

## EL AHORRO, LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR PRIVADO EN LA UEM DURANTE 2015

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

*Este artículo describe la evolución de la situación financiera de los hogares y de las empresas no financieras del área del euro en 2015, a partir de la información agregada de las cuentas sectoriales. El crecimiento del empleo y los reducidos niveles de inflación se tradujeron en una mejora notable de la capacidad adquisitiva de las familias, lo que, en un contexto de mayor confianza, derivó en un notable impulso al consumo, al tiempo que se estabilizó la tasa de ahorro. En el caso de las empresas no financieras, la recuperación económica también resultó en un avance de la actividad productiva y de los beneficios. No obstante, el esfuerzo inversor resulta todavía modesto, en términos históricos, y el sector continuó mostrando una capacidad de financiación. El mayor dinamismo de los préstamos a empresas y familias fue compatible con avances adicionales en el proceso de corrección del endeudamiento, aunque este sigue siendo elevado, especialmente en el caso del sector empresarial de algunos países.*

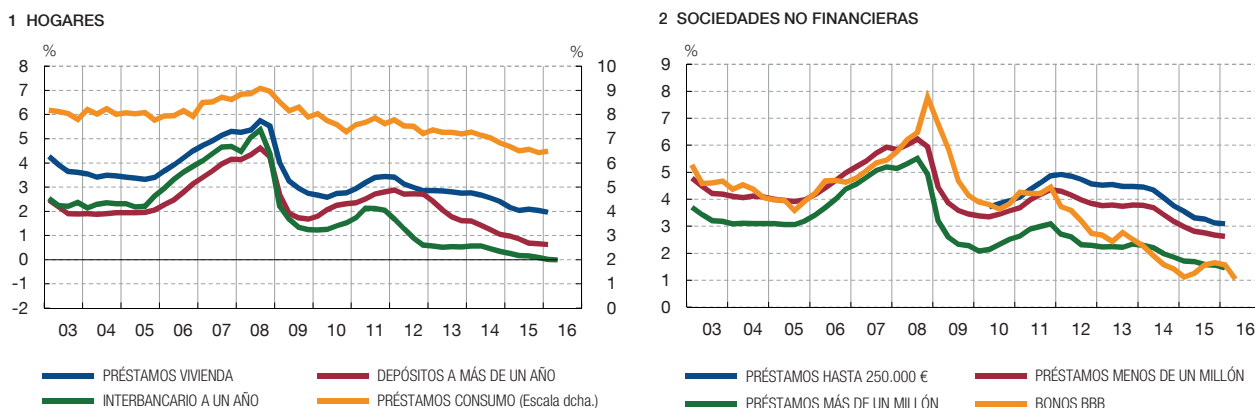
### Introducción

En 2015, la zona del euro continuó afianzando la suave recuperación económica que inició hace más de dos años, apoyándose de manera creciente en el fortalecimiento de la demanda nacional como motor del crecimiento. El PIB se incrementó un 1,6 % en el conjunto del año, respaldado por unas condiciones financieras expansivas, por la mejora del mercado de trabajo y de la confianza y por el abaratamiento del petróleo, que permitió ganancias importantes en el poder adquisitivo de los agentes. En cambio, el debilitamiento del entorno exterior detrajo intensidad al crecimiento económico del área, si bien la notable depreciación del tipo de cambio del euro desde mediados de 2014 permitió un crecimiento relativamente sólido de las exportaciones, que fue más intenso en la primera mitad del año.

Por su parte, los niveles extraordinariamente reducidos en los que se mantuvo la inflación a lo largo 2015 y el deterioro de las perspectivas inflacionistas a medio plazo determinaron que el Consejo de Gobierno del BCE continuara acentuando el carácter expansivo de la política monetaria a través de medidas convencionales y no convencionales<sup>1</sup>. En su conjunto, estas medidas facilitaron una relajación adicional de las condiciones financieras y contribuyeron a sostener la recuperación del crédito al sector privado (véase gráfico 1.1).

En este entorno, la situación financiera del sector privado en el área del euro mejoró en 2015, permitiendo, en el caso de las familias, un mayor dinamismo del consumo, al tiempo que la tasa de ahorro se mantuvo estable, en niveles relativamente reducidos. Por séptimo año consecutivo, el sector continuó avanzando en el proceso gradual de corrección de su endeudamiento, factor que seguirá condicionando la expansión del gasto en algunas economías. El afianzamiento de la recuperación de la actividad condujo también a la mejoría de la situación financiera de las empresas de la UEM, lo que se reflejó en un mayor dinamismo de la facturación y en un incremento de los beneficios. De acuerdo con la información cualitativa disponible, esta mejora habría afectado con más intensidad a las empresas de mayor tamaño. La actividad inversora adquirió más vigor, aunque mantuvo un tono

<sup>1</sup> Para mayor detalle sobre las medidas del BCE y sus efectos, puede consultarse el capítulo 3 del *Informe Anual, 2015*, del Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Los tipos bancarios se refieren a operaciones nuevas y, en el caso de la vivienda, con un período de fijación de tipos hasta un año.

de debilidad, de manera que el sector aumentó su superávit financiero. Durante 2015 se produjo también cierta reanimación de la financiación externa, que fue generalizada por instrumentos, si bien los flujos de crédito bancario continuaron siendo muy modestos.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. La sección siguiente se concentra en el sector de hogares, presentando 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.

