

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y DE LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2014

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Maristela Mulino, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El objetivo de este artículo es analizar la evolución de los flujos y del patrimonio financieros de las familias y de las empresas españolas en 2014. El contexto en el que se enmarcó esa evolución estuvo marcado por la consolidación de la fase de recuperación de la economía, que se evidenció en el crecimiento tanto del PIB como del empleo. En el terreno financiero, además, el rasgo más destacado fue la progresiva relajación de las condiciones financieras, que se vio propiciada por las nuevas medidas expansivas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo.

El análisis se realiza a partir de las *Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE)*. El Banco de España publica regularmente las *CFEE*, que forman parte del sistema español de cuentas nacionales y constituyen la principal fuente de información disponible para el análisis de la situación patrimonial agregada de los distintos sectores institucionales de la economía española. La edición correspondiente al ejercicio 2014 es la primera que se realiza de acuerdo con la metodología establecida en el Reglamento (UE) 549/2013, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea, conocido como «SEC 2010», que sustituye a la metodología anterior, denominada «SEC 95».

Tras esta introducción, el artículo se estructura en tres epígrafes. En el siguiente se describen la evolución durante 2014 de los flujos financieros activos y pasivos de las familias y los cambios en sus balances. En el tercero se realiza un análisis análogo para las sociedades no financieras, y en el cuarto se resumen las principales conclusiones.

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

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

A pesar de que la tasa de ahorro bruto de las familias se redujo en 2014 [0,7 puntos porcentuales (pp), hasta el 9,7 % de la renta bruta disponible (RBD)], la adquisición neta de activos financieros (compras menos ventas) del sector aumentó en este mismo período por segundo año consecutivo, situándose en el 2,8 % de su RBD (véase panel izquierdo del gráfico 1).

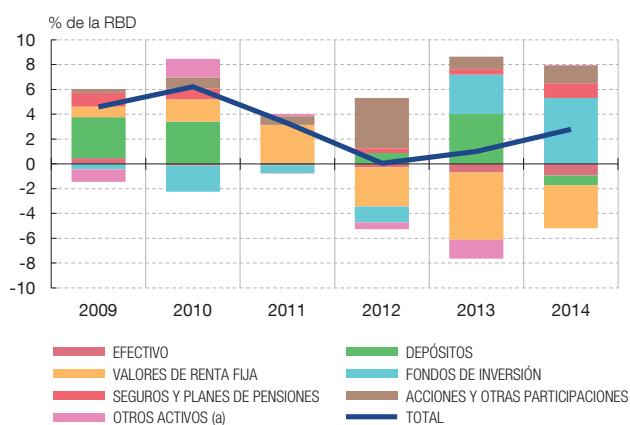
El incremento de la inversión financiera estuvo acompañado de cambios en su composición. Así, como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 1, las familias invirtieron en 2014 un importe equivalente al 5,3 % de su RBD en fondos de inversión, la cuantía más elevada registrada desde 1997, y una cantidad próxima al 1,4 % de su RBD en acciones y otras participaciones, volumen similar al del año previo. Asimismo, la inversión en seguros y planes de pensiones se elevó, alcanzando el valor más alto de los últimos cinco años (1,2 % de la RBD, 0,7 pp más que en 2013), aunque sigue registrando flujos más reducidos que antes de la crisis, cuando superaban el 2,5 % de la RBD. En contraposición, las familias redujeron sus tenencias de activos más líquidos y de menor riesgo. Los saldos de sus depósitos disminuyeron por primera vez desde 1997, y también, por tercer año consecutivo, sus tenencias de valores de renta fija, aunque la desinversión fue más moderada que en el año previo. También, al igual que en 2013, habría retrocedido el efectivo en manos de las familias.

