

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y DE LOS BALANCES
FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS
NO FINANCIERAS EN 2020

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado

RESUMEN

Las Cuentas Financieras de la Economía Española revelan que en 2020 la evolución de los balances y de las operaciones financieras estuvo muy condicionada por la crisis sanitaria, social y económica, así como por las medidas extraordinarias de política económica (monetarias, fiscales y financieras) adoptadas para mitigar sus efectos. En este contexto, los hogares disminuyeron, en contraposición a lo ocurrido en los tres años anteriores, su endeudamiento en forma de préstamos bancarios, fundamentalmente por la fuerte desaceleración del crédito para consumo. No obstante, dado que la renta de las familias se contrajo en mayor medida, su ratio agregada de deuda sobre la renta bruta disponible aumentó en 2,1 puntos porcentuales (pp), hasta el 94,8 %, lo que quebró la tendencia descendente de los años anteriores. En el caso de las empresas no financieras, también se observó un repunte de su ratio de deuda sobre PIB (de 12,3 pp, hasta el 85%), explicado no solo por el retroceso del producto, sino también por el importante avance en la nueva financiación, fundamentalmente en forma de préstamos bancarios. Otro aspecto relevante en 2020 es el incremento notable de las tenencias de activos líquidos por parte de las empresas y de los hogares, como resultado de la acumulación de colchones de liquidez por motivos precautorios en el caso de las sociedades y del fuerte repunte del ahorro en el de las familias.

Palabras clave: financiación, crédito, inversión en activos financieros, endeudamiento de hogares, empresas no financieras y tasa de ahorro.

Códigos JEL: D22, G21, L25, M21, R2.

EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y DE LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2020

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

Introducción

Este artículo analiza la evolución de los balances y de las transacciones financieras de las familias y de las sociedades no financieras (en adelante, SNF o «empresas»), durante 2020, a partir de la información de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE)¹. El entorno en el que se enmarcó esta evolución estuvo condicionado, por un lado, por la crisis sanitaria, social y económica, que derivó en una contracción del PIB de la economía española de un 10,8 % en 2020, y, por otro, por las medidas extraordinarias de política económica (monetarias, fiscales y financieras) orientadas a atenuar el impacto de la crisis. Las condiciones monetarias se caracterizaron por el mantenimiento de unos tipos de interés muy reducidos, y, en los mercados financieros, lo más destacado fue el fuerte retroceso de las valoraciones de los activos con riesgo al inicio de la pandemia, movimiento que tendió a revertir posteriormente, apoyado, primero, por la actuación de las diversas autoridades económicas y, más adelante, por el anuncio de vacunas eficaces contra el COVID-19.

Las CFEE muestran que la situación patrimonial de los hogares y de las SNF se debilitó en 2020. Por un lado, las ratios de endeudamiento de ambos sectores aumentaron, lo que rompió la tendencia de los últimos años. En el caso de las familias, la ratio de deuda sobre renta bruta disponible (RBD) aumentó en 2,1 puntos porcentuales (pp), hasta el 94,8 %, ya que su numerador se redujo en menor medida que el denominador. En el caso de las empresas, la financiación ajena con coste subió 12,3 pp en 2020 y se situó en el 85 % del PIB, lo que obedeció tanto al incremento de la deuda como, en mayor medida, a la contracción del producto. Al mismo tiempo, el patrimonio financiero bruto de las familias también disminuyó, al contrario de lo ocurrido el año anterior, ya que, aunque realizaron una inversión neta positiva en activos financieros, impulsada por el extraordinario incremento de la tasa de ahorro, la caída de los precios de los instrumentos de renta variable provocó un fuerte descenso del valor de su cartera financiera.

La renovada preferencia por los activos más líquidos hizo que los hogares materializaran sus inversiones en depósitos bancarios y efectivo, seguidos de

¹ Puede encontrarse información más detallada sobre las CFEE en este vínculo: <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/ccff2.html>.

instrumentos de inversión colectiva, en particular participaciones de fondos de inversión. Del mismo modo, las empresas concentraron su inversión financiera en efectivo y depósitos, preferentemente cuentas a la vista y, en menor medida, acciones y otras participaciones.

Tras esta introducción, el artículo consta de dos epígrafes; en primer lugar, se describen la evolución de los flujos financieros de los hogares y los cambios en sus balances financieros en 2020 y, a continuación, se realiza un análisis similar para las SNF.

