

## LA EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES DEL ÁREA DEL EURO EN 2014

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

### Introducción

La evolución financiera de las familias y de las empresas en el área del euro a lo largo de 2014 se enmarcó en un contexto económico caracterizado por una prolongación de la senda de recuperación gradual del crecimiento del PIB iniciada en la primavera de 2013, si bien más moderada de lo esperado en la parte central del año; por el crecimiento del empleo por primera vez desde que comenzó la crisis; por la atonía de la inversión, debilitada por el contexto de incertidumbre y la necesidad de saneamiento de los balances del sector privado; y por la caída del precio del petróleo en la segunda mitad del año, que propició un descenso de los precios en el conjunto del área y un deterioro de las perspectivas de inflación a medio plazo. Este último hizo que el BCE acentuara el carácter expansivo de la política monetaria, lo que indujo una relajación adicional de las condiciones financieras y el inicio de una recuperación suave del crédito. Los tipos de interés a lo largo de toda la curva disminuyeron (más intensamente en los plazos largos) y las diferencias en los costes de financiación entre países se estrecharon sustancialmente. En general, los tipos de interés de la deuda pública y privada alcanzaron niveles históricamente bajos, lo que también se transmitió al coste de los préstamos bancarios.

Este artículo describe la evolución de la situación financiera de los hogares y de las empresas no financieras durante 2014, a partir de la información de las cuentas sectoriales. Para ello, la siguiente sección se concentra en el sector de hogares, presentando el comportamiento de la renta, el consumo y el ahorro a nivel agregado 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, con información diferenciada en función del tamaño de las sociedades para algunas variables. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

### Los hogares

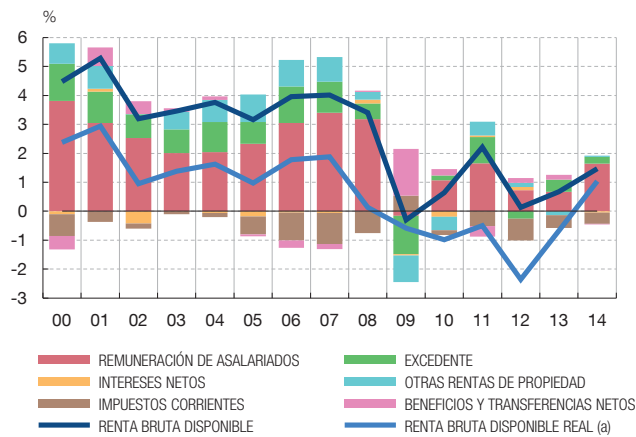
#### LA RENTA Y EL AHORRO

Durante 2014 los ingresos de los hogares experimentaron cierta recuperación. El avance de la renta fue moderado, pero la caída de la inflación hasta tasas muy reducidas —un 0,4 % de media en el ejercicio— permitió que, por primera vez en cinco años, el sector registrara un suave incremento de su poder adquisitivo (véase gráfico 1). La renta bruta disponible<sup>1</sup> (RBD) de las familias aumentó un 1,5 % en términos nominales, algo por encima de lo registrado en 2013 (0,7 %), y un 1 % en términos reales, compensando una parte de la pérdida de poder adquisitivo acumulada durante los seis años anteriores —que ascendía a más del 5 %—.

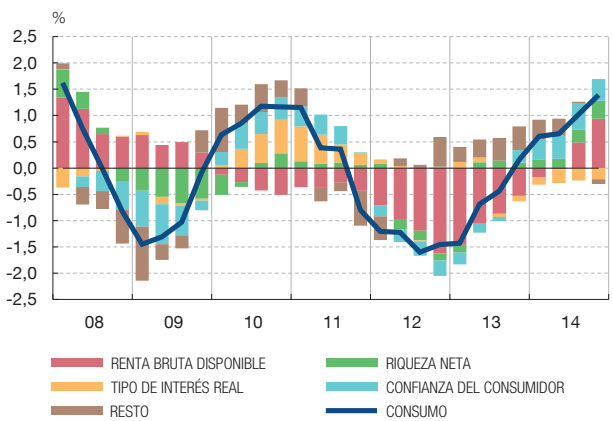
El mayor dinamismo de la renta fue bastante generalizado por países, con la notable excepción de Italia. Lastrada por el estancamiento del empleo, el crecimiento de la RBD de las familias italianas fue, al igual que en 2013, prácticamente nulo, lo que se tradujo en una

<sup>1</sup> El sector hogares incluye las empresas individuales sin personalidad jurídica y las instituciones sin ánimo de lucro. La renta bruta disponible (RBD) comprende la remuneración de los asalariados —incluyendo las cotizaciones sociales a cargo de la empresa—, la renta mixta (que generan los empleados autónomos) y el excedente bruto de explotación (que procede de las empresas familiares y de las rentas asignadas a viviendas ocupadas por sus propietarios), las rentas netas de la propiedad (fundamentalmente, intereses y dividendos recibidos menos los intereses pagados) y las transferencias del y al sector público (prestaciones de la Seguridad Social menos cotizaciones y pago de impuestos). En el artículo, la RBD está ajustada por el cambio neto en el patrimonio de los fondos de pensiones.