Esta recomposición de los flujos de inversión de los hogares se vio favorecida por el contexto de bajos tipos de interés, que, unido a un escenario de menor incertidumbre y volatilidad

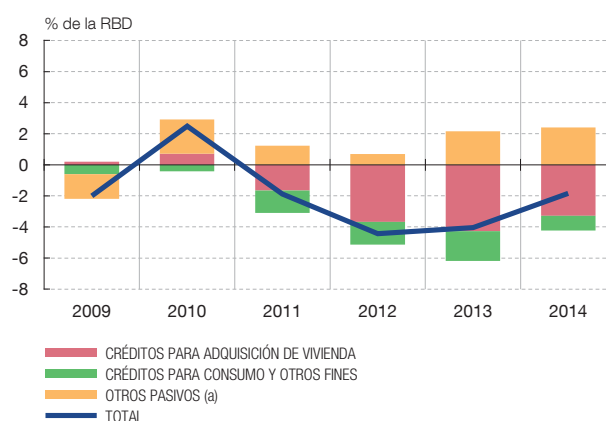
FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES

GRÁFICO 1

ACTIVOS FINANCIEROS



PASIVOS



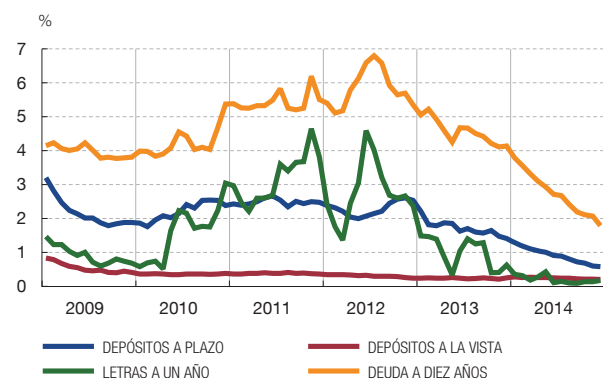
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

GRÁFICO 2

TIPOS DE INTERÉS



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



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a Rentabilidad acumulada durante los últimos 12 meses.

en los mercados financieros, redujo el atractivo relativo de los depósitos y los valores de renta fija frente a otros productos con mayor riesgo, pero con una remuneración esperada superior. Así, como se observa en el panel izquierdo gráfico 2, los rendimientos de los depósitos a plazo, a la vista y de los títulos de deuda pública han presentado un perfil decreciente a lo largo de 2014, hasta situarse en valores muy reducidos. Asimismo, el estrechamiento del diferencial de la remuneración entre los depósitos a plazo y a la vista favoreció una recomposición dentro de los depósitos en favor de los segundos.

Por el lado de los pasivos, en 2014 la financiación neta captada por las familias fue, por cuarto año consecutivo, negativa (véase panel derecho del gráfico 1). No obstante, la cuantía de este flujo fue muy inferior, en valor absoluto, a la del año previo (1,8 % de la RBD, frente al 4 % de 2013). El componente principal de este agregado —los créditos bancarios— registró un flujo neto negativo tanto en el caso de los destinados a la adquisición de vivienda como en el de los asignados a consumo y otros fines. En valor absoluto,

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

los flujos fueron más cuantiosos en el primer segmento (-3,3 % de la RBD) que en el segundo (-1 % de la RBD) y más reducidos que en 2013. Esta moderación de los flujos netos negativos habría sido el resultado simultáneo de una elevación del volumen de nuevas operaciones crediticias (derivado de un incremento de la demanda de fondos y de una mejora en el acceso al crédito) y de un descenso de las amortizaciones¹. Los flujos correspondientes al resto de pasivos (los no bancarios), donde se incluyen los ajustes estadísticos, fueron positivos, por un importe equivalente al 2,4 % de la RBD del sector.

El aumento de la inversión neta en activos financieros estuvo acompañado de una importante revalorización de la cartera. Esta se vio impulsada por el incremento de las cotizaciones bursátiles, que se tradujo en una elevación del precio de las acciones y otros valores de renta variable del sector y por el aumento en el valor de liquidación de sus participaciones en fondos de inversión (véase panel derecho del gráfico 2) y en seguros y planes de pensiones. Como resultado conjunto de la inversión y de los aumentos de los precios, la riqueza financiera bruta de los hogares se elevó un 4,8 %, tasa algo inferior a la observada en 2013 (véase panel superior izquierdo del gráfico 3).

Asimismo, estos desarrollos han generado cambios en el peso relativo de los distintos activos del patrimonio financiero bruto de las familias. Así, se incrementó el de aquellos cuyo valor está más ligado a la evolución de los mercados. En concreto, el de las acciones y otras participaciones y el de los fondos de inversión aumentaron 1,6 pp y 1,9 pp, respectivamente, hasta suponer el 26 % y el 11,4 % del valor total de sus activos (véase panel superior derecho del gráfico 3). Por su parte, el ascenso de los saldos de los seguros y planes de pensiones estuvo en línea con el del total de activos, por lo que su peso relativo apenas varió (se mantuvo próximo al 16 %). Por el contrario, la importancia relativa de los depósitos bancarios descendió 2,2 pp, aunque estos continúan representando el principal componente de la riqueza financiera bruta de los hogares (casi un 40 %). Esta caída se concentró en los depósitos a plazo, mientras que el peso de las cuentas a la vista en la cartera financiera del sector apenas varió.

