

# Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y de las empresas no financieras en 2016

Ignacio Fuentes y Maristela Mulino



6 de junio de 2017

## EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2016

Esta nota ha sido elaborada por Ignacio Fuentes y Maristela Mulino, de la Dirección General de Economía y Estadística.

La presente nota analiza la evolución del balance y las transacciones financieras de los hogares y de las sociedades no financieras, durante 2016, a partir de la información obtenida de las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE). Los desarrollos que aquí se describen se produjeron en un contexto en el que se mantuvo la mejoría de la economía española, con un crecimiento del PIB del 3,2 %, similar al del año anterior. En el terreno financiero, los tipos de interés permanecieron en niveles muy reducidos, apoyados por la orientación expansiva de la política monetaria del BCE, mientras que en las bolsas, tras un primer semestre en el que se registraron caídas de los precios que vinieron acompañadas de repuntes puntuales de las volatilidades, vinculados a las dudas sobre el dinamismo de las economías emergentes y al resultado del referéndum en el Reino Unido sobre su permanencia en la UE, las cotizaciones se recuperaron en la segunda mitad del año.

De acuerdo con la información más reciente de las CFEE, correspondiente al cierre de 2016, el pasado año continuó reforzándose la situación patrimonial de los hogares y de las sociedades no financieras. Así, las ratios de endeudamiento de ambos sectores siguieron reduciéndose. En el caso de las familias, la deuda bancaria<sup>1</sup> pasó a representar una cifra equivalente al 102 % de su renta bruta disponible (RBD), lo que supone un descenso de 4 puntos porcentuales (pp) con respecto a 2015 y de 33 pp en relación con los máximos de mediados de 2008. En términos del PIB, suponía un 64%, 3 pp por debajo del nivel de 2015 y 21 pp inferior al valor máximo del segundo trimestre de 2010. Por su parte, la financiación ajena con coste de las empresas se situó en el 81 % del PIB, cifra 5 pp inferior a la de 2015 y 34 pp por debajo de los niveles máximos a los que llegó a mediados de 2010. Al mismo tiempo, el patrimonio financiero bruto de las familias y de las empresas volvió a aumentar, impulsado por la inversión en activos financieros, ya que, a diferencia de lo ocurrido en 2015, las revalorizaciones y otras variaciones en volumen tuvieron un efecto negativo en ambos sectores.

Los datos de las CFEE también muestran que, durante 2016, la mayor parte de la inversión de los hogares se materializó en depósitos y fondos de inversión, seguida de planes de pensiones y seguros, mientras que continuaron reduciendo sus tenencias directas de acciones y otras participaciones, aunque por un importe menor que el de los dos años anteriores. En cambio, en el caso de las sociedades no financieras, la inversión se concentró, principalmente, en acciones y otras participaciones y, en menor medida, en depósitos.

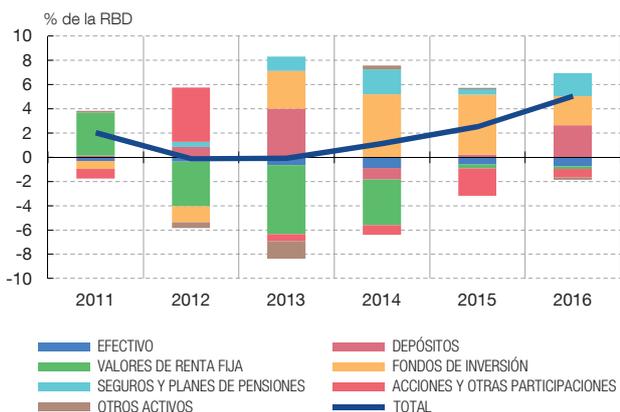
Tras esta introducción, la nota consta de dos epígrafes adicionales, en los que se describen, en primer lugar, la evolución de las transacciones financieras de los hogares y los cambios en sus balances financieros en 2016, y a continuación se realiza un análisis similar para las sociedades no financieras.

