

## LA EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES DEL ÁREA DEL EURO EN 2013

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

### Introducción

En 2013, la evolución de la situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras en la zona del euro vino determinada por el contexto económico general marcado por la progresiva moderación de las tensiones financieras, la reducción de la incertidumbre y el inicio de una suave recuperación económica.

Efectivamente, a partir del segundo trimestre, la actividad económica volvió a crecer en el área del euro y se detuvo el deterioro del mercado de trabajo, dejando atrás una larga etapa de recesión en la que el PIB cayó durante seis trimestres consecutivos. Con todo, en el conjunto del año, la reactivación económica fue débil, condicionada por el escaso dinamismo de las rentas, los efectos de un deterioro prolongado del mercado de trabajo y la necesidad de corregir los elevados niveles de endeudamiento público y privado. La ausencia de vigor de la actividad determinó que tanto el PIB como el empleo registraran en media del año una contracción del 0,4 % y del 0,9 %, respectivamente, y que el paro llegara a rebasar el 12 % de la población activa.

El crecimiento económico a partir del segundo trimestre de 2013 se sustentó, además de en un entorno exterior relativamente favorable, en varios factores. La orientación expansiva de la política monetaria del BCE se tradujo en una relajación significativa de las condiciones financieras en comparación con los momentos más críticos de la crisis a mediados de 2012. Además, los progresos realizados en el doble frente de, por un lado, la corrección de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en algunos países y, por otro, de la reforma de la gobernanza del área —terreno este último en el que se dieron pasos decisivos hacia la futura Unión Bancaria—, contribuyeron a restaurar la confianza. La mejora de las condiciones en los mercados financieros se reflejó en reducciones sostenidas de las primas de riesgo soberanas y bancarias, en menores niveles de volatilidad, en una cierta normalización de los flujos de capital dentro de la UEM, en una caída de la financiación otorgada por el Eurosistema y en revisiones al alza en las calificaciones crediticias. Estos avances, que han proseguido en los meses transcurridos de 2014, no han llegado a traducirse, sin embargo, en una corrección sustantiva de las divergencias en el coste del crédito otorgado por los bancos.

La política fiscal, en cambio, mantuvo un tono restrictivo en 2013, aunque el ritmo de consolidación de las cuentas públicas se atenuó tras la decisión del Consejo Europeo a mediados del año de dilatar los plazos para corregir los déficits públicos excesivos. Como en años anteriores, las medidas de índole fiscal recayeron en mayor medida sobre los ingresos impositivos, mientras que el gasto público permaneció estabilizado.

Tras esta descripción del contexto económico general, la segunda sección de este artículo está dedicada a la evolución de la renta y del ahorro de los hogares, de sus operaciones financieras y de los cambios en su situación patrimonial, prestando particular atención a la corrección del endeudamiento. El apartado tercero desarrolla un análisis similar para las empresas no financieras, incluyendo para algunas variables información diferenciada en función del tamaño de las sociedades. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

## **Los hogares**

### **LA RENTA Y EL AHORRO**

Durante 2013 los ingresos de los hogares continuaron mostrando una notable debilidad que supuso una pérdida de poder adquisitivo por quinto año consecutivo (véase gráfico 1). La renta bruta disponible<sup>1</sup> (RBD) del sector aumentó un 0,7 % en términos nominales, algo por encima de lo registrado en 2012 (0,4 %), pero por debajo de la tasa de inflación media del año, que se situó en el 1,4 %. Esto supuso una caída de la renta real del 0,7 % en 2013, frente al 2,1 % del año anterior, acumulando un retroceso del poder adquisitivo cercano al 5 % desde 2008. La reducción de la renta en términos reales en 2013 fue muy generalizada por países, con la excepción de Alemania y de Bélgica.

El escaso crecimiento de la renta nominal de las familias fue fundamentalmente el reflejo de la caída del empleo. El carácter moderado de la reactivación económica junto con la holgura en el mercado de trabajo —el número de horas trabajadas se sitúa por debajo de su promedio histórico— determinaron la reticencia de las empresas al incremento de las plantillas. Aunque el empleo dejó de caer en el segundo trimestre, se mantuvo estable el resto del año, de manera que, en el conjunto del ejercicio 2013 se contrajo un 0,9 %, frente a una reducción del 0,6 % en 2012. Este comportamiento del empleo dentro del contexto de moderación salarial —la remuneración por asalariado creció un 1,7 %— supuso una notable ralentización de la principal fuente de recursos de los hogares. La remuneración de los asalariados, que aporta casi el 75 % de los ingresos del sector, creció un 0,8 %, frente al 1,1 % en 2012, tasa que constituye el registro más bajo en la última década sin tener en cuenta la caída de 2009.

La debilidad de las rentas del trabajo fue en parte compensada por un comportamiento algo más dinámico del excedente bruto de explotación (EBE), el segundo componente en importancia de los ingresos brutos de las familias al generar cerca del 25 % de ellos. El EBE creció un 1,5 % en 2013, frente al 0,2 % de 2012. En cuanto al resto de componentes de la renta de las familias, tanto los intereses pagados como los recibidos volvieron a reducirse, situándose en ambos casos en valores mínimos desde 1999. En términos netos, los hogares fueron perceptores de intereses por un importe que representó un 1,5 % de su RBD, valor similar al de los años anteriores. En cambio, el aumento de los pagos de impuestos determinó que, a pesar de las mayores transferencias netas del Estado, el sector público continuara restando dinamismo a la renta de los hogares en 2013.

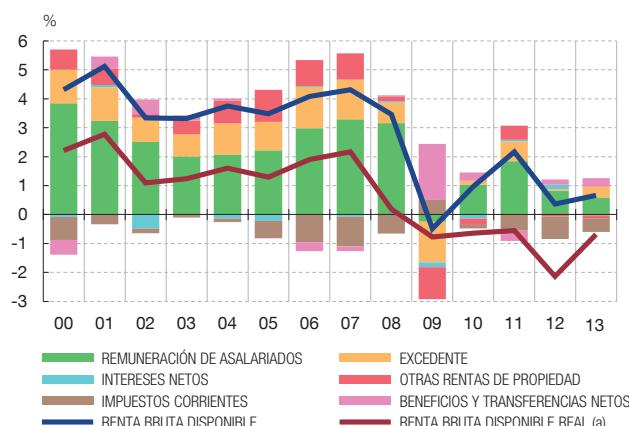
El comportamiento del consumo vino condicionado por el escaso dinamismo de los ingresos. Así, durante 2013 el consumo creció un 0,6 % en términos nominales, similar al del ejercicio anterior, lo que supone una caída del 0,7 % en términos reales. Este volumen de gasto implicó un leve aumento de la tasa de ahorro, de una décima, hasta situarse en el 13,1 % de la RBD, todavía por debajo de la media histórica desde 1999 que se sitúa en torno al 14 %. El comportamiento de la tasa de ahorro por países fue muy dispar, con la nota común de que en todos, salvo en Portugal, la tasa de ahorro permaneció en un nivel inferior al nivel medio desde 2007. Las perspectivas de una recuperación económica de carácter moderado, el deterioro acumulado en el mercado de trabajo y la necesidad del sector hogares de reducir el endeudamiento tienden a contener la expansión del gasto y, previsiblemente, a presionar al alza la tasa de ahorro.