Por lo que respecta a los pasivos, la ratio de la deuda con entidades de crédito sobre la RBD siguió descendiendo, hasta situarse a finales de 2014 en el 108,3 %, 6,6 pp menos que en el año previo y 25 pp menos que a mediados de 2008, cuando esta ratio alcanzó sus niveles máximos (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3). Los préstamos para adquisición de vivienda cayeron 5 pp en relación con la RBD, hasta situarse en el 84,7 %, mientras que los destinados a consumo y otros fines descendieron 1,7 pp, hasta el 23,6 %. En contraposición, el volumen relativo del resto de pasivos se incrementó 0,5 pp y alcanzó el 8,5 % de la RBD.

La reducción de los pasivos del sector, unida al aumento de sus activos financieros brutos, se tradujo en un nuevo incremento de la riqueza financiera neta de las familias, hasta alcanzar un valor próximo al 170 % de la RBD (véase panel inferior derecho del gráfico 3).

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

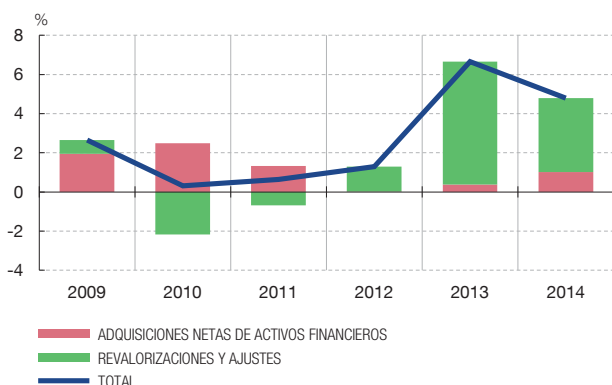
Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 4, los flujos financieros activos (netos) de las sociedades no financieras volvieron a aumentar en 2014 y pasaron a situarse en valores positivos, por importe equivalente al 2,3 % del PIB, tras las desinversiones de los dos años previos.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

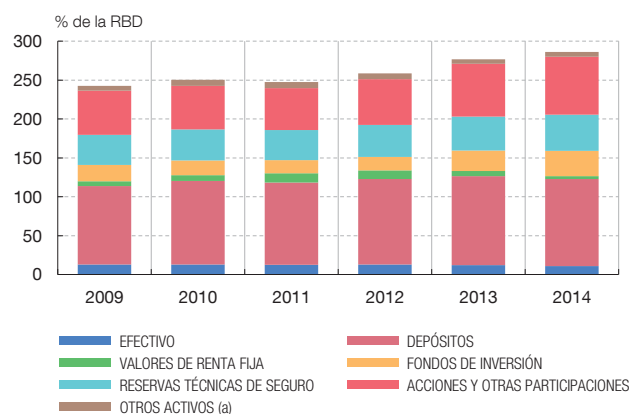
Como en el caso de las familias, las decisiones de inversión financiera de las empresas mostraron algunas diferencias con respecto a 2013. Los cambios en la distribución por

¹ Para más detalles, véase el capítulo 5 del *Informe Anual, 2014*, del Banco de España.

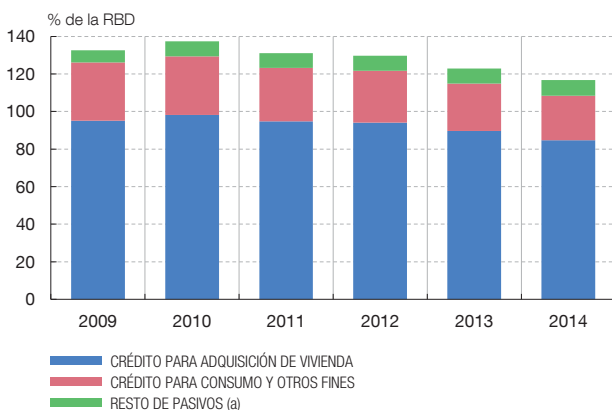
RIQUEZA FINANCIERA BRUTA
(Contribuciones al crecimiento interanual)