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

Evolución de los flujos financieros

La tasa de ahorro bruto de las familias registró en 2020 un fuerte repunte y se situó en el 14,8 % de la RBD, frente al 6,3 % de 2019, lo que supone la ratio de ahorro más elevada de los últimos 40 años. Esta evolución fue resultado de la fuerte caída del gasto —asociada tanto al clima de mayor incertidumbre como a las dificultades para acometerlo, en algunos casos por las restricciones a la movilidad y el cierre de determinadas actividades—, así como de la relativa resistencia de la renta debido a las medidas de apoyo público². Las condiciones monetarias y financieras continuaron, al igual que el año anterior, marcadas por unos niveles muy reducidos de los tipos de interés. Como se aprecia en el gráfico 1.1, tanto los depósitos bancarios como, en mayor medida, las letras del Tesoro registraron tipos de interés próximos a cero o negativos, al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo continuó con la tendencia descendente, hasta alcanzar a finales de 2020 un rendimiento nulo, si bien repuntó en los primeros meses de 2021. Por otro lado, como se observa en el gráfico 1.2, las cotizaciones bursátiles retrocedieron con fuerza al inicio de la pandemia, movimiento que tendió a corregirse posteriormente. En línea con esta evolución, los fondos de inversión que invierten en este tipo de activos mostraron rentabilidades interanuales negativas durante los meses de primavera, que después se fueron moderando.

En este contexto, la adquisición neta de activos financieros de los hogares aumentó significativamente en comparación con los ejercicios anteriores y alcanzó el 10,5 % de su RBD, frente al 4,9 % de 2019 (véase gráfico 2.1).

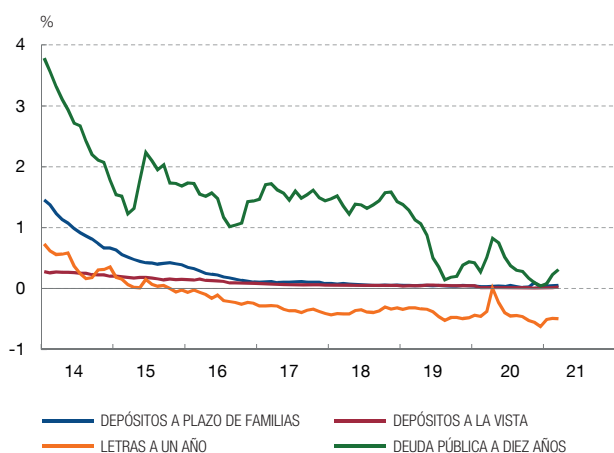
Uno de los aspectos más destacables en los flujos de activos financieros de las familias fue la renovada preferencia por los activos más líquidos, lo que podría estar

2 Para un mayor detalle, véase J. A. Cuenca, C. Martínez Carrascal y A. del Río (2021), “El ahorro de los hogares durante la pandemia y sus posibles efectos sobre la reactivación futura del consumo”, recuadro 4 «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

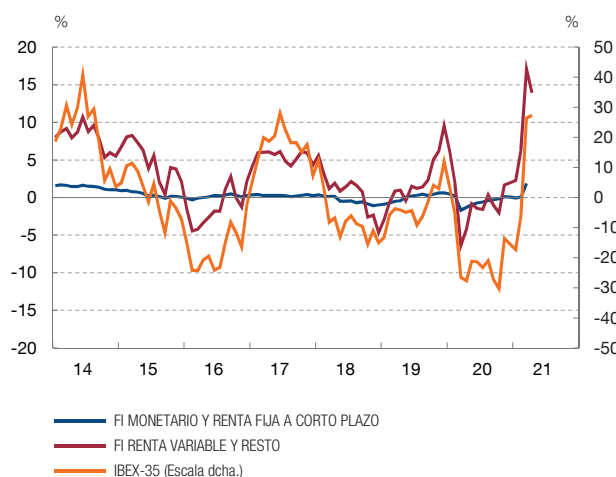
LOS TIPOS DE INTERÉS SE MANTUVIERON EN NIVELES REDUCIDOS, AL TIEMPO QUE LA PANDEMIA IMPACTÓ NEGATIVAMENTE SOBRE EL VALOR DE LOS ACTIVOS DE RENTA VARIABLE

Los tipos de interés de los productos de ahorro a corto plazo, como los depósitos bancarios y las letras del Tesoro, se situaron en niveles próximos a cero o negativos, al tiempo que la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo continuó una tendencia descendente, hasta alcanzar a finales de 2020 un rendimiento nulo. Los precios de los activos de renta variable se redujeron con fuerza al inicio de la pandemia y tendieron a corregirse posteriormente.