<sup>1</sup> El sector hogares incluye las empresas individuales sin personalidad jurídica y las instituciones sin ánimo de lucro. La renta bruta disponible (RBD) comprende la remuneración de los asalariados (incluyendo las cotizaciones sociales a cargo de la empresa), la renta mixta (que generan los empleados autónomos) y 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.

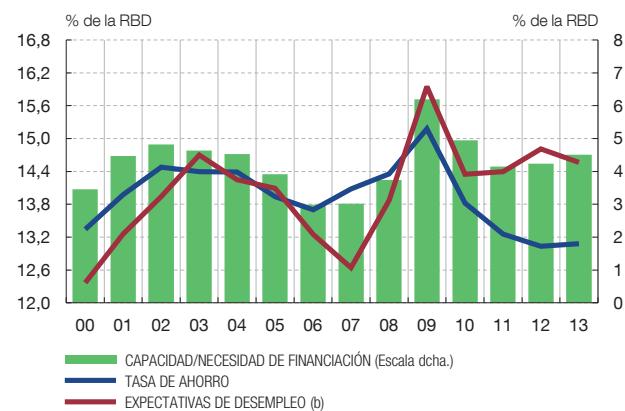
## RENTA, TASA DE AHORRO Y FINANCIACIÓN DE LOS HOGARES

GRÁFICO 1

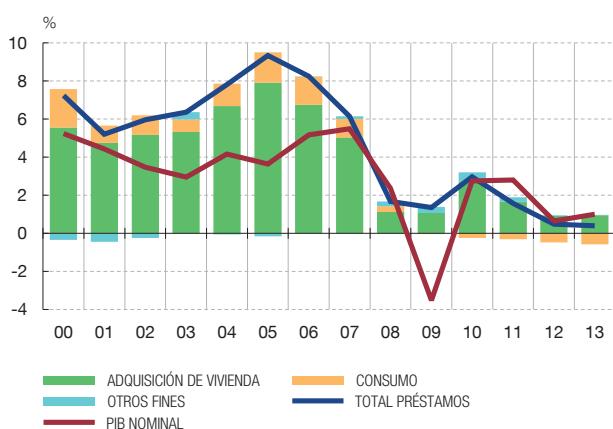
RENTA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES  
Contribuciones al crecimiento interanual



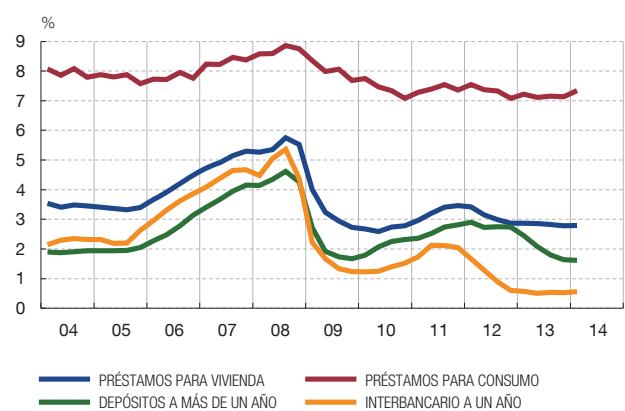
AHORRO Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



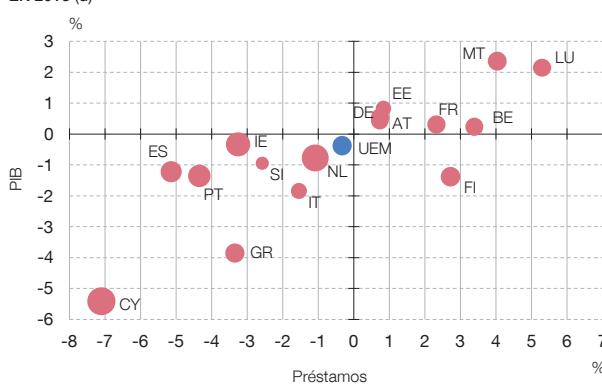
PRÉSTAMOS BANCARIOS, CONTRIBUCIONES Y CICLO



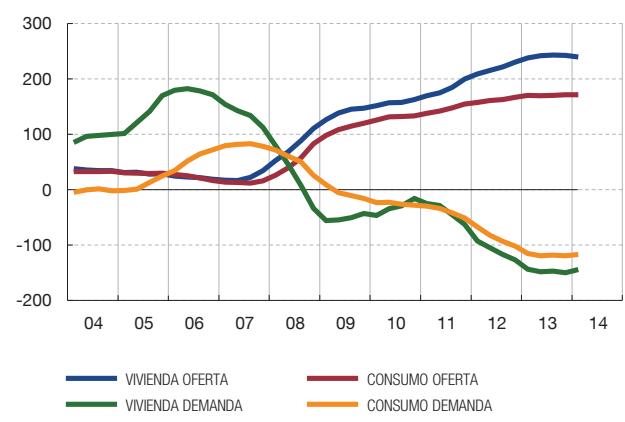
TIPOS DE INTERÉS (c)



CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LOS PRÉSTAMOS TOTALES A LOS HOGARES EN 2013 (d)



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (e)



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

- a Deflactada por el crecimiento medio del IAPC.
- b Dato normalizado, cambiado de signo y ajustado por la media de la tasa de ahorro para su representación en la escala correspondiente.
- c Los tipos bancarios se refieren a operaciones nuevas y, en el caso de la vivienda, con un período de fijación de tipos de hasta un año.
- d 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. Se excluye Eslovaquia para no distorsionar el gráfico.
- e Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos y en la demanda, aumento.

En todo caso, a pesar de los reducidos niveles de ahorro bruto, la capacidad de financiación del sector creció levemente hasta situarse en el 4,5 % de la RBD, lo que se explica por la contracción de la inversión no financiera del sector (principalmente residencial). La formación bruta de capital fijo de los hogares registró una disminución del 2,5 % nominal de acuerdo con las cuentas nacionales.