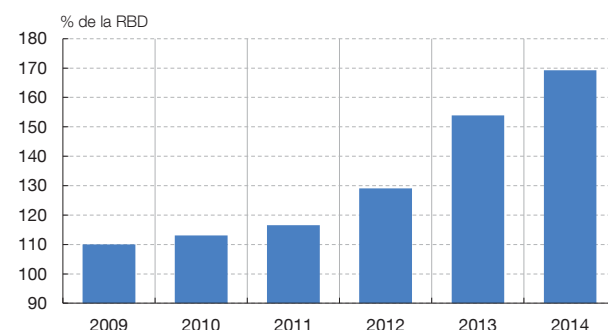
ESTRUCTURA DE LA CARTERA



COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS



RIQUEZA FINANCIERA NETA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

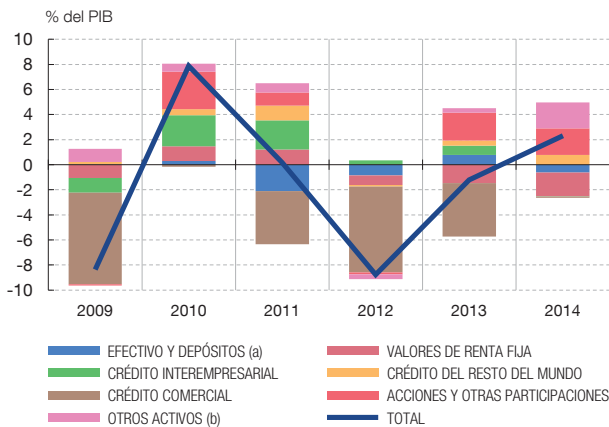
b Diferencia entre activos financieros y pasivos.

instrumentos estuvieron, en general, en línea con los observados para los hogares. Así, los flujos de inversión se concentraron en los títulos de renta variable (2,1 % del PIB) y en fondos de inversión² (1,2 % del PIB). En contraposición, las sociedades redujeron sus tenencias de valores de renta fija por tercer año consecutivo, alcanzando la desinversión un importe equivalente al 1,9 % del PIB, cifra 0,4 pp superior a la de 2013. También disminuyó el saldo de depósitos bancarios (con un flujo del -0,6 % del PIB). Los depósitos a plazo registraron un descenso acusado (20,5 mm de euros), mientras que el saldo de los mantenidos a la vista se incrementó en 12,3 mm. Por otra parte, el flujo neto de financiación concedida a través de crédito comercial fue prácticamente nulo, tras los registros negativos que presentó en los años previos, en línea con el contexto de debilidad económica de entonces.

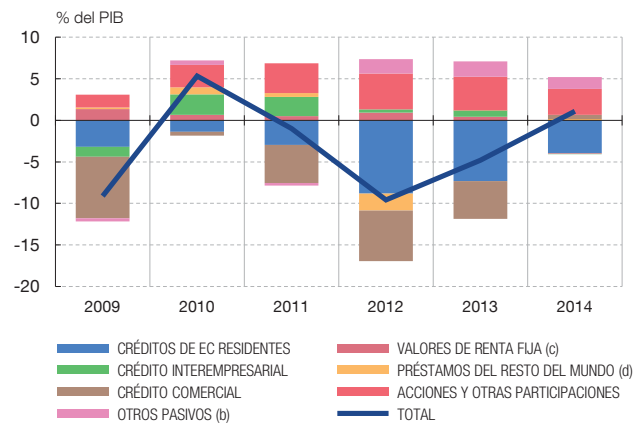
Por su parte, los flujos netos de pasivos (tanto exigibles como no exigibles) de las empresas presentaron, tras tres años de registros negativos, importes positivos (véase panel