## Los hogares

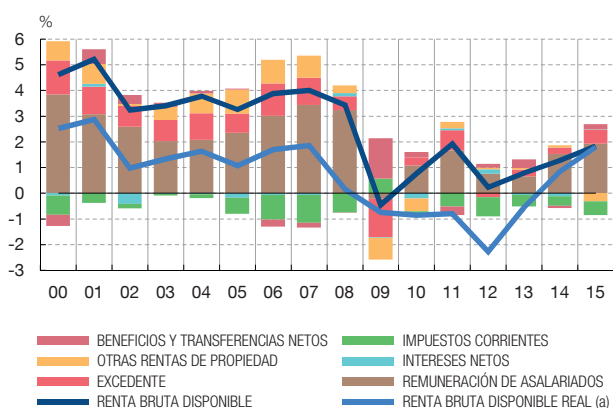
### LA RENTA Y EL AHORRO

Durante el pasado ejercicio, los ingresos de los hogares continuaron recuperándose, con un crecimiento de la renta bruta disponible (RBD<sup>2</sup>) del 1,8% interanual, frente al 1,3% en 2014. En un contexto de inflación muy reducida, e incluso negativa en algunos momentos del año, el aumento nominal de los ingresos se tradujo prácticamente en su totalidad en una mejora de la capacidad adquisitiva del sector. Como se ilustra en el gráfico 2.1, el avance de la RBD real fue del 1,8%, cifra relativamente elevada desde una perspectiva histórica, que contribuyó a seguir compensando la pérdida acumulada de poder adquisitivo que se había producido durante el período 2009-2013 (en torno al 5%).

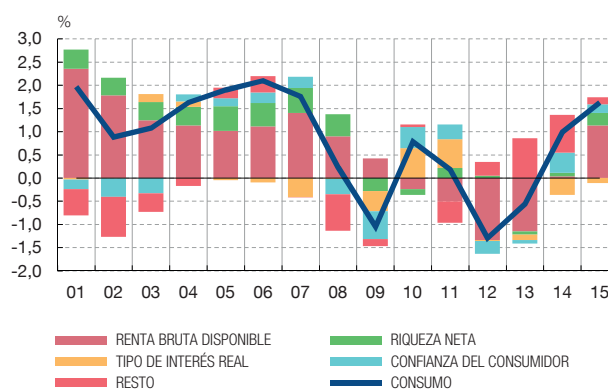
El crecimiento de la renta de las familias en la UEM en 2015 se sustentó en gran medida en el comportamiento favorable del mercado laboral. El empleo aumentó un 1,1% en el promedio del año, frente al 0,6% en 2014, siendo la recuperación más intensa en España y en Irlanda. Se mantuvo el contexto de moderación salarial, condicionado por el amplio grado de holgura que continúan mostrando las economías y por la mayor flexibilidad salarial que introdujeron las reformas laborales en algunos países. Estas circunstancias, unidas al avance más intenso de la contratación a tiempo parcial, hicieron que se mantuvieran los incrementos reducidos de la remuneración por asalariado —del 1,3% anual—. No obstante, con una tasa de inflación próxima al cero en promedio del año, el aumento de la

2 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) 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.

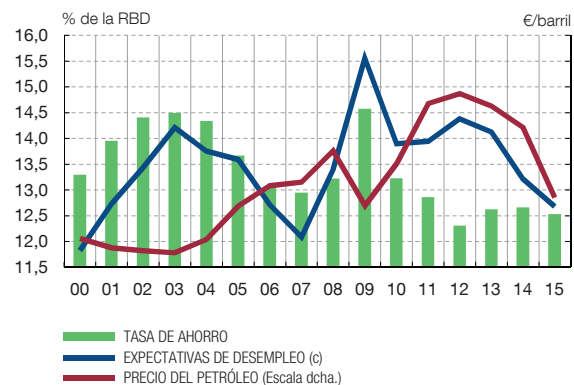
1 RENTA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES  
Contribuciones al crecimiento interanual



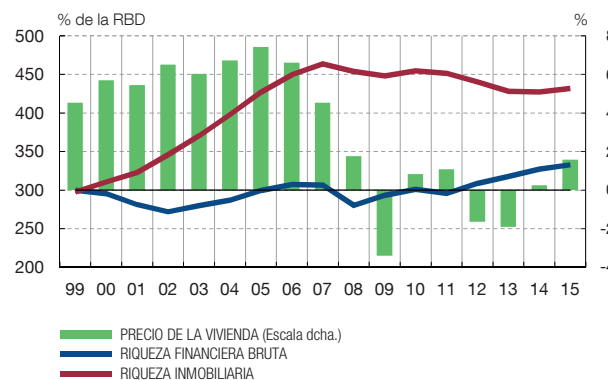
2 CONSUMO Y FACTORES DETERMINANTES (b)



3 AHORRO, CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y PETRÓLEO



4 RIQUEZA DE LOS HOGARES Y PRECIO DE LA VIVIENDA



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

a Deflactada por el crecimiento medio del IAPC.

b Véase Casado *et al.* (2014) para un mayor detalle sobre la especificación de la ecuación.

c Dato normalizado y ajustado por la media de la tasa de ahorro para su representación en la escala correspondiente.

remuneración por asalariado en términos reales fue elevado desde una perspectiva histórica. Por países, el comportamiento de la remuneración por asalariado fue dispar, con caídas en Portugal y en Grecia, incrementos muy moderados en Holanda, Bélgica y España, mientras que en Alemania hubo un crecimiento del 2,7 %.

Tanto la generación de empleo como el aumento de los salarios repercutieron en un incremento de la principal fuente de ingresos de las familias —la remuneración de los asalariados—, que creció un 2,6 %, frente al 2 % en 2014, hasta representar el 76 % de la renta de los hogares. La mejoría económica también se sintió en los ingresos procedentes del excedente bruto de explotación y la renta mixta, el segundo componente en importancia de la renta bruta de las familias, al generar cerca del 24 % de ella. Este componente, referido como «excedente» en el gráfico 2.1, creció un 2,3 %, frente al 1 % en 2014, a pesar de que el número de trabajadores autónomos continuó disminuyendo. En relación con el 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 1 % 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 % de promedio histórico desde el año 2000. Este efecto detractor fue en parte compensado por la mejora de las transferencias netas de las Administraciones Públicas.