#### LA INVERSIÓN FINANCIERA Y LA FINANCIACIÓN

La debilidad de la renta y la contención del ahorro, así como la necesidad de reducir el endeudamiento contribuyeron a que la inversión financiera de los hogares prolongara la tendencia descendente que inició en 2007. La adquisición neta de activos financieros representó un 3,3 % del PIB, frente a más del 5 % del PIB de promedio anual entre 2007 y 2012 (véase cuadro 1). Los hogares redujeron de manera notable la colocación de fondos en instrumentos líquidos —efectivo y depósitos—, lo que refleja una menor demanda por motivo de transacción —en un contexto de caída de la renta y del gasto en términos reales—, así como por motivo de inversión —ya que el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo habría incentivado los desplazamientos del ahorro hacia activos con mayor rentabilidad—. Las tenencias de valores de renta fija disminuyeron, con amortizaciones netas importantes por segundo año consecutivo. En cambio, continuaron recuperándose las aportaciones a los instrumentos de previsión social —bajo la rúbrica de «reservas técnicas de seguro»— y las suscripciones de participaciones de fondos de inversión.

Los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo se mantuvieron relativamente estables a lo largo de 2013 en los registros alcanzados a finales de 2012. En el caso de los contratos para financiación de vivienda, el tipo de interés se situó como media durante 2013 en el 2,8 % en los contratos a tipo variable y en el 3,2 % en los que tienen un período de fijación del tipo de interés superior al año, lo que supone una reducción en torno a 27 pb y 39 pb, respectivamente, con respecto a los tipos medios de 2012. Por países la reducción de los tipos para la financiación de vivienda fue generalizada, salvo en Irlanda. En cambio, el coste de los préstamos para el consumo, más afectado por la percepción del riesgo en la economía, se mantuvo en niveles elevados del 6,6 % de media durante 2013, con un comportamiento heterogéneo por países dentro de niveles muy diferentes. Los tipos más elevados se aplicaron en España y en Portugal, mientras los registros más bajos en Francia, Holanda y Austria. La información de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), presentada en los últimos paneles del gráfico 1, indica que los criterios que aplican los bancos para la concesión de préstamos mantuvieron el tono restrictivo adquirido durante la crisis.

La financiación de los hogares se mantuvo muy débil. En términos de flujos, las familias realizaron por primera vez desde que comenzó la crisis amortizaciones netas de préstamos, por un importe del 0,2 % del PIB. Los préstamos bancarios —que representan el 85 % del total— crecieron en términos nominales a una tasa interanual inferior al 0,5 %, registro en el que se ha mantenido en los meses transcurridos de 2014. Por finalidad, la ligera expansión de los préstamos bancarios se apoyó en la financiación para adquisición de vivienda, ya que los destinados al consumo continuaron cayendo, si bien su caída se ha atenuado en los meses transcurridos de 2014. Esta evolución es congruente con la información de la EPB, que a lo largo de 2013 mostraba una pérdida de intensidad en la caída de la demanda de préstamos, en la financiación tanto de consumo como de vivienda, llegando a registrar un ligero aumento en el primer trimestre de 2014.

Por países, la tasa de crecimiento de los préstamos tendió a caer de manera suave y generalizada a lo largo de 2013 —salvo en Francia donde mostró más dinamismo— estableciéndose a finales de año. Como se ilustra en el quinto panel del gráfico 1, las marcadas

ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

CUADRO 1

	Saldos mm de euros	Operaciones financieras % del PIB						
	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>HOGARES</b>								
ACTIVOS	20.725	6,4	5,6	5,9	5,4	3,7	3,7	3,3
Efectivo y depósitos	7.224	3,6	4,4	2,3	1,9	1,8	2,5	1,9
Valores de renta fija	1.267	1,2	0,5	-0,8	0,1	0,9	-1,0	-1,1
Acciones y otras participaciones	5.123	-0,5	-0,4	1,5	0,5	-0,3	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>								
Acciones cotizadas	954	0,2	0,8	0,8	0,2	0,2	0,1	-0,1
Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.607	0,4	0,3	0,6	0,8	0,2	0,6	0,4
Fondos de inversión	1.563	-1,1	-1,5	0,1	-0,5	-0,7	0,1	0,5
Reservas técnicas de seguros	6.184	2,4	1,4	2,6	2,7	1,2	1,4	1,8
Resto	927	-0,4	-0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	-0,1
PASIVOS	6.879	4,5	3,1	1,7	1,9	0,9	0,5	0,2
Préstamos	6.152	4,2	2,8	1,2	1,2	0,9	0,1	-0,2
<i>De los cuales:</i>								
A corto plazo	339	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
A largo plazo	5.813	4,1	2,6	1,3	1,5	1,0	0,2	-0,1
<i>De los cuales:</i>								
Préstamos de entidades de crédito residentes	5.231	3,1	0,9	0,7	1,6	0,9	0,3	0,0
Préstamos para adquisición de vivienda	3.859	2,5	0,6	0,6	1,5	0,9	0,5	0,3
Préstamos para consumo	576	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Préstamos para otros fines	797	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1
Otros préstamos	921	1,1	1,9	0,5	-0,4	0,1	-0,1	-0,2
Resto	727	0,3	0,3	0,5	0,7	0,0	0,3	0,4
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>								
PASIVOS	28.179	14,7	9,5	1,1	6,6	6,1	3,2	2,1
Valores de renta fija	1.084	0,4	0,5	1,0	0,7	0,5	1,2	0,9
<i>De los cuales:</i>								
A corto plazo	77	0,2	0,1	-0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1
A largo plazo	1.008	0,2	0,4	1,5	0,8	0,4	1,2	0,9
Préstamos	8.461	9,0	6,1	-0,7	1,0	2,0	0,4	-1,0
<i>De los cuales:</i>								
A corto plazo	2.213	2,7	1,2	-2,0	-0,3	0,6	0,3	-0,9
A largo plazo	6.248	6,3	4,9	1,3	1,4	1,4	0,1	0,0
<i>De los cuales:</i>								
Préstamos de entidades de crédito residentes	4.345	6,1	4,5	-1,2	0,0	0,6	-1,1	-1,4
Otros préstamos	4.116	2,9	1,6	0,5	1,1	1,4	1,5	0,4
<i>De los cuales:</i>								
Préstamos interempresariales (a)	3.134	2,9	3,0	0,3	1,5	1,8	0,8	0,1
Acciones y otras participaciones	14.871	4,5	3,2	2,9	2,6	2,3	2,0	2,0
Reservas de fondos de pensiones	353	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.409	0,7	-0,4	-2,2	2,2	1,2	-0,5	0,2

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Las operaciones financieras de los préstamos interempresariales se han aproximado por las variaciones en el saldo.

diferencias en las tasas de crecimiento —con caídas acusadas en Italia, España, Irlanda, Portugal y Chipre— son en gran medida el reflejo del distinto comportamiento de la actividad económica, así como de las diferentes necesidades de desendeudamiento.