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.



vinculado tanto al contexto de tensiones en los mercados financieros en la primera parte del año como a la naturaleza relativamente transitoria de una parte importante del nuevo ahorro que se ha generado por las dificultades de realizar determinados gastos. Así, a lo largo de 2020 las nuevas inversiones financieras de los hogares se concentraron mayoritariamente en depósitos (8,7 % de su RBD) y en efectivo (1,2 % de su RBD). Hay que señalar que el efectivo en poder de los hogares registró un cambio de tendencia, al presentar cifras de avance positivas por primera vez en los últimos doce años. Las adquisiciones netas en participaciones de fondos de inversión se situaron en el 1,4 % de su RBD, y las materializadas en valores de renta fija, en el 0,6 % de su RBD, en ambos casos por encima de las cifras de 2019.

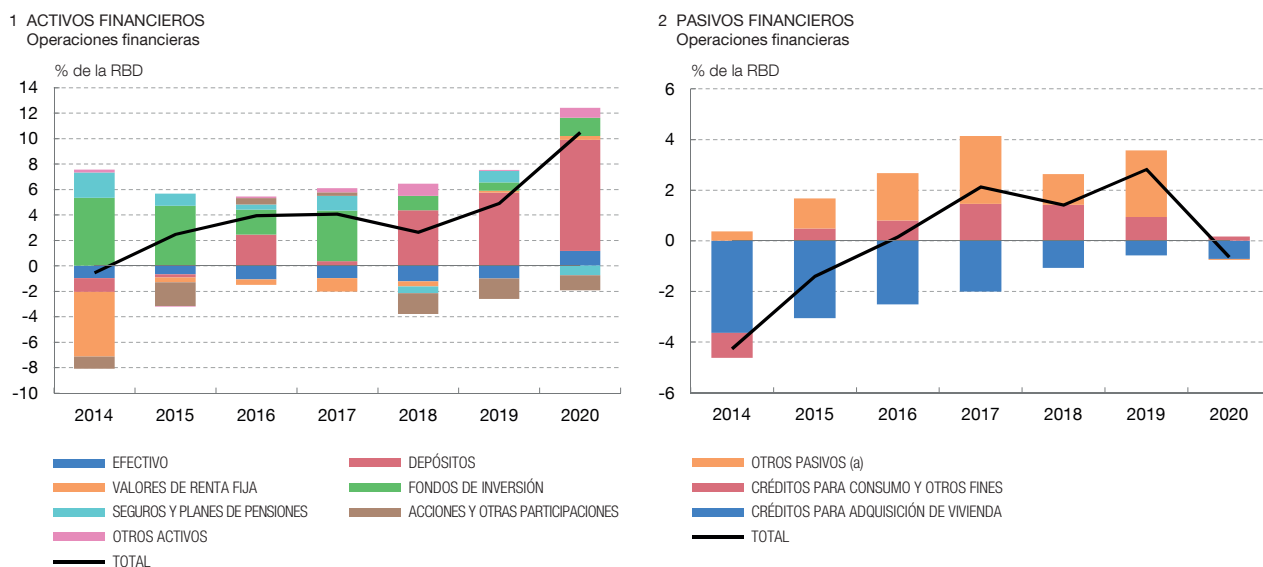
La inversión neta en acciones y otras participaciones volvió, por tercer año consecutivo, a ser negativa (-1,2 % de su RBD), y también lo fue la destinada a instrumentos de seguros y planes de pensiones (-0,8 % de su RBD).

En cuanto a la evolución de las operaciones pasivas, frente al aumento en los dos años anteriores, las familias disminuyeron su endeudamiento en forma de préstamos bancarios, por un importe moderado (-0,6 % de la RBD) (véase gráfico 2.2). Por componentes, esta evolución vino determinada fundamentalmente por la fuerte

Gráfico 2

EN 2020, LA ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR CONTINUÓ LA TENDENCIA ASCENDENTE DE EJERCICIOS ANTERIORES, MIENTRAS QUE SE CANCELARON PASIVOS EN TÉRMINOS NETOS

Los hogares materializaron sus inversiones en depósitos bancarios. En cuanto a la evolución de los pasivos, por primera vez en los tres últimos años, las familias disminuyeron su endeudamiento en forma de préstamos bancarios.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.



desaceleración del crédito para consumo y otros fines distintos de la adquisición de vivienda³.