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

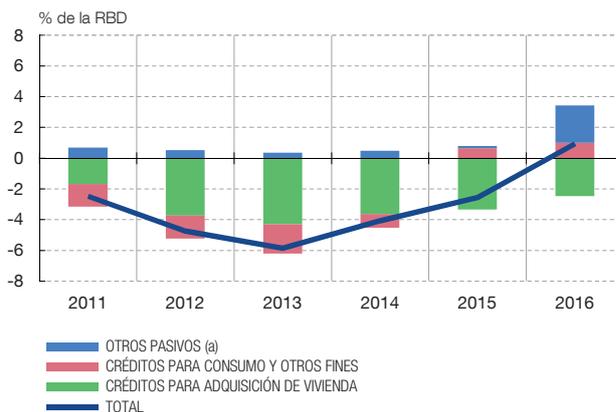
La tasa de ahorro bruto de las familias se redujo ligeramente en 2016 (0,4 pp, hasta el 8,2 % de la RBD). No obstante, este desarrollo fue compatible con un aumento de la adquisición neta de activos financieros (compras menos ventas), que se situó en el 5 % de

<sup>1</sup> El concepto de deuda bancaria que se utiliza en esta nota incluye los préstamos titulizados y los transferidos a la Sareb.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Intituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

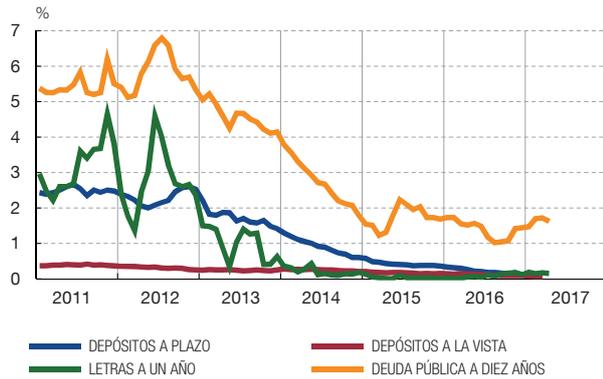
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

su RBD, cifra 2,5 pp superior a la de 2015 y que supone el valor más elevado alcanzado en los últimos ocho años (véase gráfico 1.1).

La mayor parte de las inversiones en activos financieros se destinó, en términos netos, a fondos de inversión, depósitos y seguros y planes de pensiones, lo que supone una mayor diversificación por instrumentos que en 2015, en el que un elevado porcentaje de las mismas se concentró en el primero de estos productos. De este modo, las familias invirtieron, en el conjunto del año, una cuantía equivalente al 2,4 % de su RBD en este tipo de activos, cifra que es inferior a la de los tres años anteriores. Por el contrario, el ahorro dirigido a depósitos aumentó hasta el 2,6 % de su RBD (2,4 pp más que en 2015). También fueron positivas las aportaciones a instrumentos de previsión social (seguros y planes de pensiones), por un importe del 1,9 % de su RBD, acercándose a las realizadas en 2014 (2 %), que fueron, a su vez, las más altas desde 2009. Por otra parte, continuó el proceso de desinversión en valores de renta fija, iniciado en 2012, aunque esta vez la caída fue moderada, y apenas supuso el 0,2% de la RBD. Por cuarto año consecutivo, las familias también redujeron su cartera de acciones y otras participaciones en una cuantía equivalente al 0,7 % de su RBD, registro menor que el de los dos años anteriores. Por último, sus tenencias de efectivo volvieron a disminuir (por un importe equivalente al 0,8 % de su RBD), manteniendo la tendencia descendente observada en los cinco años previos.