La recuperación de la renta y de la confianza de las familias propició un destacado crecimiento del consumo privado, que actuó como principal factor impulsor de la actividad económica del área del euro el año pasado. El consumo de los hogares aumentó un 1,9 % en términos reales, frente al 0,8 % en 2014. El mayor dinamismo de esta partida fue una nota común entre países, si bien fue especialmente vigoroso en Alemania (con un aumento del 2,5 % en términos reales), así como en los países donde se produjeron mejoras más intensas del mercado de trabajo, como en España, Irlanda y Portugal.

Como se ilustra en el gráfico 2.2, el crecimiento del consumo en 2015 estuvo en línea con el comportamiento esperado a partir de sus determinantes, desapareciendo el componente positivo no explicado que se venía observando desde el inicio de la recuperación. Así, de acuerdo a la función de consumo estimada por Casado *et al.* (2014)<sup>3</sup>, los principales factores explicativos fueron el notable aumento de la renta y de la confianza, apoyado en la recuperación del mercado de trabajo, el abaratamiento de la energía, las mejores perspectivas laborales y una menor incertidumbre. El aumento de la riqueza también tuvo una contribución positiva. Los tipos de interés reales tuvieron, en cambio, una suave aportación negativa. Esta variable explicativa entra con ciertos retardos en la especificación de la ecuación y, en un contexto de estabilidad de los tipos de interés nominales a corto plazo, la contribución negativa recoge el aumento pasado de esta variable como consecuencia de la caída de la inflación.

Hay que destacar que la caída de los precios de la energía desempeñó un papel clave en la recuperación de la capacidad adquisitiva de los hogares —en torno a un tercio de ella desde principios de 2013, de acuerdo con BCE (2015)<sup>4</sup>— y del consumo. A diferencia de lo ocurrido en episodios pasados, como el del año 2009, el aumento de la renta real derivado de la caída del precio del petróleo en 2015 no se tradujo en un repunte del ahorro por motivo precaución, sino que se trasladó al gasto, en un contexto de mejora de la confianza en el mercado de trabajo. Como se observa en el gráfico 2.3, la tasa de ahorro de las familias se mantuvo relativamente estable en los niveles reducidos que alcanzó en 2011, por debajo del 13 % de la RBD.

La estabilidad de la tasa de ahorro de las familias oculta un comportamiento algo heterogéneo por países, además de grandes divergencias en sus niveles. Entre las economías con mayores tasas de ahorro, como Francia y Alemania, se produjo un ligero aumento, hasta situarse en el 15 % y en el 17 % de la RBD en 2015, niveles muy en línea con los registros históricos de estos países. El aumento del ahorro fue muy intenso en Irlanda, que se situó por encima del 9 %, desde el 5 % en 2014, en un contexto de intensa recuperación de la renta. Por el contrario, en Portugal y en Holanda la tasa descendió más de 1 punto porcentual (pp), dentro de niveles muy dispares del 4 % y del 14 %, respectivamente, mientras que en España y en Italia el descenso fue más ligero, situándose en niveles del 9 %-10 %.

En general, el mantenimiento de una tasa de ahorro en niveles comparativamente bajos podría venir explicada por varios factores. Por una parte, el entorno de tipos de interés muy

3 J. M. Casado, M. Folch y R. García-Coria (2014), «Evolución y determinantes del consumo de la UEM durante la crisis», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

4 Véase el recuadro «Una evolución del reciente crecimiento del consumo en la zona del euro», *Boletín Económico*, n.º 7, BCE, 2015.

reducidos supone una menor rentabilidad del ahorro, lo que incentiva a los hogares a adelantar en el tiempo sus decisiones de consumo. En esta misma dirección opera también una caída del ahorro por motivo precaución derivada de la mejoría económica y la menor incertidumbre laboral. En este sentido, un factor que también podría presionar a la baja el ahorro es la existencia potencial de una demanda embalsada de bienes de consumo duradero, tras la intensa caída de este tipo de gasto durante la crisis, y que habría generado una necesidad de reemplazo que comenzaría a materializarse con la recuperación económica. En la dirección opuesta, habría también factores que tenderían a sostener el ahorro en niveles más elevados, como el alto endeudamiento en algunos países, que genera necesidades de ahorro para el servicio de la deuda, factor que previsiblemente seguirá operando en los próximos años.

#### LA INVERSIÓN FINANCIERA Y LA FINANCIACIÓN

La mejoría de la renta permitió también un aumento de la inversión financiera de las familias, que se reflejó en un volumen de adquisición de activos superior al 4 % del PIB, 0,5 pp por encima del registrado en 2014 (véase cuadro 1). El contexto de tipos de interés muy reducidos siguió impulsando una cierta recomposición de las carteras de activos hacia instrumentos con mayor rentabilidad y riesgo. Las desinversiones en valores de renta fija volvieron a ser cuantiosas, mientras que las suscripciones de participaciones de fondos de inversión siguieron creciendo de manera notable. También se registró un incremento de las aportaciones a los instrumentos de previsión social —bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguro—.