Evolución del saldo de activos y pasivos financieros

La riqueza financiera bruta de los hogares disminuyó un 1,7 % en 2020, lo que contrasta con el aumento del 5 % del ejercicio precedente (véase gráfico 3.1). Esta evolución se produjo a pesar del avance de la adquisición de nuevos activos, que se vio compensado por el fuerte descenso del valor de su cartera financiera y, en particular, de los instrumentos vinculados a las acciones. Este efecto de revalorización negativo se produjo a través tanto de tenencias directas de acciones como de indirectas, mediante fondos de inversión y de pensiones. En términos de la RBD, dado que esta cayó en mayor medida, tuvo lugar un aumento de 5 pp, hasta el 317 %.

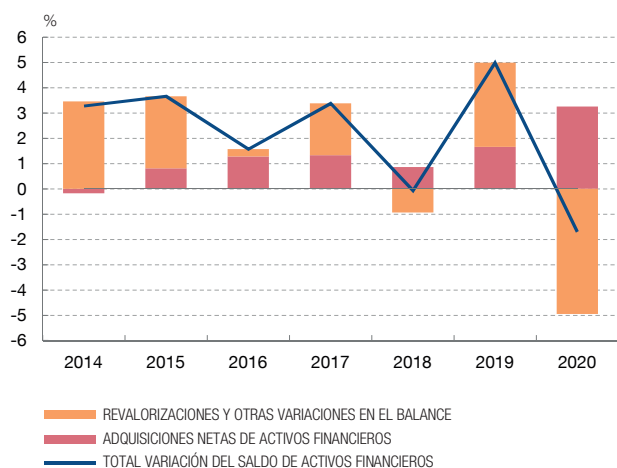
Como resultado de las nuevas inversiones y del cambio en las valoraciones, se han generado variaciones importantes en el peso relativo de los distintos activos del

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

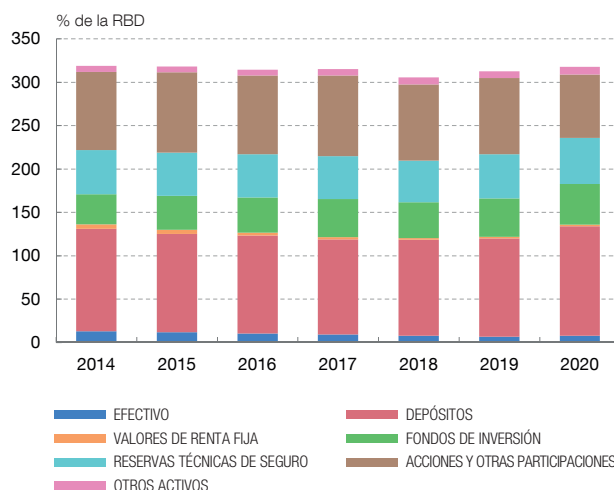
LOS ACTIVOS Y LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES, EN TÉRMINOS DE SU RENTA BRUTA DISPONIBLE, SE ELEVARON LIGERAMENTE EN 2020

La riqueza financiera bruta de los hogares disminuyó en 2020, ya que la adquisición de nuevos activos fue compensada por el descenso del valor de su cartera financiera. En la cartera de las familias se registró un fuerte avance del peso del efectivo y de los depósitos bancarios, así como de las tenencias de instrumentos de inversión colectiva, en detrimento de las tenencias directas de valores negociables. La deuda de los hogares y su riqueza financiera neta disminuyeron en menor medida que su RBD, por lo que se elevó ligeramente el cociente entre estas partidas y su RBD.

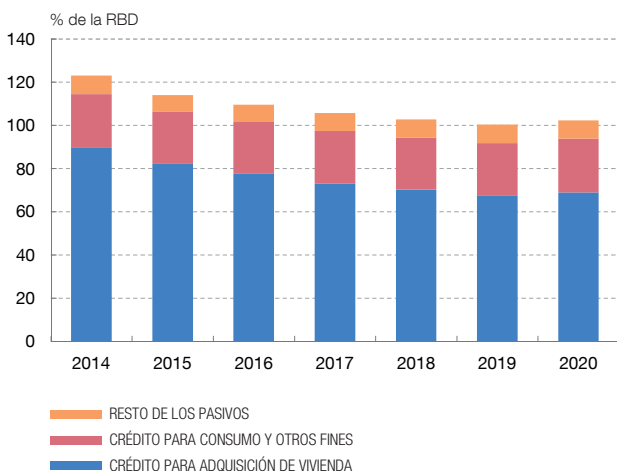
1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA
Contribuciones al crecimiento interanual