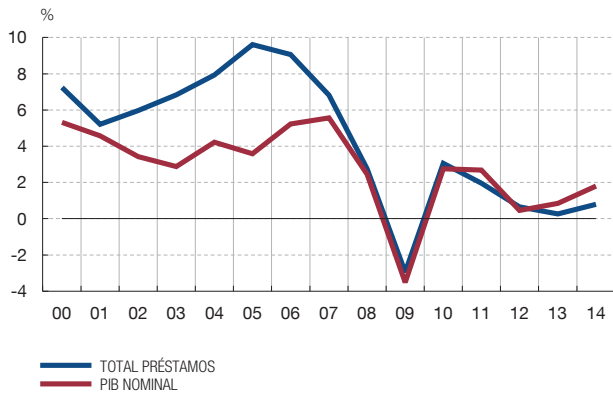
**RENDA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES**  
Contribuciones al crecimiento interanual



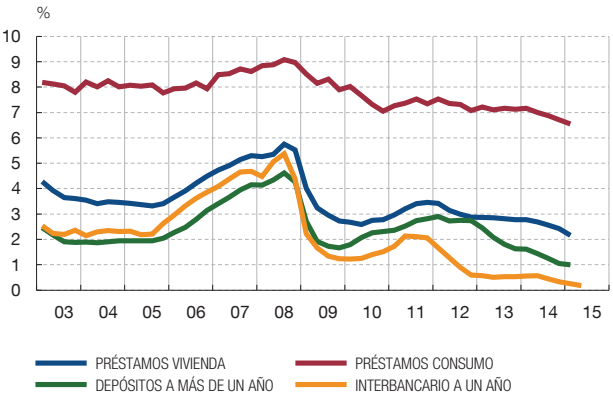
**CONSUMO Y FACTORES DETERMINANTES (b)**  
Contribuciones al crecimiento interanual



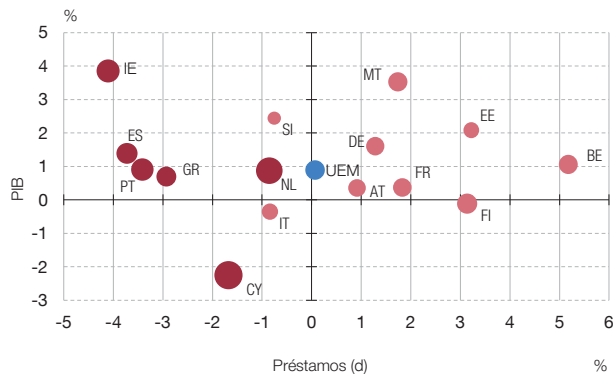
**PRÉSTAMOS BANCARIOS Y PIB**  
Crecimiento interanual. Ajustados de titulización y ventas



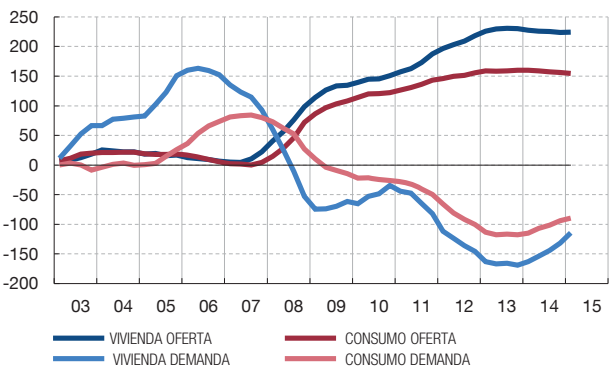
**TIPOS DE INTERÉS (c)**



**CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LOS PRÉSTAMOS TOTALES A HOGARES EN 2014**



**ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (e)**



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 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.
- d Préstamos a partir de las cuentas financieras. Tasas calculadas con flujos financieros. El tamaño del punto indica el endeudamiento relativo del sector en porcentaje del PIB en cada país, habiéndose oscurecido aquellos que presentan un endeudamiento superior al de la UEM. Se excluyen Luxemburgo, Eslovaquia y Letonia para no distorsionar el gráfico.
- e Variaciones acumuladas en la oferta y en la demanda. Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos, y en la demanda, aumento.

pérdida de capacidad adquisitiva por séptimo año consecutivo. Las tasas de mayor avance de la renta se registraron en Bélgica y Alemania —del 2,9 % y 2,5 % en términos nominales, respectivamente—. En el caso de Alemania, este impulso de los ingresos, en un entorno de reducida inflación, se tradujo en una mejora significativa del poder adquisitivo, con un crecimiento de la renta del 1,7 % en términos reales, muy por encima del incremento medio registrado desde el año 2000, que se situó en el 0,4 % anual.