Los volúmenes de financiación de los hogares adquirieron algo más de vigor en 2015, aunque el ritmo de crecimiento de los préstamos continuó siendo relativamente moderado en comparación con la expansión del PIB nominal (véase gráfico 3.1). El afianzamiento de la recuperación económica y los menores tipos de interés impulsaron 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 1,4 % a finales de 2015, frente al 0,1 % en 2014, aceleración que ha continuado en los meses transcurridos de 2016. Por finalidad, la mejoría se apoyó en los préstamos destinados tanto a la adquisición de vivienda como al consumo, si bien la aceleración de estos últimos fue más notable, con una tasa de crecimiento que en abril de 2016 se situó por encima del 5 %.

El dinamismo en el crecimiento del crédito a las familias siguió estando limitado por las necesidades de desendeudamiento en algunos países. A partir del gráfico 3.3, que recoge el ritmo de avance de los préstamos a hogares y del PIB nominal en 2015, puede observarse que los países con un nivel de endeudamiento superior al de la UEM tendieron a presentar caídas en el volumen de préstamos de los hogares.

La estabilidad del ahorro, así como de la formación bruta de capital del sector —fundamentalmente, inversión residencial—, determinó que las familias mantuvieran una capacidad de financiación al resto de la economía estable en niveles superiores al 4 % de la RBD.

#### LA POSICIÓN PATRIMONIAL: RIQUEZA Y ENDEUDAMIENTO

La riqueza total de los hogares volvió a aumentar en 2015, un 3,2 % (frente al 2,5 % en el año anterior), con la contribución de los activos tanto financieros como inmobiliarios (2,9 %) (véanse gráfico 2.4 y cuadro 1).

La riqueza financiera de los hogares, que representa más de un 40 % del total del patrimonio bruto del sector, se incrementó un 3,6 % (frente a un 4,3 % en 2014). Como es habitual, la revalorización de la cartera de activos financieros de los hogares está limitada por su vocación conservadora, ya que el 34 % está materializada en instrumentos líquidos y de bajo riesgo

	Saldos mm de euros		Operaciones financieras % del PIB					
	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>	21.937	5,3	4,6	3,5	3,3	2,5	3,9	4,4
Efectivo y depósitos	7.551	2,2	1,8	1,8	2,4	1,9	1,9	2,0
Valores de renta fija	853	-0,7	-0,4	1,0	-0,9	-1,7	-2,0	-1,5
Acciones y otras participaciones	5.685	0,9	0,2	-0,4	0,7	1,0	1,5	2,1
<i>De las cuales:</i>								
<i>Acciones cotizadas</i>	925	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,1
<i>Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	2.836	0,6	0,8	0,3	0,7	0,6	0,0	0,6
<i>Fondos de inversión</i>	1.924	-0,5	-0,8	-0,9	-0,1	0,5	1,4	1,5
Reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones	6.773	...	...	...	...	1,5	2,2	1,9
Resto	1.075	...	...	...	...	-0,2	0,3	-0,1
<b>PASIVOS</b>	6.951	1,6	1,8	0,9	0,3	-0,2	0,4	0,8
Préstamos	6.161	1,1	1,2	0,9	0,2	-0,3	0,1	0,7
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (a)</i>	5.646	1,0	1,3	0,7	0,1	-0,2	0,1	0,7
<i>Otros préstamos</i>	515	0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,0	-0,1
Resto	791	0,5	0,6	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1

	Saldos mm de euros		Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario					
	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>POSICIÓN PATRIMONIAL</b>								
Renta bruta disponible	...	-0,5	0,8	1,9	0,2	0,8	1,3	1,8
Ahorro bruto (% de la RBD)	...	14,6	13,2	12,9	12,3	12,6	12,7	12,5
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	5,4	4,2	3,7	3,7	4,3	4,4	4,3
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	3,6	2,7	2,4	2,4	2,8	2,8	2,7
Financiación (total pasivos)	6.951	2,4	2,7	1,3	0,5	-0,3	0,5	1,2
Riqueza bruta total	52.394	0,5	2,7	0,8	0,5	0,4	2,5	3,2
Riqueza financiera bruta	21.937	4,1	3,5	0,0	4,6	3,8	4,3	3,6
Riqueza no financiera	30.457	-1,6	2,2	1,2	-2,1	-1,8	1,2	2,9
Riqueza inmobiliaria	28.446	-1,7	2,3	1,1	-2,2	-1,9	1,0	2,9
Riqueza neta total (c)	45.442	0,1	2,7	0,5	0,5	0,6	2,7	3,5
Carga financiera (% de la RBD)	...	2,4	2,0	2,3	2,1	1,6	1,4	1,1
Endeudamiento (% de la RBD)	...	95,9	97,3	96,9	96,5	95,0	94,2	93,5
Endeudamiento (% del PIB)	...	63,6	63,3	62,6	62,2	61,1	60,3	59,2
Endeudamiento (% total de activos financieros)	...	32,7	32,3	32,8	31,3	29,9	28,8	28,1

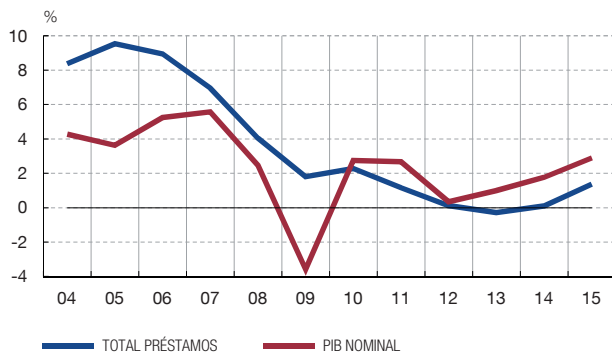
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