La evolución de estos flujos de inversión estuvo marcada por un contexto ligeramente descendente de la rentabilidad de los depósitos a plazo y a la vista y de los tipos de interés de la deuda pública, si bien, en ese último caso, a partir del tercer trimestre de 2016 se produjo un incremento en los plazos largos, aunque sus niveles continúan siendo muy reducidos (véase gráfico 2.1). En general, las bolsas, en la primera mitad del año, registraron correcciones en los precios negociados y algunos episodios de volatilidad, como, en particular, el ocurrido tras conocerse el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea a finales de junio. Sin embargo, en el segundo semestre del año las cotizaciones bursátiles tendieron a elevarse, lo que permitió que tanto el IBEX-35 como el valor promedio de las participaciones en fondos de inversión alcanzaran rendimientos positivos en el conjunto del año (véase gráfico 2.2). Estos descensos de los

1 TIPOS DE INTERÉS



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



FUENTES: INVERCO y Banco de España.

a Rentabilidad acumulada durante los últimos doce meses.

mercados de renta variable durante la primera mitad del año explican seguramente el menor dinamismo de la inversión dirigida hacia los fondos de inversión durante gran parte del ejercicio, y en particular en aquellos que invierten en este tipo de activos. En cambio, el clima de menor volatilidad y de recuperación de las cotizaciones que se observó en el segundo semestre ha podido contribuir a aumentar el atractivo de estos instrumentos, lo que se ha reflejado en una recuperación de los niveles de inversión de las familias durante el último tramo de 2016.

Por lo que respecta a los pasivos, en 2016 la financiación neta bancaria captada por las familias volvió a ser negativa, aunque por un importe más moderado que un año antes: el -1,5 % de la RBD, frente al -2,7 % en 2015 (véase gráfico 1.2)<sup>2</sup>. Al igual que sucedió el año anterior, se observó una evolución diferenciada por componentes, con un flujo neto positivo asociado a la deuda de los hogares para consumo y otros fines del 1 % de la RBD, algo superior al 0,6 % de 2015. Por el contrario, en el caso de los créditos para la adquisición de vivienda, las amortizaciones superaron a las nuevas operaciones, por lo que el efecto neto fue de contracción del saldo, si bien a un ritmo menor que el año anterior (2,5 % de la RBD en 2016, frente al 3,3 % en 2015).

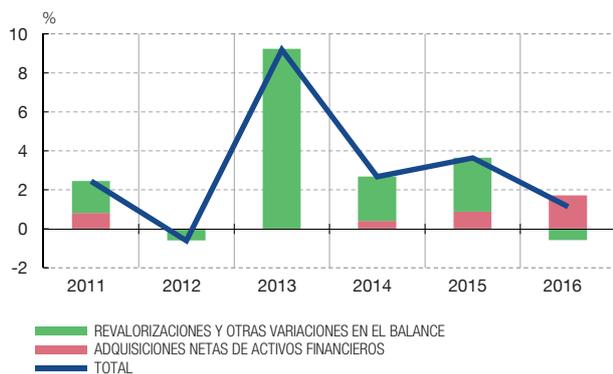
EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

El aumento de la inversión neta en activos financieros contribuyó a un incremento de alrededor del 2 % de la riqueza financiera bruta de los hogares (véase gráfico 3.1). Por el contrario, en el conjunto del año, las revalorizaciones en el precio de los activos y otras variaciones en volumen tuvieron un impacto ligeramente negativo, a diferencia de lo ocurrido en el periodo 2013-2015, en el que este componente fue el responsable principal de la mayor riqueza financiera de las familias. Como resultado de ambos factores, durante 2016 la riqueza financiera bruta de las familias se elevó un 1,1 %.