El crecimiento de la renta nominal de las familias fue síntoma de la mejora del mercado de trabajo, si bien la recuperación del empleo estuvo contenida por el carácter moderado de la reactivación económica. El empleo se incrementó un 0,5 % en promedio del año, según los datos de la Encuesta de Población Activa, el primer registro positivo desde el comienzo de la crisis en 2008. El número de horas trabajadas por empleado avanzó más lentamente, un 0,1 %, permaneciendo por debajo de su promedio histórico, ya que gran parte de la creación de empleo estuvo sustentada inicialmente por el empleo a tiempo parcial. Por otra parte, durante 2014 se mantuvo el contexto de moderación salarial, registrándose un incremento de la remuneración por asalariado del 1,4 %, frente al 1,7 % de 2013. Tanto el crecimiento del empleo como el de los salarios contribuyeron a una mejoría de la principal fuente de ingresos de las familias, la remuneración de los asalariados, que creció un 2,2 %, frente al 0,9 % de 2013. Aunque este incremento nominal es reducido desde una perspectiva histórica, el escaso avance de los precios de bienes de consumo propició una mejora de la capacidad adquisitiva del sector de una magnitud algo superior a la observada en promedio entre los años 2000 y 2007.

La mejora de las rentas del trabajo contrastó, en cambio, con la pérdida de dinamismo del excedente bruto de explotación (EBE), el segundo componente en importancia de los ingresos de las familias, al generar cerca del 25 % de estos, y que se ha visto muy mermado durante la crisis, al encontrarse ligado a la evolución de los trabajadores autónomos. El EBE creció un 1 % en 2014, frente al 1,8 % de 2013.

En relación con el resto de componentes de la renta de las familias, tanto los intereses pagados como los recibidos volvieron a reducirse, situándose en ambos casos en valores mínimos desde 1999. En términos netos, los hogares fueron perceptores de intereses por un importe que representó un 1,1 % de su RBD, valor similar al de los años anteriores. Por otra parte, el pago de impuestos permaneció relativamente estable en términos de porcentaje de la renta, mientras que el efecto impulsor de la renta de las transferencias netas del Estado se redujo. En su conjunto, el sector público incrementó ligeramente su contribución negativa a la evolución de la renta del sector hogares en 2014.

La recuperación de la renta de las familias permitió una notable mejora del consumo, que creció un 1 % en términos reales, frente a una contracción del 0,6 % en 2013. El mayor dinamismo del gasto de los hogares fue generalizado por países, pero especialmente vigoroso en España y Alemania, con un avance del 2,4 % y 1,2 % en términos reales, respectivamente. El comportamiento del consumo en la eurozona respondió a la mejora de sus determinantes fundamentales, como se ilustra en el panel derecho del gráfico 1 con los resultados de la estimación especificada en Casado *et al.* (2014)<sup>2</sup>. Así, el principal factor impulsor fue la mejora de la renta y de la confianza, lo que se apoyó en la recuperación del mercado de trabajo, las mejores perspectivas laborales y una menor

2 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.

	Saldos mm de euros		Operaciones financieras % del PIB					
	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS</b>								
<b>ACTIVOS</b>	21.141	5,1	5,2	4,5	3,6	3,5	3,2	3,6
Efectivo y depósitos	7.401	4,3	2,2	1,8	1,8	2,4	2,0	2,1
Valores de renta fija	1.028	0,5	-0,7	-0,4	1,0	-0,9	-1,6	-1,9
Acciones y otras participaciones	5.252	-0,8	0,8	0,1	-0,4	0,7	1,5	1,7
<i>De las cuales:</i>								
<i>Acciones cotizadas</i>	831	0,7	0,8	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,2
<i>Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	2.728	0,3	0,6	0,8	0,3	0,6	1,2	0,1
<i>Fondos de inversión</i>	1.693	-1,8	-0,6	-0,9	-0,9	0,0	0,4	1,4
Reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones	6.362	...	...	...	...	...	1,5	2,1
Resto	1.098	...	...	...	...	...	-0,1	-0,3
<b>PASIVOS</b>	6.871	3,0	1,7	1,9	0,9	0,0	-0,1	0,1
Préstamos	6.171	2,7	1,1	1,2	0,9	0,1	-0,3	0,0
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (a)</i>	...	1,4	1,1	1,6	1,0	0,3	0,1	0,4
Otros préstamos	...	1,3	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4
Resto	700	0,3	0,5	0,7	0,0	-0,1	0,2	0,1