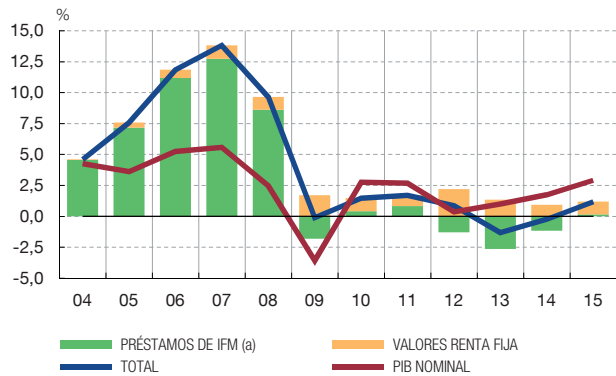
—efectivo y depósitos—. Las inversiones en productos de ahorro-previsión, recogidas en el cuadro 1 bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguros, que representan el 31 % de la cartera total de estos agentes, se incrementaron un 4,5 %, lo que se explica fundamentalmente por los flujos de inversión y, en menor medida, por la revalorización de estos valores. Las tenencias de acciones y otras participaciones, que suponían algo más del 26 % del total de activos financieros a finales de 2015, también se incrementaron como consecuencia de las mayores inversiones y la revalorización de las carteras, por un total de un 8,3 % en 2015.

El patrimonio inmobiliario de los hogares se incrementó casi un 3 % en 2015 (frente al aumento del 1 % en el año anterior). En los países de mayor tamaño, los inmuebles se

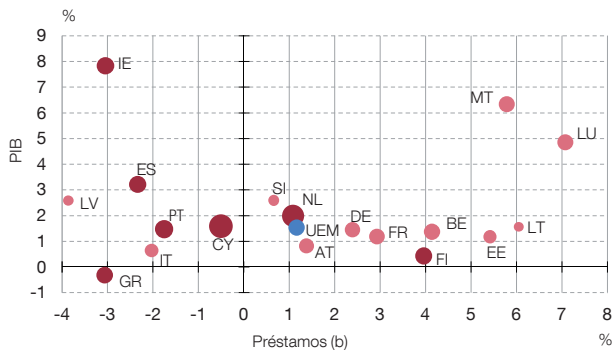
1 HOGARES: PRÉSTAMOS BANCARIOS Y PIB



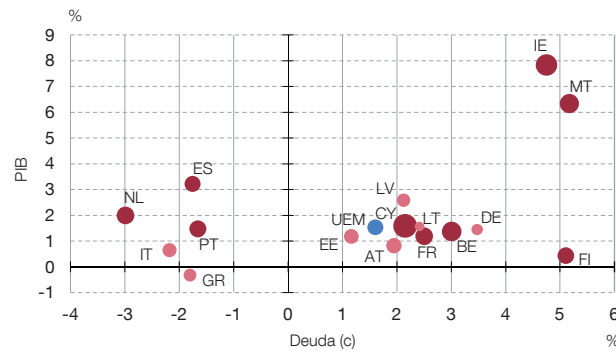
2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS: FINANCIACIÓN Y PIB  
Crecimiento interanual y contribuciones



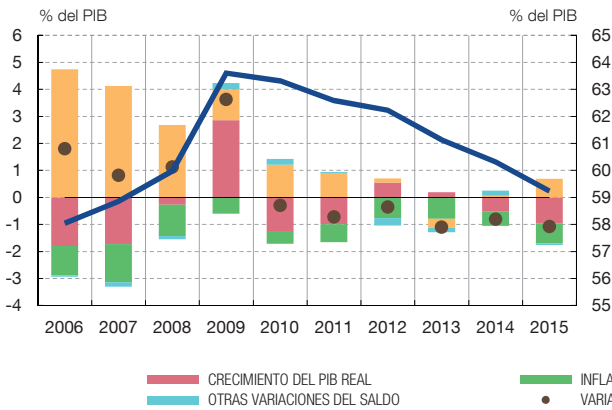
3 HOGARES: PRESTAMOS TOTALES Y PIB POR PAÍSES EN 2015



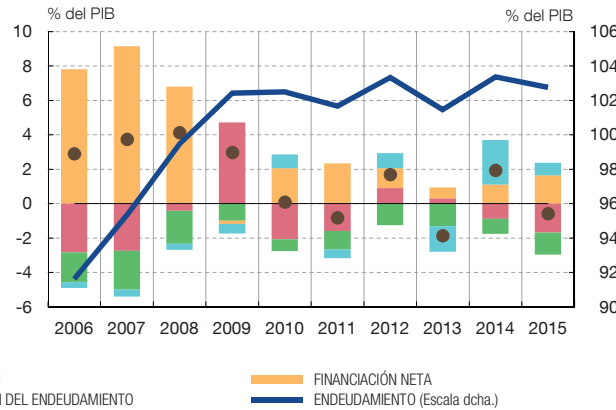
4 SOCIEDADES NO FINANCIERAS: DEUDA Y PIB POR PAÍSES EN 2015



5 HOGARES: ENDEUDAMIENTO



6 SOCIEDADES NO FINANCIERAS: ENDEUDAMIENTO



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Préstamos ajustados de titulización 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 excluyen Luxemburgo, Eslovaquia y Letonia para no distorsionar el gráfico.
- c Préstamos 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. Se excluyen Luxemburgo, Eslovenia y Eslovaquia.

revalorizaron de manera notable en Irlanda y en Austria (en torno al 7 % anual); y en Alemania y en Holanda, con un incremento del 4 %-5 % anual<sup>5</sup>. En España, los precios registraron un incremento de casi el 2 %, el primer aumento desde 2008. En cambio, tanto en Francia

5 Utilizando los índices de precios de la vivienda del Banco de Pagos Internacionales.

como en Italia el índice de precios continuó registrando descensos, aunque a un ritmo menor que en años anteriores, mientras que el ajuste continuó siendo elevado en Grecia, donde los precios de la vivienda registraron caídas adicionales del 5 %.