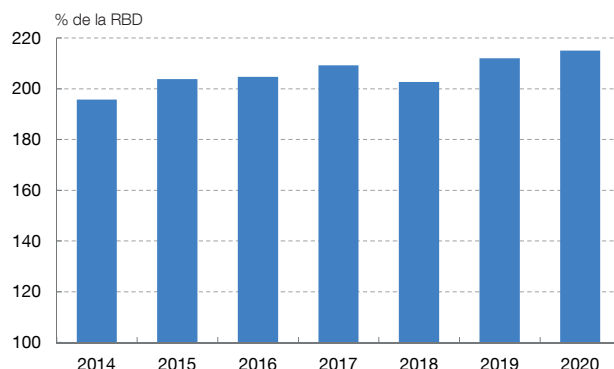
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



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.



patrimonio bruto de las familias. Así, destaca el fuerte avance relativo de los depósitos bancarios, que aumentó en 3,4 pp, hasta suponer el 39,7 % del total del activo (véase gráfico 3.2). Este avance se concentró, un ejercicio más, en los depósitos a la vista (34,3 % del total, frente al 29,8 % de 2019), mientras que se redujo el peso de las cuentas a plazo, desde el 6,6 % del año anterior hasta el 5,4 % en 2020.

Por su parte, el peso de las tenencias de efectivo aumentó en 0,4 pp y alcanzó en 2020 el 2,4 % del total activo, lo que quiebra la tendencia descendente del período reciente.

Asimismo, continuó el proceso de institucionalización del ahorro, en detrimento de las tenencias directas, que se materializó, por un lado, en un nuevo incremento de la importancia relativa de las participaciones en fondos de inversión, que pasaron a suponer el 14,8 % del total de la riqueza financiera bruta de los hogares, 0,6 pp más que en 2019, y, por otro, en un avance⁴ de las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones, que alcanzaron el 16,7 % del total activo, frente al 16,3 % del año anterior. Por otro lado, se registraron un fuerte descenso del peso (-5,2 pp del total) de las acciones y otras participaciones, hasta situarse en el 23 % del total, y un aumento muy ligero del peso de las carteras de valores de renta fija.

Por lo que respecta a los pasivos, la ratio de la deuda de los hogares⁵ aumentó por primera vez en el período reciente y alcanzó el 94,8 % de su RBD, 2,1 pp más que en 2019 (véase gráfico 3.3). Esta variación fue resultado de un descenso del valor de la deuda más moderado que el retroceso de la renta, denominador de esta ratio.

Por instrumentos, en 2020 creció el peso relativo de los dos componentes de la deuda bancaria: el saldo vivo de los préstamos para adquisición de vivienda ascendió 1,4 pp, hasta llegar al 69 % de la RBD, y también lo hizo el de los préstamos destinados al consumo y otros fines, aunque de forma menos intensa (0,7 pp de la RBD), que alcanzó cerca del 24,9 % de la RBD. Por el contrario, el volumen del resto de los pasivos registró un ligero descenso y se situó en el 8,5 % de la RBD.

El avance más intenso del saldo de activos financieros de las familias, en términos de la RBD, que el registrado en sus pasivos derivó en un nuevo incremento de la ratio de riqueza financiera neta del sector, que alcanzó el 215 % de la RBD, lo que supone el nivel más elevado desde 2005 (véase gráfico 3.4).

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

Evolución de los flujos financieros

A diferencia de lo que sucedió en el caso de los hogares, la tasa de ahorro bruto de las empresas descendió en 2020 (1,3 pp, hasta el 16,2 % del PIB). A pesar de ello, la inversión neta en activos financieros de las SNF volvió a ser positiva, por un importe equivalente al 5,5 % del PIB, nivel superior al registrado en 2019 (véase gráfico 4.1).

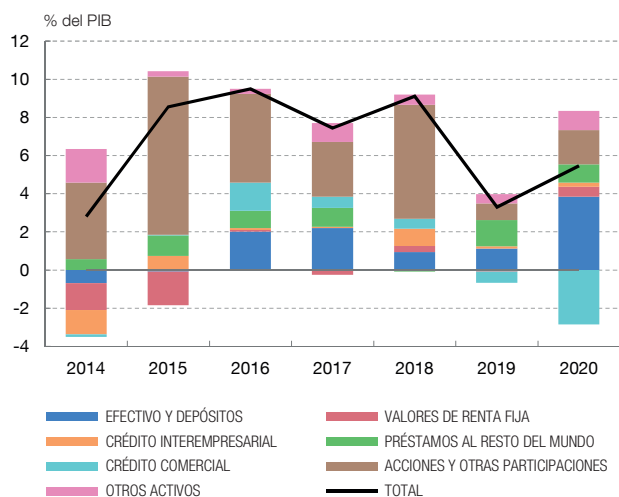
4 Esta evolución es compatible con el descenso de las operaciones de seguros y planes de pensiones comentado en la sección de flujos, dada la caída más acusada de la RBD.