	Saldos mm de euros		Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario					
	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>POSICIÓN PATRIMONIAL</b>								
Renta bruta disponible	...	3,4	-0,3	0,6	2,2	0,1	0,7	1,5
Ahorro bruto (% de la RBD)	...	13,5	14,8	13,3	13,0	12,7	12,9	12,7
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	2,9	5,8	4,5	4,0	4,1	4,6	4,5
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	1,9	3,8	2,9	2,6	2,6	3,0	2,9
Financiación (total pasivos)	6.871	4,6	2,4	2,7	1,3	0,0	-0,2	0,2
Riqueza bruta total	50.532	-1,1	0,4	2,6	0,7	0,5	0,2	2,3
Riqueza financiera bruta	21.141	-5,0	3,9	3,2	0,0	4,7	3,5	4,0
Riqueza no financiera	29.391	1,4	-1,6	2,2	1,2	-2,1	-2,0	1,0
Riqueza inmobiliaria	27.751	1,2	-1,7	2,3	1,1	-2,2	-2,2	1,0
Riqueza neta total (c)	43.661	-1,8	0,1	2,5	0,5	0,7	0,4	2,6
Endeudamiento (% de la RBD)	...	94,7	97,1	98,6	97,9	97,7	96,3	95,1
Endeudamiento (% del PIB)	...	61,1	64,7	64,4	63,6	63,3	62,3	61,3
Endeudamiento (% total de activos financieros)	...	33,5	33,0	32,6	33,1	31,6	30,3	29,2

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Ajustados de titulización y ventas. El saldo no está disponible.  
 b Saldo de las cuentas no financieras.  
 c Riqueza bruta menos pasivos.

incertidumbre<sup>3</sup>. En la parte final del año, la caída de la inflación, como consecuencia del intenso abaratamiento del crudo, tuvo un impacto muy relevante sobre la renta disponible real, que se trasladó al consumo. Los tipos de interés reales, presionados al alza por la caída de la tasa de inflación, tuvieron una contribución negativa, aunque reducida.

Con esta evolución del consumo, la tasa de ahorro de las familias se mantuvo relativamente estable en los niveles reducidos que alcanzó en 2011, en torno al 13% de la RBD (véase cuadro 1). La estabilidad del agregado de la tasa de ahorro de las familias esconde un comportamiento heterogéneo por países que tendió a aumentar las divergencias entre ellos. En las economías con mayor tasa se produjeron aumentos, de manera que en Francia,

3 Véase «What has been driving consumer confidence?», *Boletín Económico* 3/2015, Banco Central Europeo.

Alemania y Holanda la tasa de ahorro se situó entre el 15 % y el 17 % de la RBD en 2014. Por el contrario, en Portugal, España e Italia la tasa descendió, situándose entre el 7 % y el 11 % en ese mismo año.

La evolución del ahorro vino condicionada por el todavía relativamente moderado dinamismo que presenta la renta y porque el entorno de tipos de interés muy reducido provoca una menor propensión al ahorro. Asimismo, el entorno de menor incertidumbre laboral y económica habría propiciado una reducción del ahorro por motivo precaución para ciertos grupos, en tanto que el elevado nivel de desempleo puede también estar obligando a ciertos grupos de población a sostener su consumo con cargo a los ahorros pasados. En la dirección opuesta, la necesidad de desendeudarse de las familias en algunos países habría continuado siendo un factor de sostenimiento del ahorro, detrayendo recursos para el consumo, factor que es previsible siga en los próximos años conteniendo la expansión del gasto y moviendo al alza la tasa de ahorro.

Por otra parte, la formación bruta de capital fijo de los hogares —fundamentalmente, inversión residencial— registró un suave incremento, del 0,6 % nominal, tras acumular una fuerte caída desde el inicio de la crisis. De esta manera, la capacidad de financiación del sector también se mantuvo en un nivel similar al de 2013, equivalente al 4,5 % de la RBD.