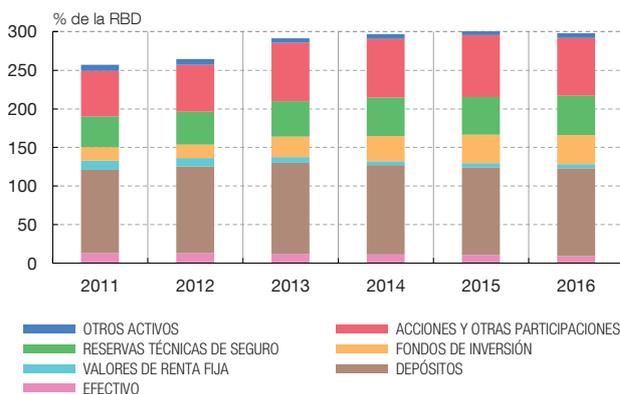
El cambio en el perfil de la inversión de los hogares se tradujo en una recomposición del peso relativo de los distintos instrumentos que forman su cartera (véase gráfico 3.2). Lo más reseñable fue el incremento de la importancia relativa de las reservas técnicas de

2 El flujo de pasivos totales fue positivo, debido a un importe elevado de otros pasivos, en parte asociados a otras cuentas pendientes de pago.

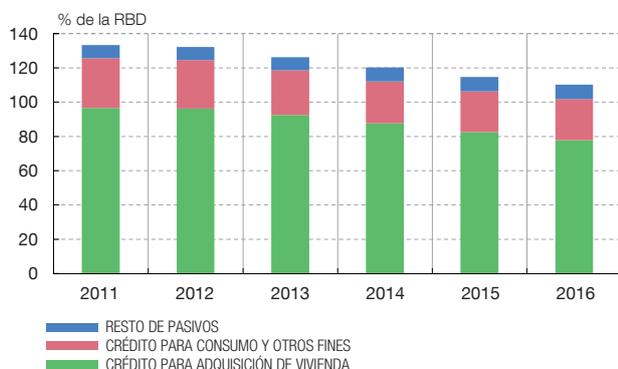
1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA  
(Contribuciones al crecimiento interanual)



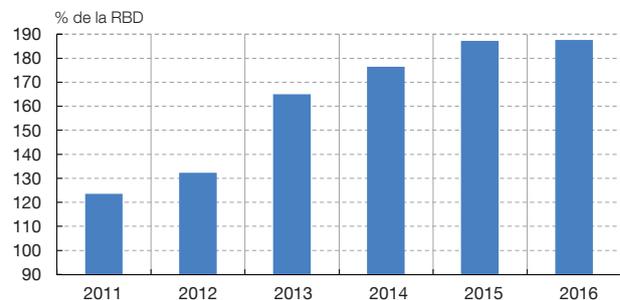
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS



4 RIQUEZA FINANCIERA NETA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

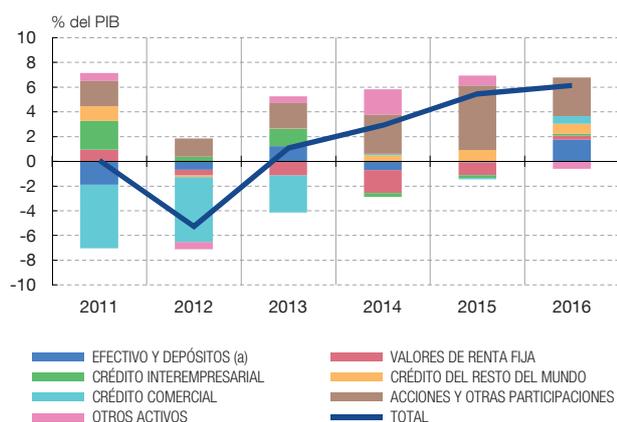
a Diferencia entre activos financieros y pasivos.

seguros (de 0,8 pp, hasta alcanzar el 17 % del total) y, en menor medida, de los fondos de inversión y de los depósitos (con subidas de 0,5 pp en ambos casos, hasta situarse, respectivamente, en el 13 % y el 38 % del total). Por su parte, las acciones y otras participaciones redujeron su relevancia en la cartera, con una caída de 1,4 pp, hasta el 25 %. En el resto de instrumentos apenas se registraron variaciones significativas.