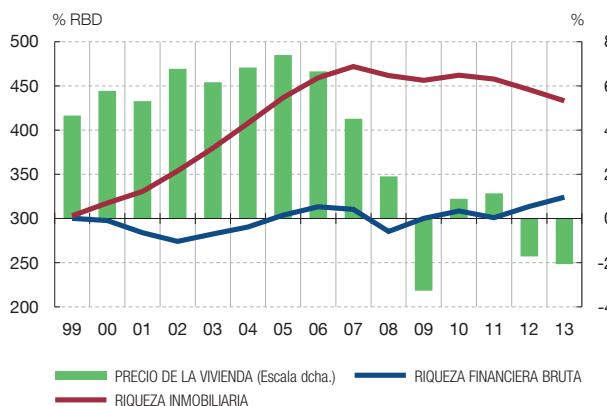
LA POSICIÓN PATRIMONIAL:  
RIQUEZA Y ENDEUDAMIENTO

La riqueza total de los hogares no experimentó cambios significativos en 2013, aunque el comportamiento fue heterogéneo por componentes (véanse gráfico 2 y cuadro 2). El valor de los activos no financieros —principalmente inmobiliarios— registró una caída del 2 % por segundo año consecutivo. En términos medios del año, el precio de la vivienda se redujo un 2 % en la UEM. De acuerdo con los datos trimestrales del Bank for International Settlements (BIS), la depreciación de los inmuebles afectó a nueve de los

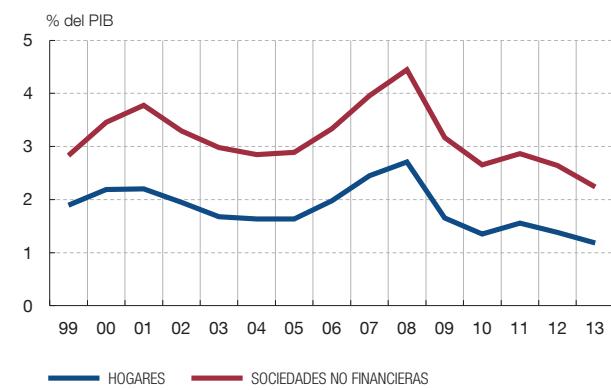
## SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES

GRÁFICO 2

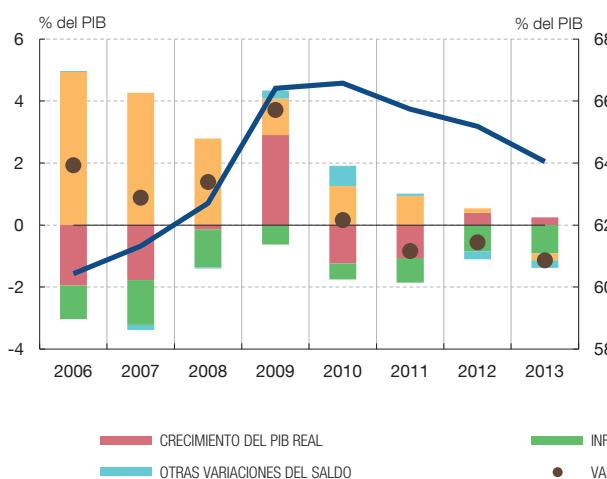
### RIQUEZA DE LOS HOGARES Y PRECIO DE LA VIVIENDA



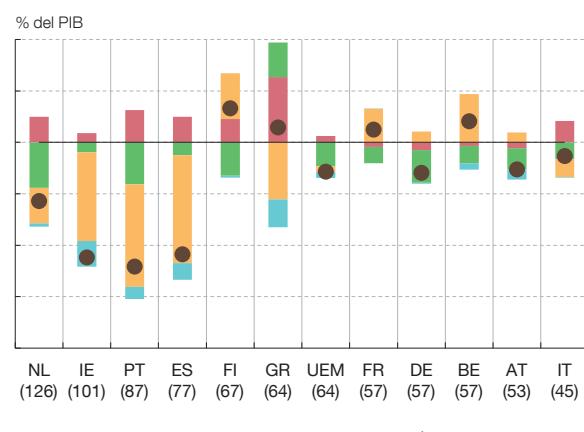
### CARGA FINANCIERA POR INTERESES



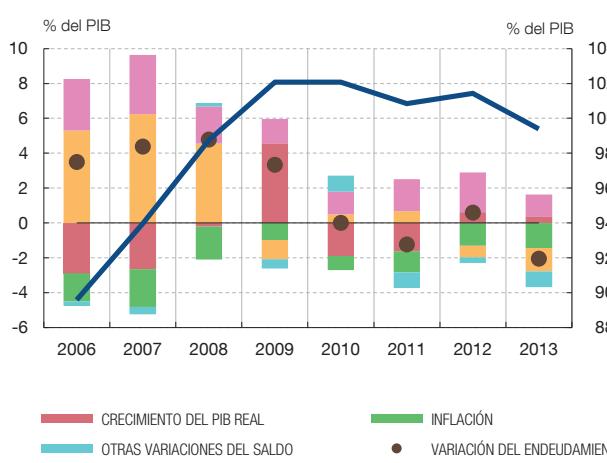
### ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES UEM



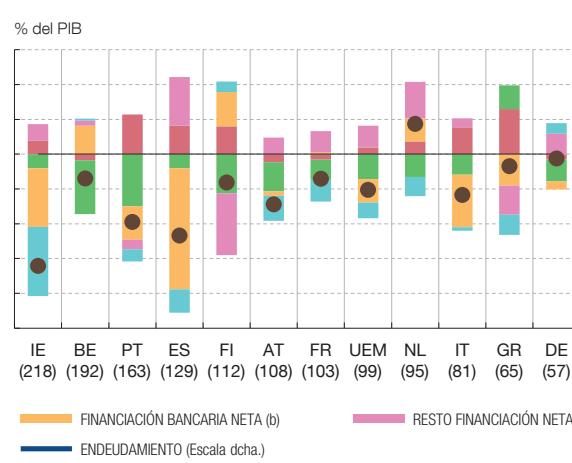
### ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (a) PAÍSES 2013



### ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS UEM



### ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a) PAÍSES 2013



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a En el eje de abcisas, entre parentesis se presenta el nivel de endudamiento de cada país en 2013. La deuda incluye el total de préstamos más los valores de renta fija de las cuentas no consolidadas del sector.

b Flujos de préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes en la UEM ajustados de titulización y de ventas.