#### LA INVERSIÓN FINANCIERA Y LA FINANCIACIÓN

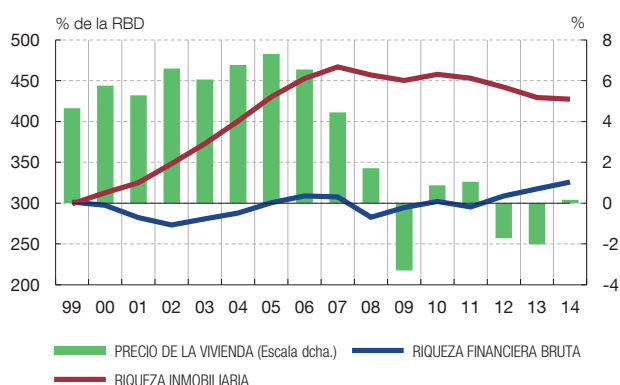
La mejoría de la renta permitió que se interrumpiera la senda descendente que desde 2007 seguía la inversión financiera de las familias. No obstante, la adquisición de activos durante 2014 fue modesta, representó un 3,6 % del PIB, cercana por tanto al mínimo histórico del 3,2 % que se alcanzó el año anterior (véase cuadro 1). Además, el contexto de tipos de interés muy reducidos motivó un desplazamiento del ahorro hacia activos con mayor rentabilidad y riesgo. Las desinversiones en valores de renta fija fueron cuantiosas, mientras que las suscripciones de participaciones de fondos de inversión crecieron de manera muy notable. También se registró un incremento de las aportaciones a los instrumentos de previsión social —bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguro, en el cuadro—.

La financiación de los hogares se mantuvo débil, dentro de una senda de gradual recuperación. Aunque los costes de financiación se redujeron, los criterios de aprobación de préstamos no experimentaron cambios significativos (véase últimos paneles del gráfico 1). La recuperación de la demanda de financiación contribuyó a una recuperación de los préstamos bancarios, que crecieron un 0,8 % en 2014 (en términos ajustados de titulización), frente al 0,3 % de 2013, aceleración que ha continuado en los meses transcurridos de 2015. Por finalidad, la suave mejoría de los préstamos bancarios se apoyó en los destinados tanto a la adquisición de vivienda<sup>4</sup> como al consumo. Esta evolución sería coherente con la información procedente de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), que desde principios de 2014 comenzó a indicar una recuperación de la demanda de préstamos de las familias, tanto en la financiación de consumo como de vivienda, fortalecimiento que se ha mantenido hasta los últimos datos referidos al primer trimestre de 2015.

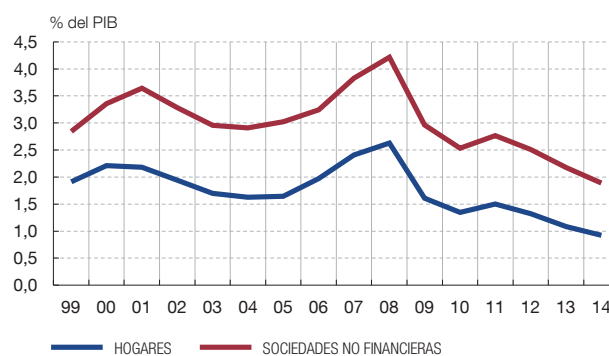
El avance de los préstamos de las familias vino impulsado por el reducido nivel de los tipos de interés y el afianzamiento de la recuperación económica, si bien, como se ilustra en el tercer panel del gráfico 1, el crecimiento del crédito fue relativamente débil en

<sup>4</sup> El desglose de los préstamos bancarios por finalidad no está ajustado de titulizaciones. En el caso de la vivienda, la tasa de crecimiento interanual está afectada por una operación de titulización que se produjo en los datos relativos a Francia en abril.

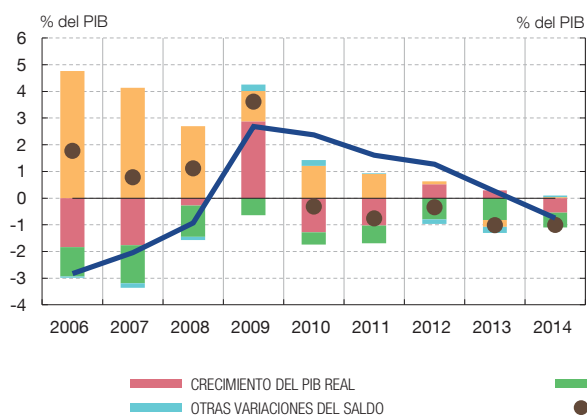
RIQUEZA DE HOGARES Y PRECIO DE LA VIVIENDA



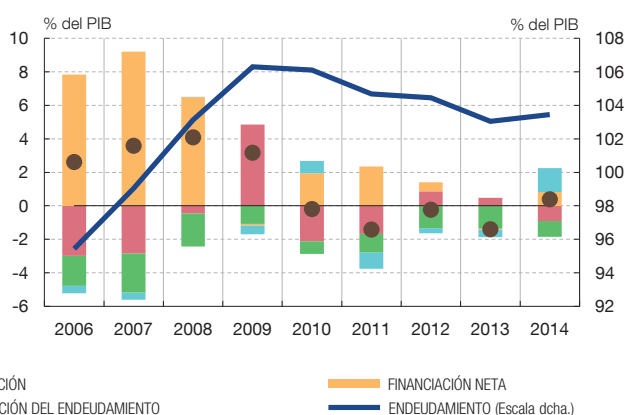
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES UEM



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS UEM



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

comparación con el del PIB nominal. La debilidad en la recuperación del crédito estaría condicionada por las necesidades de desendeudamiento en algunos países. Así, como se ilustra en el cuarto panel del gráfico 1, todos los países con un nivel de endeudamiento superior al de la UEM —que en el gráfico aparecen en tono oscurecido— presentaron caídas en los préstamos a hogares.