Por otra parte, las familias continuaron avanzando por sexto año consecutivo en el proceso gradual de corrección del endeudamiento (véase gráfico 3.5). A pesar de que el flujo de financiación neta fue positivo, el endeudamiento del sector experimentó una ligera reducción, situándose en el 59 % del PIB a finales de 2015, nivel todavía relativamente elevado —similar al de 2007-2008—. El desglose por componentes de la variación del endeudamiento, recogido en el gráfico 3.5, muestra que la caída de la ratio de deuda sobre PIB se explica por el aumento moderado del PIB nominal. El desapalancamiento se concentró en los países más endeudados, donde, salvo en Holanda, se produjeron amortizaciones netas de deuda. La perspectiva de una recuperación económica moderada y de reducidos niveles de inflación hace previsible que la corrección del endeudamiento siga prolongándose y continúe constituyendo un condicionante importante de las decisiones de gasto de las familias en algunos países.

## Las sociedades no financieras

### LA FINANCIACIÓN INTERNA Y LA INVERSIÓN

La mejora de la demanda interna y de las exportaciones permitió en 2015 una aceleración del valor añadido bruto (VAB) de las empresas, que creció el 3,5 %, frente al 1,8 % en 2014. La expansión de la actividad productiva y el crecimiento contenido de los gastos de personal se tradujeron en un repunte del excedente bruto de explotación (EBE)<sup>6</sup> del 4,6 %. La mejoría fue más intensa en la renta empresarial neta<sup>7</sup> —que aproxima los beneficios corrientes antes de impuestos—, que creció más de un 10 % gracias a la evolución positiva de las rentas de la propiedad (véase gráfico 4.1).

Esta mejoría de los ingresos habría sido generalizada por tamaño de empresa, si bien su repercusión sobre los beneficios fue más limitada en el caso de las empresas de menor tamaño, según 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). En particular, las pymes —empresas con menos de 250 empleados— han venido señalado un aumento neto de sus ventas desde octubre de 2014<sup>8</sup>, si bien el crecimiento de los costes explica que la proporción de pymes que señala un retroceso de los beneficios sea mayor que la que indica un aumento. En el caso de las grandes empresas, en cambio, el avance de los beneficios es creciente.

El comportamiento favorable de los beneficios proporcionó un volumen elevado de financiación interna a las empresas. El agregado de ahorro bruto (beneficios retenidos) más las transferencias de capital netas aumentó más de un 14 % (véase cuadro 2). De hecho, las sociedades siguieron apoyándose predominantemente en los recursos internos para desarrollar su actividad. La ratio de los flujos de financiación ajena sobre la interna se mantuvo en niveles reducidos, del 36 %.

La recuperación económica y el aumento de los beneficios empresariales permitieron cierta reanimación de la inversión de las empresas no financieras en 2015, si bien todavía no se han recuperado los volúmenes anuales de inversión previos a la crisis. La formación bruta de

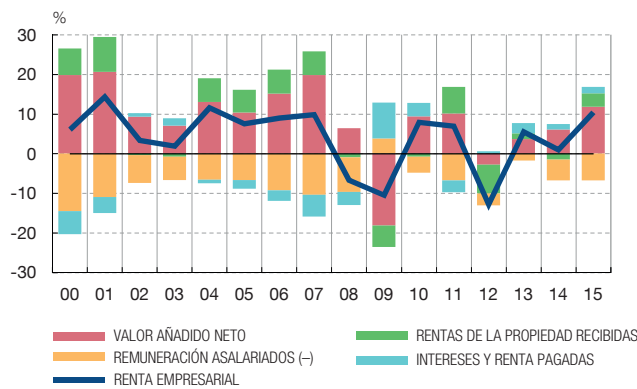
6 El EBE es el valor añadido bruto generado en la producción, neto de la compensación a los asalariados menos/más los impuestos/subvenciones ligados a la producción.

7 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).

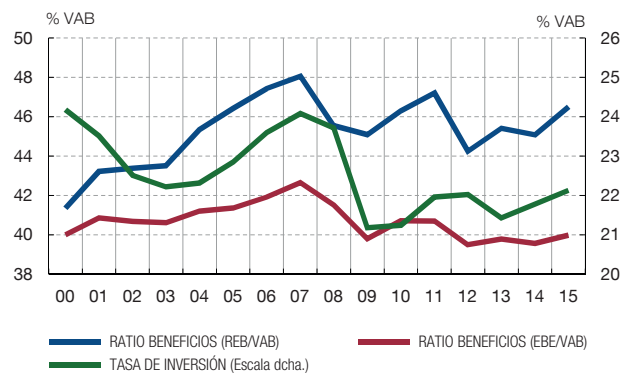
8 Para mayor detalle, véase BCE (2016), *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area October 2015 to March 2016*, junio.