	Saldos mm de euros	Crecimiento interanual (%) salvo indicación en contrario						
	2013	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>HOGARES</b>								
Financiación (total pasivos)	6.879	7,2	4,7	2,4	2,8	1,3	0,7	0,3
Riqueza bruta total	49.766	5,7	-1,0	0,8	2,8	0,7	0,5	0,4
Riqueza financiera bruta	20.725	3,4	-4,8	4,7	3,8	-0,3	4,7	4,0
Riqueza no financiera	29.041	7,1	1,4	-1,6	2,2	1,2	-2,0	-2,0
Riqueza inmobiliaria	27.435	7,2	1,2	-1,7	2,3	1,1	-2,2	-2,2
Riqueza neta total (a)	42.888	5,4	-1,8	0,4	2,7	0,3	0,6	0,5
Renta bruta disponible	...	4,3	3,5	-0,5	1,0	2,2	0,4	0,7
Endeudamiento (% de la RBD)	...	94,0	95,0	97,6	99,5	98,9	98,4	97,1
Endeudamiento (% del PIB)	...	61,3	62,7	66,4	66,5	65,7	65,2	64,1
Endeudamiento (% total de activos)	...	30,1	33,1	32,3	32,0	32,6	31,1	29,7
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	3,0	3,7	6,2	4,9	4,2	4,2	4,5
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	2,0	2,5	4,2	3,3	2,8	2,8	3,0
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>								
Excedente bruto de explotación	...	8,1	-0,8	-9,9	6,4	2,9	-1,7	1,3
Renta empresarial neta	...	10,4	-8,4	-12,8	12,8	0,9	-4,4	1,6
Ahorro bruto	...	9,8	-9,0	1,6	19,4	-4,1	-2,3	4,2
Financiación interna (c)	...	8,5	-7,8	2,5	15,8	-3,6	-2,4	4,1
Financiación externa (total pasivos)	...	5,4	3,3	0,4	2,4	2,2	1,2	0,8
Ratio financiación externa/interna	...	1,4	1,0	0,1	0,6	0,6	0,3	0,2
Endeudamiento (% del EBE) (d)	...	451,2	489,7	541,7	523,1	516,7	532,4	520,2
Endeudamiento (% del PIB) (d)	...	94,0	98,9	102,2	102,1	101,0	101,7	99,6
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del EBE) (b)	...	-10,8	-14,7	1,8	3,9	-3,2	-1,5	2,5
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	-2,2	-3,0	0,3	0,8	-0,6	-0,3	0,5

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Riqueza bruta menos pasivos.

b Saldo de las cuentas no financieras.

c Ahorro bruto y transferencias de capital netas.

d Incluye crédito interempresarial.

catorce mayores países, siendo Italia, España, Holanda, Grecia y Chipre las economías donde se produjo un mayor retroceso —superior al 6%—. En Irlanda, en cambio, los inmuebles se revalorizaron por primera vez desde 2007, con un crecimiento medio anual del 1%. Desde los registros máximos, la caída acumulada en el precio de la vivienda en Irlanda es superior al 45%, frente a registros algo superiores al 30% en Grecia y España o en torno al 20% en Eslovenia y Holanda.

La revalorización de los activos financieros durante 2013 hizo que la riqueza financiera de los hogares, que representa más del 40% del total del patrimonio bruto del sector, se incrementara un 4%. La revalorización de la cartera de activos financieros vino limitada por su vocación conservadora, ya que el 35% está materializada en instrumentos líquidos y de bajo riesgo —efectivo y depósitos—, seguido de las inversiones en productos de ahorro-previsión, recogidos en el cuadro 1 bajo la rubrica de «reservas técnicas de seguros», que representan el 30%. No obstante, fueron las tenencias de acciones y otras participaciones, que suponían algo más del 25% del total de activos financieros a finales de 2013, las que generaron las ganancias patrimoniales del sector. Su revalorización —incluyendo la de las acciones no cotizadas— hizo que este componente aumentara su valor más de un 10% en 2013, superior al 7% del año anterior.

La corrección del endeudamiento de los hogares en la UEM siguió siendo limitada en 2013, a pesar de que por primera vez desde que se inició la crisis el sector hogares muestra una amortización neta de pasivos con coste. La ratio de deuda sobre el PIB se situó a finales de 2013 en el 64 %, solamente un punto porcentual (pp) inferior a la de 2012 y un nivel todavía superior a la de 2008. El desglose por componentes de la variación del endeudamiento, recogido en el tercer panel del gráfico 2, muestra que, al igual que en 2012, la moderada caída de la ratio de deuda sobre el PIB fue el resultado fundamentalmente de la depreciación a través de la inflación. Tanto el comportamiento de los flujos de préstamos como las «otras variaciones del saldo»<sup>2</sup> —que incluye los saneamientos de crédito— tendió a reducir la ratio de manera muy limitada y, al igual que en 2012, la caída del PIB presionó ligeramente al alza la ratio de deuda.

La evolución por países recogida en el cuarto panel del gráfico 2, muestra que la caída del endeudamiento en 2013 fue bastante generalizada y más intensa en los países más endeudados. En estos países, además, el contexto de caída del PIB y de inflación moderada determinó que el desapalancamiento transcurriera fundamentalmente a través de abultados flujos negativos de financiación. Concretamente, en España, Portugal e Irlanda la ratio de deuda sobre el PIB se redujo más de 4 pp en 2013 fruto de las elevadas amortizaciones netas, ya que la caída de la actividad ejerció una presión al alza sobre el endeudamiento y el efecto de la inflación y de las «otras variaciones del saldo» tuvo una contribución limitada. En algunos países como Grecia, la recesión económica y la tasa negativa de inflación hicieron que la ratio de deuda sobre el PIB creciera a pesar de la fuerte contracción del crédito y del efecto de las «otras variaciones del saldo».

Las perspectivas de que la recuperación económica y los niveles de inflación serán moderados hacen previsible que la corrección del endeudamiento sea prolongada en el tiempo y constituya un condicionante importante del gasto de las familias en algunos países. No obstante, a la hora de valorar los avances en este proceso habrá que tener en cuenta también que los distintos niveles de endeudamiento de los hogares entre países de la UEM vienen determinados por factores de carácter más estructural. La primera edición de la Encuesta Europea sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares (HFCS, por sus siglas en inglés) muestra, por ejemplo, que los países con un endeudamiento superior al de la UEM en términos agregados —Chipre, Holanda, Irlanda, Portugal y España— combinan una mayor proporción de hogares con deuda (salvo en Portugal) y una mayor ratio de deuda sobre renta en los hogares endeudados —este último aspecto posiblemente muy relacionado con la singularidad en las condiciones de los contratos en cuanto a su duración, método de amortización y modalidad de tipo de interés—. Además, de acuerdo con Bover *et al.* (2013)<sup>3</sup>, la heterogeneidad socio-demográfica —como la estructura de edad, renta o nivel de educación— también ayuda a explicar las diferencias en el nivel de deuda hipotecaria entre países así como factores institucionales idiosincráticos.

## Las sociedades no financieras

Durante 2013, la capacidad de las sociedades no financieras (SNF) para generar recursos internamente experimentó una mejora gracias al tímido repunte del valor añadido y

2 La rúbrica de «otras variaciones del saldo» incluye el efecto a través de las cuentas de revalorización —donde se incorpora, por ejemplo, el impacto del tipo de cambio en los préstamos denominados en moneda extranjera— y de otras variaciones en volumen, que refleja el cambio en el montante de los pasivos que no se corresponde a operaciones efectivas (por ejemplo, saneamientos de créditos).