5 La definición de deuda que se considera incluye solamente los pasivos en forma de préstamos bancarios.

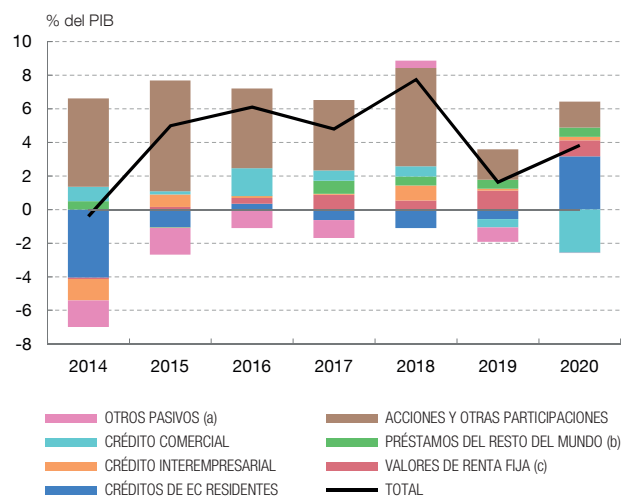
LA INVERSIÓN EN ACTIVOS FINANCIEROS Y LA FINANCIACIÓN NETA DE LAS EMPRESAS VOLVIERON A SER POSITIVAS EN 2020, POR UNOS IMPORTES SUPERIORES A LOS DEL AÑO ANTERIOR

La inversión se concentró en efectivo y depósitos bancarios, mientras que la financiación se obtuvo principalmente mediante crédito bancario y, en menor medida, a través de acciones y otras participaciones.

1 ACTIVOS FINANCIEROS



2 PASIVOS FINANCIEROS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

b Excluye crédito comercial.

c Incluye emisiones netas de valores por parte de filiales residentes de SNF.



El repunte obedece en buena medida a que algunas empresas se endeudaron para acumular colchones de liquidez por motivos precautorios⁶.

En línea con esta evolución, la adquisición neta de efectivo y depósitos por parte de las empresas no financieras alcanzó el 3,8 % del PIB (mayoritariamente materializado en depósitos a la vista), 2,7 pp por encima de la cifra de 2019. También aumentó, aunque en menor medida, la inversión en activos de renta variable y en los valores de renta fija, con unos importes equivalentes al 0,9 % y al 0,5 %, respectivamente, del PIB, mientras que los préstamos al resto del mundo cayeron un 0,4 % del PIB. La financiación concedida a través del crédito comercial se contrajo con fuerza, conforme al intenso retroceso de la actividad económica⁷.

Como se aprecia en el gráfico 4.2, los flujos netos de la financiación recibida por las empresas (tanto de recursos exigibles como de los no exigibles) aumentaron con fuerza en 2020 y se situaron en el 3,8 % del PIB. Por instrumentos, el flujo procedente

6 Para más detalles, véase Banco de España (2021), «Los efectos de la crisis del COVID-19 sobre los sectores productivos en España: implicaciones económicas y financieras», capítulo 3, *Informe Anual 2020*.

7 El crédito comercial surge del aplazamiento de las operaciones comerciales. De este modo, esta partida está muy vinculada a la actividad económica: crece en períodos de expansión y se reduce en etapas contractivas.

del crédito bancario pasó a ser positivo, por primera vez desde 2016, y se constituyó como la principal fuente de financiación, alcanzando el 3,2 % del PIB, estimulado por el aumento de las necesidades de financiación de las empresas para cubrir el déficit de liquidez generado por la caída de actividad y por el programa de avales públicos⁸. La captación de fondos en forma de acciones y otras participaciones alcanzó el 1,5 % del PIB, 0,3 pp menos que la cifra del año precedente. Estos recursos se obtuvieron mediante la emisión de acciones no cotizadas (0,8 % del PIB) y cotizadas (0,1 % del PIB), así como a través de otras participaciones en el capital (0,6 % del PIB).

Las emisiones netas de valores de renta fija continuaron siendo positivas (1 % del PIB, un valor similar al del año anterior), impulsadas, en parte, por los programas de compra de bonos corporativos del Eurosistema, incluidas las adquisiciones de bonos corporativos dentro del nuevo programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).