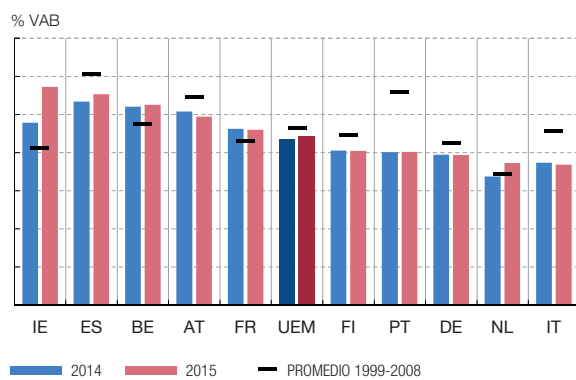
1 RENTA EMPRESARIAL NETA Y COMPONENTES  
Contribuciones al crecimiento interanual



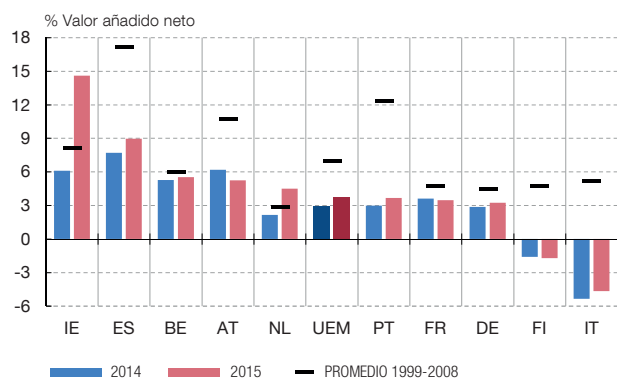
2 RATIO DE BENEFICIO Y TASA DE INVERSIÓN



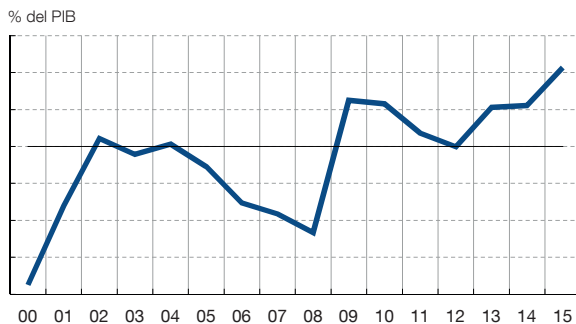
3 TASA DE INVERSIÓN BRUTA



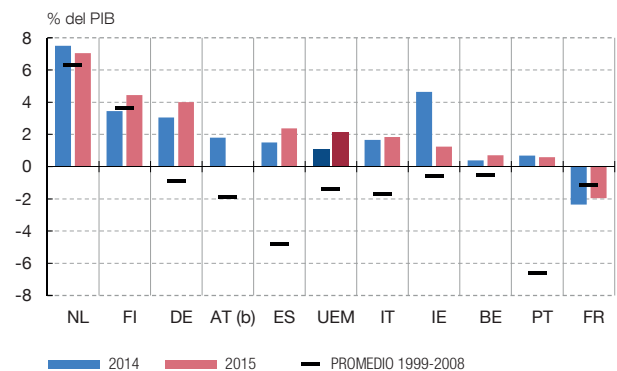
4 TASA DE INVERSIÓN NETA (a)



5 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA UEM



6 CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Tanto la formación bruta de capital fijo como el valor añadido bruto están ajustados por el consumo de capital fijo.
- b El dato para 2015 no está disponible.

capital de las empresas creció más de un 4% a precios constantes<sup>9</sup>, frente al 3% en 2014. En términos del esfuerzo inversor, medido como la ratio de inversión sobre el VAB, se produjo también una mejora, situándose por encima del 22%, registro todavía inferior al 24% que se alcanzaba antes de la crisis (véase gráfico 4.2). Por países, como se ilustra en el gráfico 4.3, la debilidad de la inversión es todavía una nota común, con la excepción de Francia,

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

	Saldos mm de euros		Operaciones financieras % del PIB					
	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>	20.949	1,7	7,8	5,3	2,5	3,6	3,0	6,2
Efectivo y depósitos	2.416	0,9	1,1	1,0	0,9	0,9	0,4	1,4
Acciones y otras participaciones	10.176	1,9	2,2	2,7	1,5	0,9	1,1	2,9
Préstamos	4.046	0,1	2,1	0,8	1,4	0,6	1,0	1,0
Resto	4.310	-1,2	2,4	0,8	-1,3	1,2	0,4	0,9
<b>PASIVOS</b>	29.919	0,5	6,7	5,2	3,0	2,5	2,6	4,9
Valores de renta fija	1.261	1,0	0,7	0,5	1,2	0,9	0,4	0,5
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	56	-0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0
<i>A largo plazo</i>	1.206	1,4	0,8	0,4	1,2	0,9	0,6	0,5
Préstamos	9.426	-1,1	1,3	1,8	0,0	-0,2	0,7	1,1
<i>De los cuales:</i>								
<i>Sociedades no financieras</i>	2.469	-0,3	1,4	0,3	0,6	0,2	0,5	0,2
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (a)</i>	4.325	-1,1	0,2	0,5	-0,8	-1,5	-0,6	0,1
<i>Resto del mundo</i>	1.293	...	...	...	...	0,4	0,5	0,8
Préstamos comerciales y anticipos	2.639	...	...	...	...	-0,2	0,0	0,7
Acciones y otras participaciones	15.569	2,9	2,5	1,8	1,7	2,1	2,0	2,7
Resto	1.023	-2,2	2,1	1,0	0,2	0,0	-0,5	-0,1

	Saldos mm de euros		Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario					
	2015	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Excedente bruto de explotación	...	-8,7	5,3	3,4	-3,2	1,9	1,2	4,6
Renta empresarial neta	...	-10,5	7,9	7,0	-12,8	5,5	1,0	10,5
Ahorro bruto	...	3,6	13,7	3,6	-9,2	8,7	2,6	14,5
Financiación interna (b)	...	3,8	11,6	3,7	-9,2	8,1	3,5	13,5
Financiación externa (total pasivos)	...	0,2	2,6	2,0	1,2	0,9	1,0	1,8
Ratio financiación externa / interna (%)	...	4	54	41	27	20	21	36
Carga financiera (% del EBE)	...	14,3	11,8	13,0	12,6	10,7	9,3	7,9
Endeudamiento (% del EBE) (c)	...	497,2	485,6	478,3	504,1	490,5	502,4	491,6
Endeudamiento (% del PIB) (c)	...	102,4	102,5	101,7	103,3	101,4	103,4	102,8
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del EBE) (d)	...	6,1	5,5	1,7	0,0	5,1	5,4	10,2
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (d)	...	1,2	1,2	0,4	0,0	1,1	1,1	2,1

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Ajustados de titulización y otras transferencias.  
b Ahorro bruto y transferencias de capital netas.  
c No incluye crédito comercial ni fondos de pensiones.  
d Saldo de las cuentas no financieras.