3 O. Bover *et al.* (2013), *The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions*, Documentos de Trabajo, n.º 1320, Banco de España. Este estudio no considera a Irlanda, Finlandia, Chipre, Malta y Eslovaquia. Los datos se refieren a la primera edición de la HFCS con encuestas llevadas a cabo entre finales de 2008 y mediados de 2011.

a la contención en la remuneración de los asalariados (véase primer panel del gráfico 3). El excedente bruto de explotación<sup>4</sup> (EBE) aumentó un 1,3 % en 2013, frente a la caída del 1,7 % en 2012 (véase cuadro 2). En términos de la renta empresarial neta<sup>5</sup> la mejora fue algo superior por la evolución positiva de las rentas de la propiedad y de los intereses. Así, la renta empresarial neta, que aproxima los beneficios antes de impuestos, aumentó el 1,6 %, frente a una reducción superior al 4 % en 2012.

Los mayores beneficios permitieron una recuperación de la financiación interna de las empresas —aproximada como el ahorro bruto (beneficios retenidos) más las transferencias de capital netas— que aumentó más de un 4 %. De hecho, las sociedades siguieron apoyándose predominantemente en los recursos internos para su inversión. La ratio de los flujos de financiación ajena sobre la interna se situó en un valor mínimo del 20 %, frente al 32 % en 2012 o el 70 % de promedio durante los cinco años anteriores. No obstante, los reducidos niveles de inversión determinaron que la mayor capacidad para generar recursos internos se tradujera en una capacidad de financiación del sector, situación que permitiría a algunas empresas la reducción del endeudamiento.

El pasivo de las empresas se incrementó de manera moderada, apoyado en la expansión de los recursos propios. El flujo de pasivos durante 2013 representó un 2,1 % del PIB, frente al 3,2 % en 2012 (véase cuadro 1). La financiación externa con coste, en cambio, se redujo ligeramente, al tiempo que prosiguió una recomposición hacia los valores de renta fija y en detrimento de los préstamos bancarios. En concreto, las amortizaciones de préstamos de entidades de crédito residentes superaron el volumen de nuevas operaciones, de manera que el flujo neto volvió a ser negativo por un importe del –1,4 % del PIB. Esta caída fue sin embargo compensada por la emisión de valores de renta fija, que ascendió a más de un 1 % del PIB en términos netos en valores a largo plazo. Esta apelación directa a los mercados continuó actuando como amortiguador del efecto de unas políticas de oferta de crédito bancario restrictivas. La orientación expansiva de la política monetaria continuó trasladándose de manera más intensa a los mercados de deuda que a los tipos aplicados en los nuevos préstamos (véase el cuarto panel del gráfico 3). La rentabilidad de los bonos emitidos por las empresas se redujo, situándose en el período más reciente por debajo del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo por una cuantía superior al millón de euros.

El endeudamiento de las empresas permaneció en niveles históricamente elevados. La deuda de las SNF sobre el PIB se situó cerca del 99,4 % del PIB, frente a más del 101 % en 2012, registro todavía algo superior al nivel de 2008 (véase el quinto panel del gráfico 2). La caída de la ratio de deuda sobre el PIB fue el resultado fundamentalmente de la depreciación a través de la inflación y de los flujos de financiación bancaria negativos. Tanto el comportamiento del resto de la financiación como la caída del PIB presionaron al alza la ratio de endeudamiento, mientras que los saneamientos tuvieron una contribución mayor en la erosión del valor de la deuda.

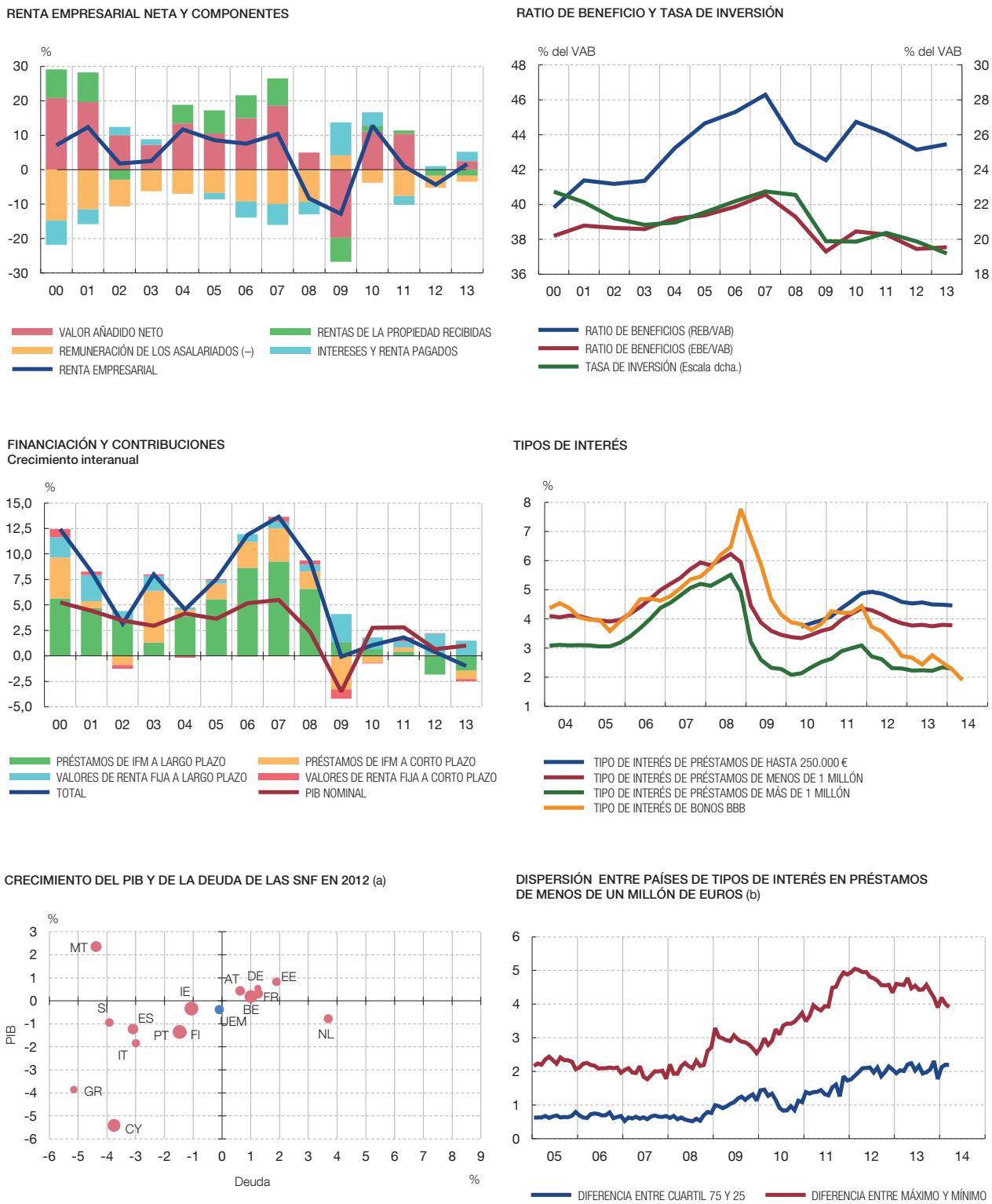
La desaceleración de la deuda fue bastante general por países, aunque, como se ilustra en el quinto panel del gráfico 3, dentro de amplias divergencias en las tasas de crecimiento. Los países con un alto endeudamiento y con mayores dificultades de crecimiento económico tendieron a presentar una contracción mayor de la deuda. No obstante la comparación