2 En el gráfico 4, los fondos de inversión están incorporados en la rúbrica «Otros activos».

ACTIVOS FINANCIEROS



PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

derecho del gráfico 4). Por instrumentos, la financiación recibida de entidades residentes volvió a ser, en términos netos, negativa, aunque por un importe más moderado que en 2013 (-42,1 mm, frente a los -76,7 mm de un año antes). Como en el caso de las familias, esta moderación en el retroceso de los préstamos bancarios habría resultado tanto de una mejoría en el acceso al crédito como del incremento de la demanda de fondos por parte de las empresas en un contexto económico más favorable³. Los recursos canalizados a través de emisiones de valores de renta fija (incluyendo las realizadas por filiales financieras residentes de las sociedades no financieras) presentaron un importe ligeramente negativo, tras los registros positivos observados desde mediados de 2005, mientras que el flujo de préstamos del resto del mundo fue positivo, aunque reducido (0,1 % del PIB). Por su parte, la financiación captada mediante el crédito comercial se elevó, pasando a ser positiva (0,5 % del PIB) por primera vez desde 2008, en línea con el mayor dinamismo económico que se registró a lo largo del año. La asociada a las operaciones con acciones y otras participaciones, que recoge tanto las ampliaciones de capital como los beneficios retenidos, también fue positiva, al igual que lo ocurrido en ejercicios anteriores, aunque el importe fue el más reducido de los últimos cinco años. De nuevo, el grueso de estos fondos procedió de las acciones no cotizadas y de las otras participaciones (25,4 mm, frente a 7,6 mm en las acciones cotizadas).

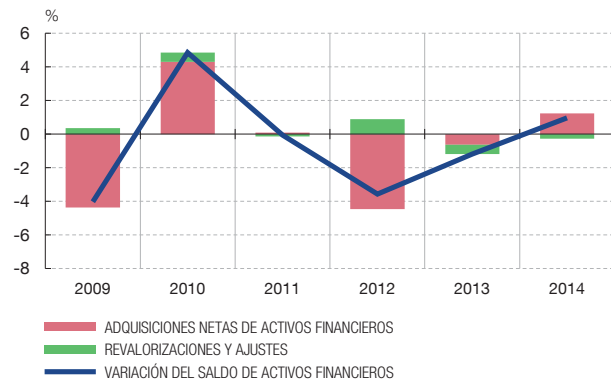
EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

El valor de la cartera de activos financieros del sector empresarial aumentó en 2014 un 1 %, como resultado de la inversión neta en instrumentos financieros y de la revalorización de su patrimonio bruto (véase panel superior izquierdo del gráfico 5).

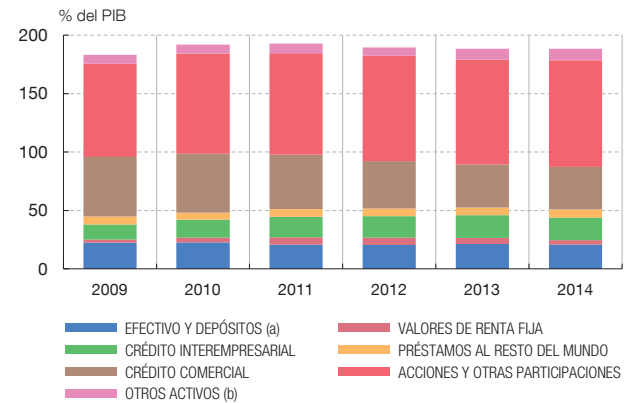
La estructura de la cartera financiera de las empresas presentó algunos cambios (véase panel superior derecho del gráfico 5). El peso de los instrumentos más líquidos (efectivo y depósitos) volvió a reducirse, hasta situarse en el 10,9 % del total de los activos financieros, 0,3 pp menos que en 2013; y, a su vez, los depósitos a plazo perdieron relevancia

3 Para más detalles, véase el capítulo 5 del Informe Anual, 2014, del Banco de España.

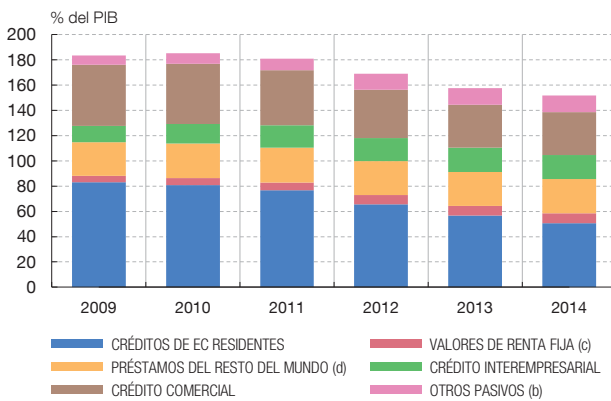
RIQUEZA FINANCIERA BRUTA
(Contribuciones al crecimiento interanual)