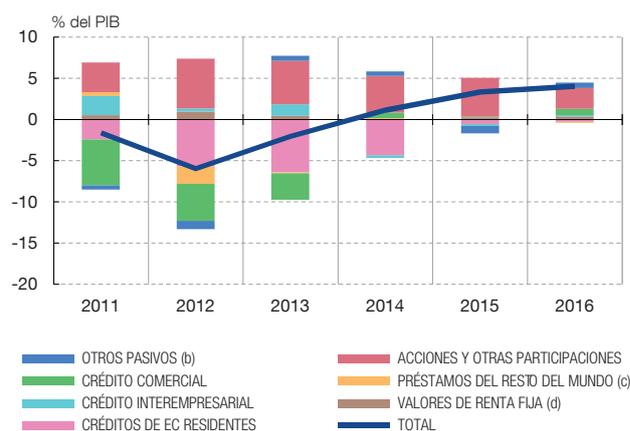
La ratio de la deuda de las familias con entidades de crédito cerró el año en el 102 % de su RBD, 4 pp menos que en 2015 y 33 pp por debajo del máximo de 2008 (véase gráfico 3.3). Los préstamos para adquisición de vivienda cayeron casi 5 pp con respecto a la RBD, suponiendo el 78 % de ella, y los destinados al consumo y otros fines aumentaron ligeramente (0,1 pp de la RBD), alcanzando valores un poco por encima del 24 %. En cuanto al resto de pasivos, su volumen prácticamente no varió en relación con la RBD, manteniéndose en torno al 8 %.

Al igual que ocurrió en años anteriores, el descenso de los pasivos de las familias, en términos de su RBD, unido al avance de sus activos financieros brutos, se tradujo en un nuevo incremento de la riqueza financiera neta del sector, que alcanzó el 188 % de la RBD, aunque este crecimiento fue más moderado que el observado durante los años anteriores (véase gráfico 3.4).

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

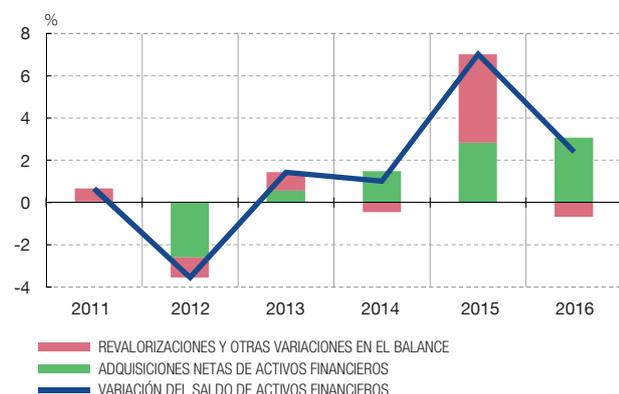
La tasa de ahorro bruto de las empresas aumentó ligeramente en 2016 (0,7 pp, hasta el 17,2% del PIB). Por cuarto año consecutivo, volvió a aumentar la inversión neta en activos financieros de las sociedades no financieras, que alcanzó en 2016 un importe equivalente al 6,1 % del PIB, la cifra más elevada desde 2010 (véase gráfico 4.1).