4 El excedente bruto de explotación 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.

5 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).

## FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 3



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a) Préstamos y valores de renta fija 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. Se excluyen Luxemburgo y Eslovaquia.
- b) El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

internacional del nivel y de la evolución del endeudamiento viene dificultada por la presencia de multinacionales extranjeras, que por razones fiscales se encuentran domiciliadas en Irlanda, Bélgica (y aunque no se presenta en el gráfico también en Luxemburgo). Estas empresas aumentan los niveles de endeudamiento del sector, a través de una abultada financiación intragrupo, que al tratarse de multinacionales, se refleja en las cuentas nacionales como financiación exterior. En el caso de las empresas irlandesas, por ejemplo, como explican Cussen y O'Leary (2013)<sup>6</sup>, esta dualidad del sector no solo explica parte del elevado endeudamiento sino que deja oculto el proceso de desapalancamiento de las empresas domésticas, que se hace visible únicamente cuando se analiza el crédito bancario de entidades de domésticas. Así, la ratio de endeudamiento muestra un fuerte crecimiento desde 2009 cuando Irlanda volvió a atraer inversiones directas que han incrementado la presencia de multinacionales extranjeras.

La descomposición de la ratio de endeudamiento, diferenciando los flujos de préstamos bancarios del resto de la financiación, muestra una caída generalizada de las ratios de endeudamiento por países en 2013, con la excepción de Holanda. Los países donde la deuda se redujo de manera más activa fueron España e Irlanda a través de la amortización neta de los préstamos bancarios, y en el caso de Irlanda también con una contribución importante de las «otras variaciones del saldo»<sup>7</sup>. De nuevo, en Grecia, la caída del PIB nominal limitó la corrección del endeudamiento, a pesar de la contracción de la financiación.

#### LA EVOLUCIÓN SEGÚN EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

La mayor estabilización de la actividad económica en 2013 contribuyó a una ligera mejora de la situación económica y financiera de las pymes —empresas con menos de 250 empleados—, aunque no tan favorable como en el caso de las empresas de mayor tamaño. Así se desprende de la información cualitativa recogida en las Encuestas sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondientes al período abril-septiembre de 2013, y octubre de 2013 y marzo de 2014.

Las ventas de las pymes cayeron un 2 % en términos netos, esto es, la diferencia entre las respuestas que indican aumento y las que señalan descenso, lo que supone una mejora por segundo semestre consecutivo (véase gráfico 4). El porcentaje de pymes que declaró un aumento de los costes laborales y otros costes continuó siendo elevado, lo que determinó que la proporción de pymes que señala un retroceso en sus beneficios siguiera situada en niveles elevados del 23 %, que no obstante representa una mejora con respecto a las oleadas anteriores de la SAFE. Las empresas grandes, en cambio, señalaron avances en sus ventas con una mayor intensidad y, por primera vez desde 2011, registraron un incremento neto de los beneficios, lo que podría estar explicado por el mayor peso que presumiblemente ostentan las exportaciones en su actividad.

Las necesidades de fondos ajenos de las pymes continuaron aumentando, situándose en torno al 4 % la proporción neta de pymes que reportó unas mayores necesidades de financiación bancaria en las dos últimas encuestas de la SAFE. Esta necesidad de recursos ajenos estuvo en parte vinculada a la insuficiencia de los fondos internos. El acceso a la financiación ajena siguió constituyendo una preocupación acuciante, aunque no la más importante. En la última encuesta, la captación de clientes continuó siendo la preocupación dominante (con un porcentaje neto del 24 %), seguida de los costes de producción o laborales (15 %) y del acceso a la financiación (para un 14 % de las pymes en términos netos).

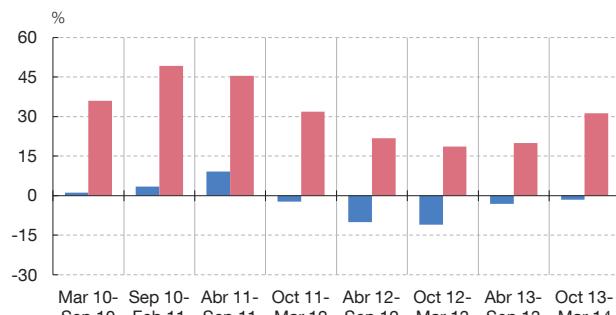
6 M. Cussen y B. O' Leary (2013), «Why are Irish Non-Financial Corporates so Indebted?», *Quarterly Bulletin*, n.º 1, Central Bank of Ireland.

7 Véase nota al pie número 2.

## EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LAS EMPRESAS DE LA UEM SEGÚN SU TAMAÑO

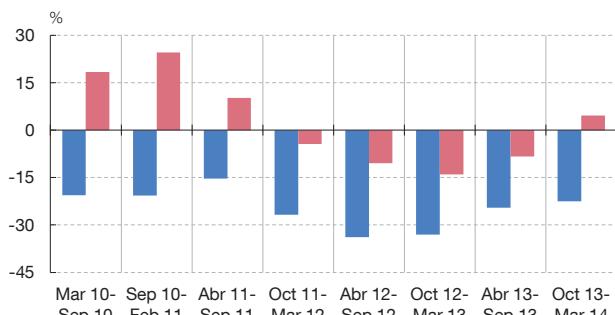
GRÁFICO 4

VARIACIÓN DE VENTAS (a)



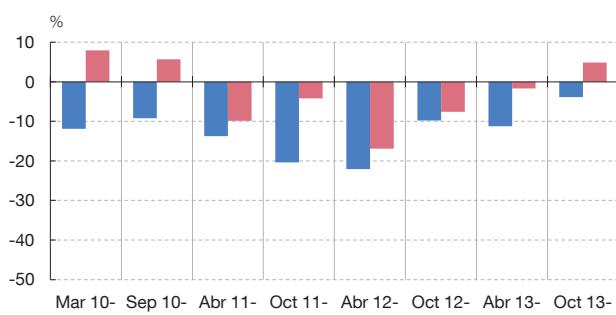
PYMEs

VARIACIÓN DE BENEFICIOS (a)