#### LA POSICIÓN PATRIMONIAL: RIQUEZA Y ENDEUDAMIENTO

La riqueza total de los hogares aumentó en 2014 un 2,3 % (frente al 0,2 % del año anterior), lo que fue fruto de la revalorización de los activos financieros y, en menor medida, de los inmobiliarios (véanse gráfico 2 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 4 %. La revalorización de la cartera de activos financieros está limitada por su vocación conservadora, ya que el 35 % está materializada en instrumentos líquidos y de bajo riesgo —efectivo y depósitos—. Las inversiones en productos de ahorro-previsión, recogidos en el cuadro 1 bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguros, que representan el 30 %, se incrementaron un 8,5 %, con una revalorización también importante durante 2014. Las tenencias de acciones y otras participaciones, que suponían algo más del 25 % del total de activos financieros a finales de 2014, también se incrementaron como consecuencia de las mayores inversiones y revalorización, por un total de un 6 % en 2014.

Las tenencias de activos inmobiliarios de los hogares se incrementaron un 1 % en 2014 (frente a una caída del 2 % en el año anterior). Considerando los países de mayor tamaño, según los índices de precios de la vivienda del Banco de Pagos Internacionales, los inmuebles se revalorizaron en Alemania y Holanda, con un incremento del 5 % anual, mientras que en Francia y en Italia el índice de precios cayó más de un 2 % y en España no experimentó apenas variación, después de un ajuste prolongado e intenso que conllevó una corrección del valor superior al 30 %. Los países donde la vivienda continuó experimentando un mayor reajuste en su valoración, con caídas superiores al 4 %, fueron Grecia, Chipre y Eslovenia. En cambio, en Irlanda los inmuebles se revalorizaron de manera sustancial —un crecimiento del 16 % en el año—.

Por otra parte, las familias continuaron avanzando en el proceso de corrección del endeudamiento. A pesar de que el flujo de financiación neta fue ligeramente positivo, el endeudamiento del sector se redujo por quinto año consecutivo, situándose en el 61 % del PIB a finales de 2014. La reducción volvió a ser reducida —de 1 punto porcentual (pp) con respecto a 2013—, de manera que el nivel de endeudamiento es todavía relativamente elevado —similar al de 2008—. El desglose por componentes de la variación del endeudamiento, recogido en el tercer panel del gráfico 2, muestra que la caída de la ratio de deuda sobre el PIB se explica por el aumento del denominador, reflejo del moderado aumento de la inflación y, a diferencia del ejercicio anterior, del crecimiento del PIB real. La aportación de las «otras variaciones del saldo»<sup>5</sup> —que incluye los saneamientos de crédito— fue positiva, pero muy reducida. En los países más endeudados —concretamente, Holanda, Irlanda, Portugal, España y Grecia—, el desapalancamiento fue más importante y se apoyó también en las amortizaciones netas de deuda. La perspectiva de una recuperación económica moderada y de reducidos niveles de inflación hace previsible que la corrección del endeudamiento vaya a ser un proceso prolongado en el tiempo y continúe constituyendo un condicionante importante del gasto de las familias en algunos países.

## Las sociedades no financieras

### LA FINANCIACIÓN INTERNA Y AJENA

Durante 2014 mejoró la capacidad de las empresas para generar recursos internamente gracias al repunte del valor añadido y de las rentas de la propiedad, lo que vino parcialmente contrarrestado por el aumento de la remuneración de los empleados (véase primer panel del gráfico 3). El EBE<sup>6</sup> aumentó de forma moderada, un 0,6 %, aunque la mejora de la renta empresarial neta<sup>7</sup> —que aproxima los beneficios corrientes antes de impuestos— fue mayor, con un incremento anual que sobrepasó el 6 % gracias a la evolución positiva de las rentas de la propiedad.