Holanda, Bélgica e Irlanda, donde el volumen de inversión ya ha superado los niveles previos a la crisis. 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 e Irlanda los únicos países con tasas relativamente elevadas (véase gráfico 4.4), mientras que los países con una mayor brecha de esfuerzo inversor son Portugal, Italia y Finlandia. La falta de 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, del exceso de capacidad instalada en algunos sectores y de la necesidad de que algunas empresas fortalezcan sus balances financieros.

Las implicaciones sobre el crecimiento económico a medio plazo derivadas de una debilidad sostenida de la inversión llevaron a las autoridades europeas a adoptar a finales de 2014 el Plan de Inversiones para la Unión Europea, también conocido como *Plan Juncker*. Con esta iniciativa se destinarán recursos del presupuesto europeo para que el Banco Europeo de Inversiones (BEI), a través del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), promueva inversiones en áreas esenciales para el crecimiento económico y en proyectos con un perfil de riesgo y un carácter más innovador que el que tradicionalmente se impulsa a través del BEI. El éxito del Plan requerirá la movilización de un volumen importante de capital privado, que vendrá fomentado por la visibilidad y asistencia técnica que reciben los proyectos, así como por la confianza que ofrece la participación del BEI. El objetivo es generar inversiones por al menos un valor de 315 mm de euros hasta mediados de 2018, duración que la Comisión Europea propone prolongar. Hasta el momento, los proyectos aprobados de inversiones en innovación e infraestructuras y de apoyo a la financiación de empresas pequeñas, medianas y de nueva creación prevén un desembolso de casi 13 mm de euros por parte del FEIE y se estima que inducirán una inversión total de 100 mm de euros.

A pesar de la mejoría en 2015, el todavía reducido nivel de la inversión empresarial se tradujo, en el contexto de mayor dinamismo de los recursos internos, en una capacidad de financiación en el conjunto de la UEM. Las empresas registraron un superávit de sus cuentas por un valor relativamente elevado, superior al 2 % del PIB en 2015, que contrasta con la posición tradicional de necesidad de financiación del sector (véase gráfico 4.5). Aunque la acumulación de recursos internos es 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 constituye también una señal de alerta sobre la insuficiencia de la inversión. Como se ilustra en el gráfico 4.6, solo las empresas francesas mostraron una necesidad de financiación en 2015, que fue incluso superior a la que mostraban antes de la crisis.

#### LOS RECURSOS EXTERNOS Y EL ENDEUDAMIENTO

El superávit financiero del sector fue compatible con un aumento de sus pasivos, que se incrementaron un 4,9 % del PIB, frente al 2,6 % en 2014 (véase cuadro 2). El incremento de recursos externos se produjo a través tanto de la emisión de acciones como de una mayor financiación ajena. En el caso de los instrumentos de deuda, las emisiones netas de valores de renta fija aportaron recursos por un valor del 0,5 % del PIB, en un contexto en el que la orientación expansiva de la política monetaria mantuvo la rentabilidad de los bonos emitidos por las empresas en niveles muy reducidos, incluso por debajo del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo bancario (véase gráfico 1.2). Los flujos de préstamos superaron el 1 % del PIB, lo que se debió, fundamentalmente, a los préstamos no bancarios. No obstante, el análisis por contrapartida muestra una recuperación de los préstamos procedentes de entidades de crédito residentes, aunque el volumen otorgado continuó siendo muy modesto (con un flujo del 0,1 % del PIB). En el caso de las pymes, las necesidades de fondos ajenos aumentaron de manera moderada, y tanto el acceso a la financiación bancaria como las condiciones de los préstamos continuaron mejorando, de acuerdo con la información de la SAFE y la Encuesta sobre Préstamos Bancarios.

La mejoría de la financiación fue bastante generalizada por países, aunque, como se ilustra en el gráfico 3.4, esta siguió presentando amplias divergencias en las tasas de crecimiento. En países como España, Portugal u Holanda, donde las empresas continúan ajustando sus niveles de endeudamiento, el *stock* de préstamos continuó cayendo, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En otras economías, como la italiana, el menor crecimiento explicaría la falta de dinamismo de la deuda empresarial.

El endeudamiento de las empresas permaneció en niveles históricamente elevados. La combinación de un crecimiento moderado del PIB nominal y del aumento de los pasivos —vía flujos de financiación no bancaria— hizo que la ratio de endeudamiento se redujera solo de forma moderada, situándose en valores del 103 % del PIB (véase gráfico 3.6). Por países, los mayores ajustes se produjeron en las economías con empresas más endeudadas (en particular, Irlanda, España y Portugal, donde la ratio se situó, respectivamente, en el 187 %, el 104 % y el 116 % del PIB). En el caso de Irlanda, la caída del endeudamiento fue facilitada por el crecimiento intenso de la economía, ya que la deuda en términos nominales continuó creciendo. En Bélgica y en Francia, por el contrario, el endeudamiento creció hasta situarse en el 155 % y el 125 % del PIB, respectivamente.

14.6.2016.