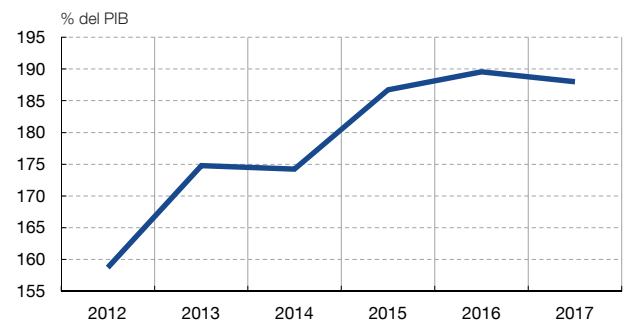
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 PASIVOS EXIGIBLES



4 RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye cesiones temporales.
 b Incluye créditos titulizados fuera de balance y préstamos transferidos a la Sareb.
 c Incluye valores emitidos por parte de filiales residentes de sociedades no financieras.
 d Excluye crédito comercial.

fundamentalmente⁸⁾ cayó 5 pp en 2017, situándose en el 78 % del PIB, 39 pp menos que a mediados de 2010, fecha en la que se registró su máximo histórico.

Por último, los recursos propios de las sociedades no financieras aumentaron un 3,2 %, como resultado tanto de la captación de fondos por esta vía como del aumento en el valor de estos instrumentos. El incremento se concentró principalmente en las acciones cotizadas (8,3 %) y, en menor medida, en acciones no cotizadas (3,4 %), al tiempo que las otras participaciones de capital cayeron muy moderadamente (0,3 %). No obstante, como se observa en el gráfico 5.4, el pasado ejercicio se interrumpió la tendencia al alza de la ratio de recursos propios sobre el PIB (situándose a finales de 2017 en el 188 %, después de caer 1,6 pp), como consecuencia del avance más moderado de los recursos propios en comparación con el ascenso del producto nominal.

14.6.2018.

⁸ Esta definición es una aproximación al concepto de deuda consolidada (es decir, descontando de la deuda total los pasivos frente al propio sector).