Los mayores beneficios permitieron una recuperación de la financiación interna de las empresas —aproximada como el ahorro bruto (beneficios retenidos) más las transferencias de capital netas—, que aumentó más de un 5 % (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 redujo hasta un 24 %. No obstante, el reducido nivel de la inversión empresarial explica

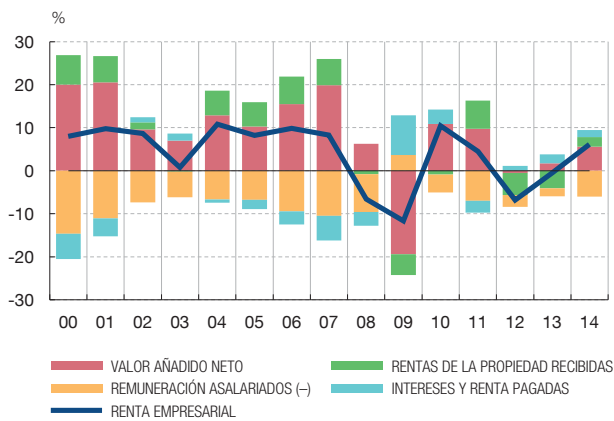
5 La rúbrica de «otras variaciones del saldo» incluye las cuentas de revalorización —donde se incorpora, por ejemplo, el impacto del tipo de cambio en los préstamos denominados en moneda extranjera— y de otras variaciones en volumen, que refleja el cambio en el montante de los pasivos que no se corresponde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

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.

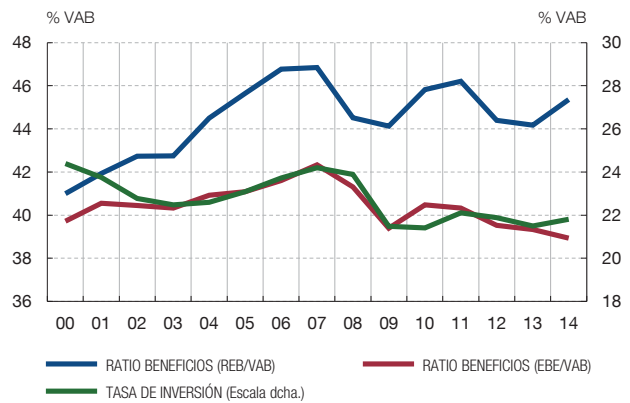
7 La renta empresarial neta se calcula como el EBE menos el consumo de capital fijo, más intereses y rentas de la propiedad netas (incluyendo dividendos no distribuidos y beneficios retenidos procedentes de la inversión directa en el exterior).



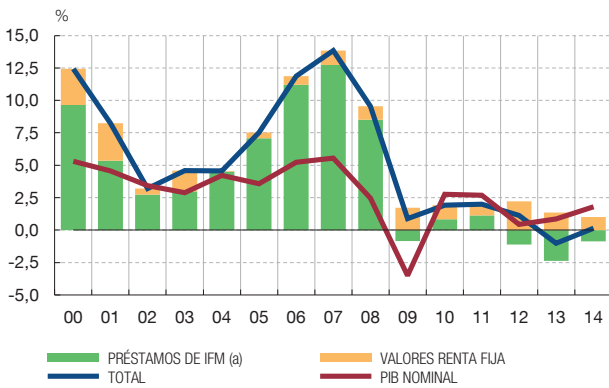
RENTA EMPRESARIAL NETA Y COMPONENTES



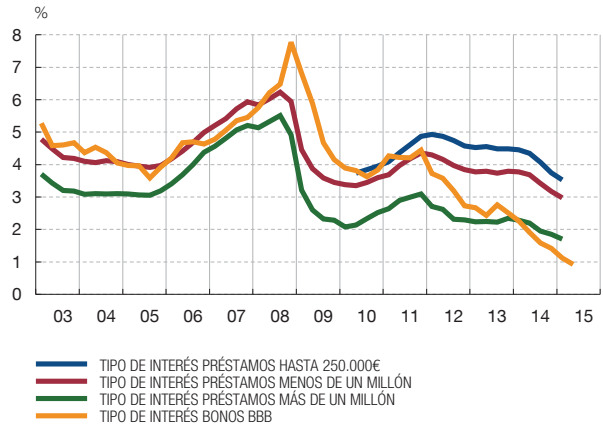
RATIO DE BENEFICIO Y TASA DE INVERSIÓN



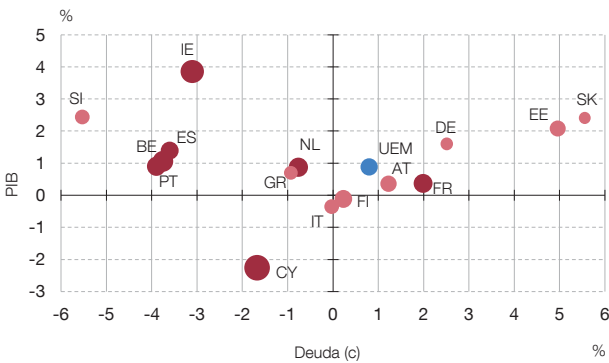
FINANCIACIÓN Y CONTRIBUCIONES  
Crecimiento interanual