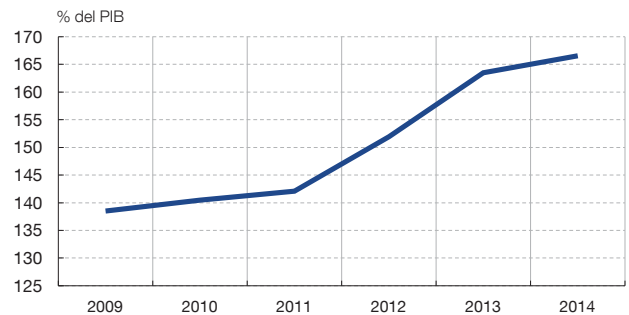
ESTRUCTURA DE LA CARTERA



PASIVOS EXIGIBLES



RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

frente a las cuentas a la vista (los primeros supusieron el 3,3 % del patrimonio financiero bruto de las empresas en 2014, y los segundos, el 6,1 %). También cayó el saldo de los valores de renta fija (-15,5 mm), por lo que volvió a reducirse su peso relativo, hasta el 2,1 %. En contraposición, aumentó el de las acciones y otras participaciones en casi 1 pp, hasta alcanzar el 48,5 %. La renta variable no cotizada sigue representando el grueso de este componente (85 %), frente a las acciones cotizadas.

Por su parte, el volumen de los pasivos exigibles de las sociedades en relación con el PIB descendió 6 pp en 2014, hasta el 151,7 % (véase panel inferior izquierdo del gráfico 5). Por componentes, el peso de los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes en estos pasivos empresariales se redujo 2,6 pp, hasta situarse en el 33 %, muy por debajo del 45 % que alcanzaba en 2009, mientras que, en contraposición, el de los créditos comerciales y el de los préstamos exteriores aumentaron 1 pp y 0,9 pp, respectivamente, hasta el 22,4 % y el 17,9 %. Por su parte, la relevancia de la financiación interempresarial y los valores distintos de acciones, fuente de financiación utilizada por una proporción reducida de empresas de gran tamaño, apenas variaron (sus pesos se situaron en el

12,6 % y el 5,1 %, respectivamente). Como resultado de estas tendencias, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija, fundamentalmente⁴) se redujo en 2014 6,2 pp, hasta alcanzar el 92,1 % del PIB, casi 27 pp menos que a mediados de 2010, fecha en la que se alcanzó el máximo histórico.

Por su parte, los recursos propios de las sociedades no financieras se elevaron 3 pp en relación con el PIB, hasta el 166,5 % (véase panel inferior derecho del gráfico 5). El grueso de este incremento se debió a la revalorización de dichos instrumentos.

Conclusiones

Las *CFEE* evidencian que durante 2014 se reforzó la posición patrimonial de los hogares y de las sociedades no financieras. Por un lado, sus pasivos exigibles disminuyeron y, en concreto, en el caso de las familias, la deuda bancaria pasó a situarse en el 108,3 % de su RBD, lo que supone una reducción de 6,6 pp con respecto a 2013 y de 25 pp en comparación con los máximos de mediados de 2008. En el sector empresarial, la financiación ajena con coste se situó en el 92,1 % del PIB, cifra 6,2 pp inferior a la de 2013 y 27 pp por debajo de los niveles máximos de mediados de 2010. Por otro lado, el valor de los activos financieros de ambos sectores se incrementó, como resultado tanto de una inversión neta positiva en instrumentos financieros como de la revalorización de sus carteras.

Las *CFEE* ponen de manifiesto también que durante el pasado ejercicio se produjeron cambios importantes en las decisiones de inversión financiera de estos sectores. Concretamente, el grueso de esta se materializó en acciones y otras participaciones y en fondos de inversión, en detrimento de los depósitos bancarios. Estos movimientos tuvieron lugar en un contexto de bajos tipos de interés, que, unido a un escenario de menor incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros, redujo el atractivo relativo de los instrumentos de menor riesgo frente a otros productos con mayor riesgo, pero con una remuneración esperada superior. Como resultado, el valor de las carteras de ambos tipos de agentes es ahora algo más sensible a las variaciones en los precios en los mercados financieros.

15.6.2015.

⁴ Esta definición es una aproximación a la deuda consolidada del sector, ya que no tiene en cuenta los pasivos interempresariales (crédito comercial, crédito interempresarial).