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

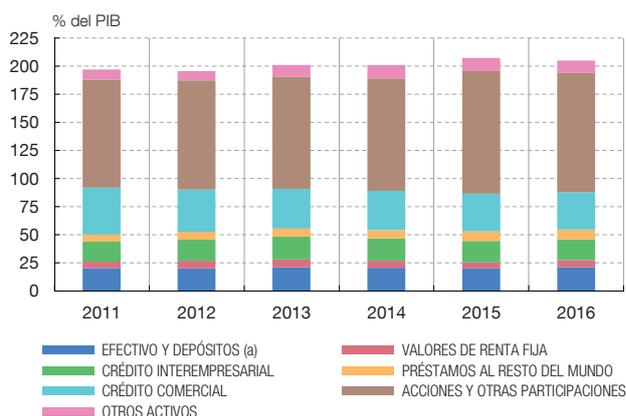
Al igual que sucedió en el caso de los hogares, las inversiones financieras de las sociedades presentaron en 2016 una mayor diversificación por instrumentos que en 2015 (año en el que se concentraron en acciones y otras participaciones). Así, aunque el destino principal volvieron a ser los activos de renta variable (el 3,1 % del PIB), el importe materializado en depósitos a la vista (incluidos en la rúbrica de efectivo y depósitos) también fue destacado (1,7 % del PIB) y, por primera vez después de cuatro años de caídas, también crecieron sus tenencias de valores de renta fija (0,3 % del PIB). Por otra parte, en un contexto de recuperación de la actividad económica y empresarial, el flujo de crédito comercial concedido fue positivo (0,6 % del PIB), frente al valor negativo que tuvo en 2015 (-0,1 % del PIB). Esta cifra fue algo inferior a la que presentaron las operaciones pasivas de las sociedades para esta misma rúbrica, de forma que, en términos netos, los recursos canalizados por el sector a través del crédito comercial tuvieron un saldo acreedor, equivalente al 0,2 % del PIB. Asimismo, el flujo de la financiación interempresarial, que tiene un reflejo por una cuantía idéntica por la parte del pasivo, también registró un cambio de signo respecto al año anterior, para pasar a ser positivo (0,1 % del PIB en 2016 y -0,2 % en 2015).

En cuanto a los movimientos registrados por los pasivos (tanto exigibles como no exigibles) de las sociedades, los flujos netos de financiación fueron en 2016 positivos, por tercer año consecutivo, por un importe del 4 % del PIB (3,3 % en 2015) (véase gráfico 4.2). Por instrumentos, las acciones y otras participaciones continuaron siendo la fuente de financiación principal por sexto año, aunque la cuantía de recursos obtenidos por esta vía fue más reducida que en años anteriores (2,5 % del PIB, frente al 4,7 % de 2015). Los fondos se obtuvieron mediante la emisión de acciones cotizadas (0,5 % del PIB), no cotizadas (1,1 % del PIB) y a través de otras participaciones en el capital (0,9 % del PIB). Por lo que se refiere a la financiación ajena, el flujo procedente del crédito

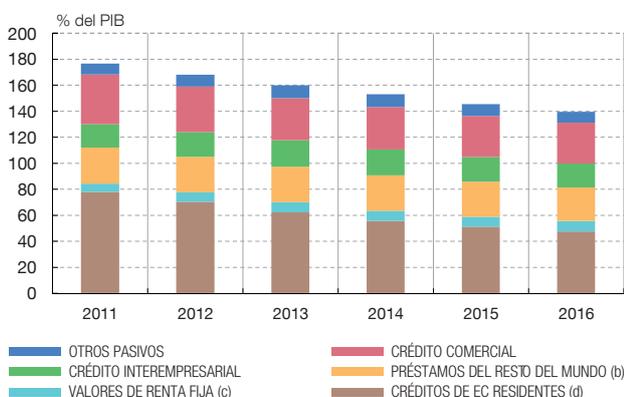
1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA  
(Contribuciones al crecimiento interanual)



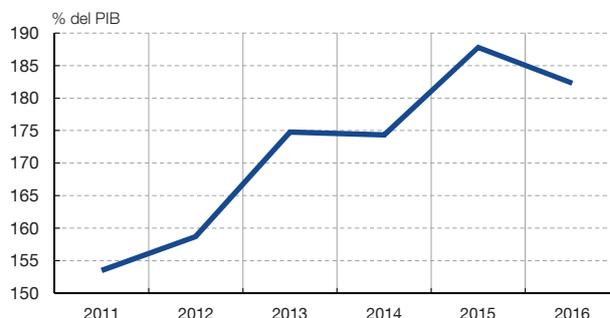
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 PASIVOS EXIGIBLES