Por último, la financiación neta mediante préstamos del resto del mundo fue positiva (0,6 % del PIB), muy similar a la registrada en años anteriores. De este modo, en 2020 el flujo del total de la financiación ajena captada, en términos consolidados, por las SNF (crédito bancario residente, valores de renta fija y préstamos del resto del mundo) se situó en el 4,7 % del PIB, cifra sustancialmente superior a la registrada en 2019 (1,1 % del PIB).

Evolución del saldo de activos y pasivos financieros

El saldo vivo de los activos financieros de las empresas registró en 2020 un sensible descenso (-6,2 %, frente al crecimiento del 4,8 % de 2019), lo que supone la primera caída del patrimonio desde 2012. Como se observa en el gráfico 5.1, este desarrollo derivó del descenso de los precios de los activos y de otras variaciones en el volumen, que contrarrestaron la inversión neta positiva en activos financieros.

Como resultado de este descenso en las valoraciones y de la adquisición de nuevos activos, la estructura de la cartera financiera de las SNF registró cambios significativos con respecto a 2019 (véase gráfico 5.2). Así, el peso de las acciones y participaciones descendió de forma acusada⁹ (aunque continúa siendo su principal componente) y se situó en torno al 51,6 % del total (equivalente al 119 % del PIB), con la particularidad de que la renta variable no cotizada sigue suponiendo el grueso de esta rúbrica (44,4 % del total de estos activos). Por el contrario, los avances se materializaron,

8 Para más detalles sobre los efectos de este programa, véase Banco de España (2021), «Los efectos de la crisis del COVID-19 sobre los sectores productivos en España: implicaciones económicas y financieras», capítulo 3, *Informe Anual 2020*.

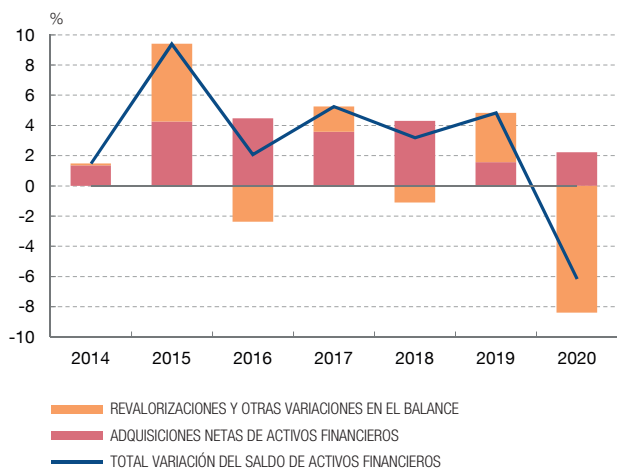
9 Como resultado del avance de las operaciones con instrumentos de renta variable y del descenso más intenso de los precios de estos activos.

Gráfico 5

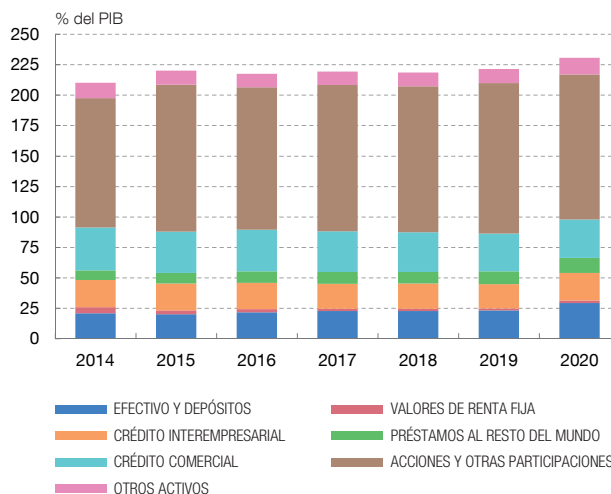
EL SALDO VIVO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS, EN TÉRMINOS DE PIB, DESCENDIÓ EN 2020, MIENTRAS QUE LA RATIO DE DEUDA SOBRE PIB AUMENTÓ, LO QUE INTERRUMPIÓ LA TENDENCIA DESCENDENTE INICIADA EN 2010

La inversión en activos financieros de las empresas fue compensada por el descenso de su valor, lo que generó una caída del saldo de activos financieros brutos del sector empresarial. La deuda de las empresas (pasivos exigibles), en términos de PIB, aumentó por primera vez en los últimos once años. Por su parte, el valor de mercado de los recursos propios en relación con el PIB disminuyó.