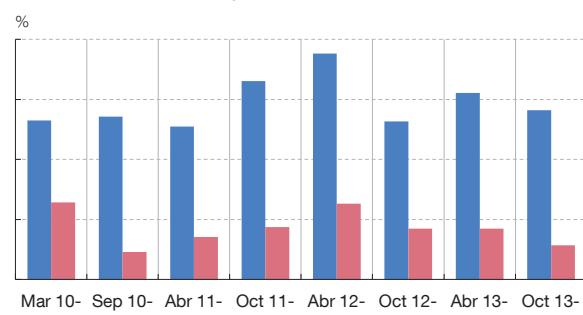
GRANDES EMPRESAS

ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA  
Variación disponibilidad (a)



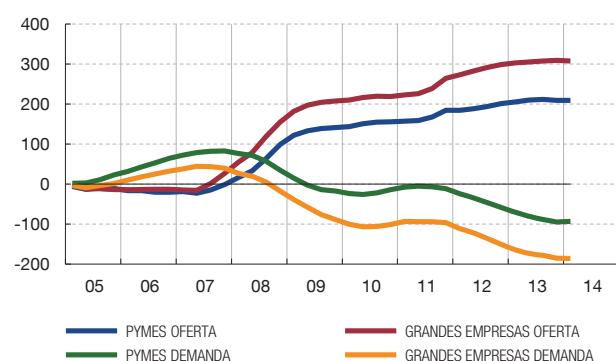
PYMEs

ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA  
Préstamos bancarios en porcentaje de rechazo



GRANDES EMPRESAS

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)  
VARIACIONES ACUMULADAS EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA



PYMEs OFERTA  
PYMEs DEMANDA

GRANDES EMPRESAS OFERTA  
GRANDES EMPRESAS DEMANDA

DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS SEGÚN LA CUANTÍA DEL PRÉSTAMO



ENTRE MENOS DE 1 UN MILLÓN Y MÁS DE 1 MILLÓN DE EUROS  
ENTRE MENOS DE 250.000 Y MÁS DE 1 MILLÓN DE EUROS

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menor el de las que señalan un deterioro.

b Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos, y en la demanda, aumento.

En cuanto a la disponibilidad de financiación, un 4 % de las pymes percibieron mayores dificultades para obtener préstamos bancarios, lo que supone no obstante una reducción sustancial frente a los registros anteriores. Por su parte, la tasa de rechazo no experimentó cambios significativos y se situó en torno al 11 % en las dos últimas encuestas. Nuevamente, esta situación contrasta con la de las empresas de mayor dimensión, que indicaron una mejoría en su acceso a la financiación del 5 % en términos netos en la última encuesta, primer registro positivo desde 2011, y la tasa de rechazo se situó por debajo del 3 %.

Desde el punto de vista de la Encuesta de Préstamos Bancarios, las entidades bancarias siguieron percibiendo, a lo largo de 2013, una disminución de los ritmos de caída de la demanda de préstamos, que se estabilizó a finales del año. Las condiciones de oferta, por su parte, mantuvieron el tono restrictivo adquirido durante la crisis (véase panel 5 del gráfico 4). El coste de la financiación bancaria se mantuvo estable en los niveles alcanzados a finales de 2012. En términos medios del año, por tamaño de préstamos se redujo en torno a 25 puntos básicos (pb), tanto para los préstamos de hasta 1 millón de euros como para importes superiores, situándose en 3,8% y en 2,3% a finales de 2013, respectivamente, niveles mantenidos en los primeros meses de este año (véase panel 4 del gráfico 3). Para los préstamos por importe inferior a 250.000 euros, la reducción fue algo menor (20 pb), alcanzando un 4,5%. Las caídas fueron más intensas en Alemania, Francia y Portugal, manteniéndose una elevada dispersión entre los niveles de los diversos países. Las mayores divergencias se reflejan en los préstamos de menor importe, que se sitúan en niveles superiores al 6% en Portugal y en Grecia, en torno al 5% en España, Italia e Irlanda frente a niveles inferiores al 3% en Francia, Bélgica y Austria.

## Conclusiones

La evolución de la situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras de la UEM en 2013 estuvo muy condicionada por el carácter moderado de la recuperación económica, el escaso dinamismo de las rentas de los sectores y la necesidad por parte de estos de corregir sus niveles de endeudamiento.

Las familias de la UEM continuaron perdiendo capacidad adquisitiva como consecuencia, fundamentalmente, del efecto de la caída del empleo sobre los ingresos. A pesar de la menor incertidumbre, la tasa de ahorro aumentó ligeramente, así como la capacidad de financiación del sector, ya que la inversión no financiera volvió a contraerse. Esto permitió que el sector avanzara en la corrección del endeudamiento, aunque de manera limitada. La caída leve de la ratio de deuda sobre el PIB fue el resultado, fundamentalmente, de la acción de la inflación, ya que tanto el comportamiento de los flujos de préstamos como el de los saneamientos tendió a reducir la ratio de manera muy limitada y, al igual que en 2012, la caída del PIB presionó al alza la ratio de deuda. Las perspectivas de una recuperación económica de carácter moderado en un contexto de tasas de inflación muy reducidas, el deterioro acumulado en el mercado de trabajo y la necesidad del sector hogares de seguir reduciendo el endeudamiento tenderán a contener la expansión del gasto y, previsiblemente, a mover al alza la tasa de ahorro.

Las empresas de la UEM vieron mejorar su situación económica como consecuencia del inicio de la recuperación de la actividad, lo que se reflejó en un mayor dinamismo de la facturación y en un incremento de los beneficios. Esta mejora afectó en mayor medida a las empresas de mayor tamaño. Las sociedades siguieron apoyándose predominantemente en los recursos internos en sus decisiones de gasto de capital, si bien, la actividad inversora fue escasa y la mayor capacidad para generar recursos internos contribuyó a la reducción del endeudamiento. Asimismo, durante 2013 continuó el proceso de desintermediación bancaria en la financiación, con una expansión de los valores de renta fija en detrimento de los préstamos bancarios, en un contexto de políticas de oferta de crédito bancario que mantuvieron el tono restrictivo. En el caso de las pymes, el acceso a la financiación ajena siguió constituyendo una preocupación, en un contexto de insuficiencia de recursos internos. Aunque se redujo el porcentaje de pymes que perciben mayores dificultades para obtener préstamos bancarios, la tasa de rechazo se mantuvo en registros relativamente elevados.

14.5.2014.