4 RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

bancario recibido de entidades residentes continuó siendo, en términos netos, negativo, en menor medida que en el año precedente (-0,3 % del PIB, frente al -0,6 % de 2015). El reducido coste de captación de fondos mediante valores de renta fija, al que contribuyó la extensión del programa de compra de activos del Eurosistema a este tipo de títulos<sup>3</sup>, continuó favoreciendo las emisiones netas de estos títulos (incluyendo las realizadas por filiales financieras residentes de las sociedades no financieras), que fueron positivas en 2016 y por un valor más elevado que un año antes (0,4 % del PIB, frente al 0,2 % de 2015). Por último, la financiación neta mediante préstamos del resto del mundo fue ligeramente negativa en 2016 (-0,1 % del PIB, frente al 0 % de 2015).

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

La riqueza financiera bruta del sector volvió a aumentar en 2016, favorecida por la inversión de las empresas en activos financieros, ya que los cambios debidos a revalorizaciones y

3 Para más detalles, véase S. Mayordomo (2016), «El programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema y su efecto sobre la financiación ajena de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

otras variaciones de volumen tuvieron un impacto ligeramente negativo (véase gráfico 5.1). Con todo, el avance fue menor que el observado un año antes (2,4 %, frente al 7 % de 2015).

La composición de la cartera financiera de las sociedades registró muy pocas modificaciones con respecto a la de 2015 (véase gráfico 5.2). Las acciones y participaciones continuaron siendo su principal componente, si bien su peso sobre el total de activos disminuyó en 0,8 pp, situándose ligeramente por debajo del 52 % (equivalente al 106,2% del PIB). La renta variable no cotizada sigue suponiendo el grueso de esta partida (79 %). En contraposición, la proporción que representan el efectivo y los depósitos se incrementó en 0,6 pp, hasta el 10,3 %, al igual que las tenencias de valores de renta fija, que lo hicieron en 0,4 pp, hasta alcanzar el 3,1 %. El peso del crédito comercial y de la financiación interempresarial apenas varió, manteniéndose en torno al 16 % y al 9 %, respectivamente.

Por su parte, los pasivos exigibles no consolidados de las sociedades descendieron 6 pp en relación con el PIB en 2016, hasta situarse en el 140 % (véase gráfico 5.3). Por componentes, el peso de los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes en el total de la financiación ajena continuó reduciéndose por séptimo año consecutivo, hasta el 34 %, 1 pp menos que en 2015, mientras que el de los créditos comerciales aumentó 0,7 pp, hasta el 22,5 %. Por otra parte, los préstamos exteriores y los valores distintos de acciones, que son una fuente de obtención de recursos utilizada casi exclusivamente por una proporción reducida de empresas de gran tamaño, registraron ligeros incrementos (de 0,1 pp y 0,3 pp), hasta el 18,6 % y el 5,7 %, respectivamente. El peso relativo de la financiación interempresarial se mantuvo en torno al 13 %. Como resultado de estos desarrollos, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija, fundamentalmente<sup>4</sup>) cayó 5 pp en 2016, para registrar un valor equivalente al 81 % del PIB, 34 pp menos que a mediados de 2010, fecha en la que se observó su máximo histórico.

Por último, los recursos propios de las sociedades no financieras se elevaron un 0,5 % (muy inferior al 11,8 % registrado en 2015), como consecuencia de que la captación de fondos por esta vía fue parcialmente compensada por el descenso en el valor de estos instrumentos. El incremento se concentró en las acciones no cotizadas y otras participaciones de capital, cuyo importe creció un 0,7 %, mientras que las acciones cotizadas registraron una ligera reducción (-0,1 %). Dado que el avance de los recursos propios fue menor que el del PIB nominal, la ratio entre ambas magnitudes se redujo en 6 pp, hasta el 182,3 %, interrumpiéndose así la tendencia al alza de esta variable de los últimos siete años (véase gráfico 5.4).

6.6.2017.

---

<sup>4</sup> Esta definición es una aproximación al concepto de deuda consolidada (es decir, descontando de la deuda total los pasivos frente al propio sector).