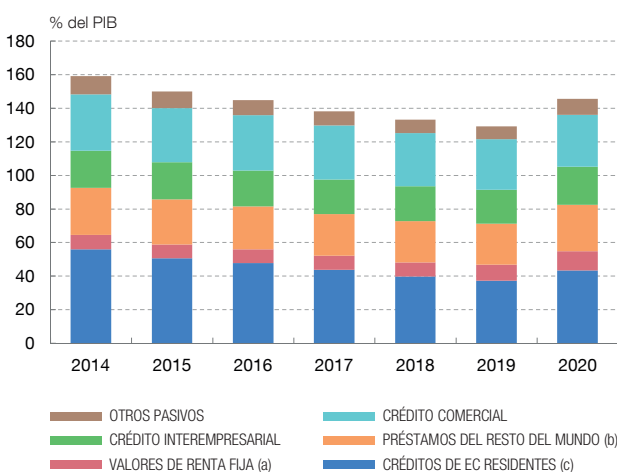
1 SALDO VIVO DE ACTIVOS FINANCIEROS
Contribuciones al crecimiento interanual



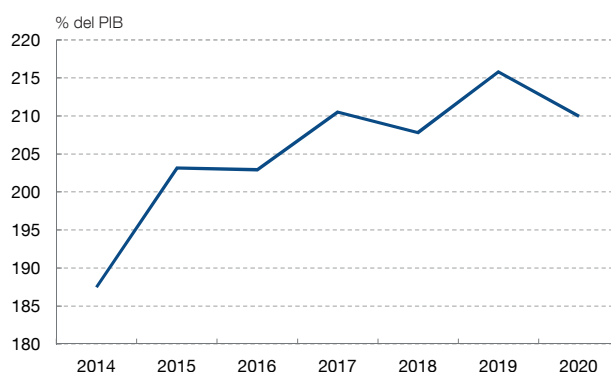
2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



3 PASIVOS EXIGIBLES



4 RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Incluye valores emitidos por parte de filiales residentes de SNF.
- b Excluye crédito comercial.
- c Incluye créditos titulizados fuera de balance y préstamos transferidos a la Sareb.



por un lado, en la proporción que representan el efectivo y los depósitos, que aumentó de forma sensible, hasta el 12,7 % del total (equivalente al 29,3 % del PIB), y, por otro lado, en el peso de los préstamos al resto del mundo, que aumentó hasta el 5,4 % del total (lo que supone un 12,4 % del PIB). También aumentaron la

importancia relativa del crédito comercial concedido, que se situó en el 31,5 % del PIB (compatible con la caída de sus flujos, dado el fuerte descenso del producto), y, de forma un poco más intensa, la financiación interempresarial (22,6 % del PIB). Por último, la proporción que representan los saldos de valores de renta fija se mantuvo en niveles similares a los de los cuatro últimos años, en torno al 1 % (o el 2 % del PIB).

Por su parte, el volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF en relación con el PIB creció 16,5 pp en 2020, hasta situarse en el 146 % del PIB, lo que supuso la interrupción de la prolongada tendencia descendente iniciada en 2010 (véase gráfico 5.3). Todos los componentes de esta variable registraron ascensos en 2020. De este modo, los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes, en términos de PIB, aumentaron, hasta el 43,3 % del PIB. Asimismo, los dos componentes que tradicionalmente son una fuente de financiación para las empresas de gran tamaño experimentaron ascensos: los préstamos exteriores alcanzaron el 27,6 % del PIB (3,2 pp más que en 2019) y los valores distintos de acciones sumaron un 11,5 % del PIB (2,1 pp más que el año anterior), la mayor cifra desde 2005. Por último, la financiación interempresarial y el crédito comercial recibido también registraron avances en términos de PIB, y se situaron en el 22,6 % y el 30,9 % del PIB, respectivamente. No obstante, en el último caso el aumento se explica por el fuerte descenso del PIB (denominador), ya que el saldo en euros de esta partida se redujo.

Como resultado de estos desarrollos, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija) subió 12,3 pp en 2020 y se situó en el 85 % del PIB. Este ascenso se debe tanto al aumento del numerador como, en mayor medida, al retroceso del producto.

Finalmente, el valor de los recursos propios de las SNF disminuyó un 12,3 %, ya que la captación de fondos y la retención de beneficios fueron insuficientes para compensar el descenso en el valor de estos instrumentos. Esta caída, que superó el retroceso del producto, se tradujo en una disminución de la ratio de recursos propios sobre PIB (que se situó a finales de 2020 en el 210 %, después de disminuir 6 pp).

17.6.2021.