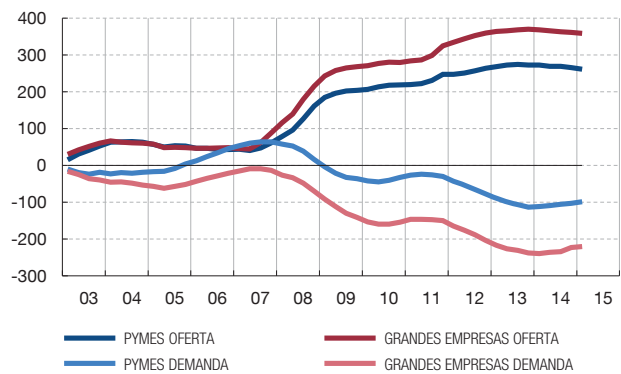
TIPOS DE INTERÉS (b)



CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LA DEUDA DE LAS SNF EN 2014



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (d)



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a Préstamos ajustados de titulización y ventas.
- b Los tipos bancarios se refieren a operaciones nuevas.
- c Préstamos y valores de renta fija a partir de las cuentas financieras. Tasas calculadas con flujos financieros. El tamaño del punto indica el endeudamiento relativo del sector en porcentaje del PIB en cada país, habiéndose oscurecido aquellos que presentan un endeudamiento superior al de la UEM. Se excluyen Luxemburgo, Malta y Letonia.
- d Variaciones acumuladas en la oferta y en la demanda. Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos, y en la demanda, aumento.



	Saldos mm de euros		Operaciones financieras % del PIB					
	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>PASIVOS FINANCIEROS</b>	28.781	9,0	0,5	6,5	5,3	2,5	4,1	2,8
Valores de renta fija	1.187	0,5	1,0	0,7	0,5	1,2	0,8	0,3
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	55	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
<i>A largo plazo</i>	1.132	0,3	1,4	0,8	0,4	1,2	0,9	0,5
Préstamos	9.234	6,0	-1,1	1,2	1,8	-0,6	-0,9	0,5
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	2.801	1,5	-1,9	-1,2	0,8	0,0	-0,2	0,4
<i>A largo plazo</i>	6.433	4,5	0,8	2,4	1,0	-0,7	-0,7	0,1
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (a)</i>	...	4,5	-1,0	0,5	0,6	-0,6	-1,3	-0,5
<i>Préstamos comerciales y anticipos</i>	2.633	...	...	...	...	...	0,5	0,4
Acciones y otras participaciones	14.582	3,2	2,9	2,4	2,0	1,7	2,8	1,9
Resto	1.146	...	...	...	...	...	0,9	-0,3

	Saldos mm de euros		Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario					
	2014	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Excedente bruto de explotación	...	0,3	-9,4	6,1	2,9	-1,6	0,1	0,6
Renta empresarial neta	...	-6,6	-11,7	10,5	4,5	-6,8	-0,5	6,2
Ahorro bruto	...	-5,7	2,6	16,0	2,0	-5,1	1,0	5,1
Financiación interna (b)	...	-4,7	3,1	13,6	1,8	-4,9	0,5	5,0
Financiación externa (total pasivos)	...	3,2	0,2	2,4	2,0	0,9	1,5	1,0
Ratio financiación externa / interna (%)	...	87	5	53	44	21	36	24
Endeudamiento (% del EBE) (c)	...	478,4	525,1	507,5	499,8	509,2	506,1	514,1
Endeudamiento (% del PIB) (c)	...	103,1	106,3	106,1	104,7	104,4	103,0	103,4
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del EBE) (d)	...	-12,3	3,7	4,3	0,1	0,6	2,5	4,1
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (d)	...	-2,7	0,7	0,9	0,0	0,1	0,5	0,8

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

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

cómo la mayor capacidad para generar recursos internos por parte de las empresas se tradujo en una capacidad de financiación del sector, por sexto año consecutivo, por un valor del 0,8 % del PIB (0,5 % en 2013), situación que contrasta con la tradicional necesidad de financiación que mostraba este sector en el período previo a la crisis y que permitiría a algunas empresas la reducción del endeudamiento.

La ratio de inversión de las empresas — medida como la formación bruta de capital sobre el valor añadido— se situó en 2014 en el 21,8 %, ligeramente por encima del valor de 2013, pero, como se ilustra en el segundo panel del gráfico 3, todavía en niveles muy reducidos en comparación con el período previo a la crisis. La notable atonía que ha mostrado la inversión empresarial a lo largo de la crisis y en los primeros estadios de la recuperación responde a factores de diversa naturaleza, entre los que se encuentran el carácter moderado de la propia actividad económica, la incertidumbre, el exceso de capacidad instalada en algunos sectores al inicio de la crisis o la necesidad de que algunas empresas fortalezcan sus balances financieros. Dado el impacto que podría tener la debilidad sostenida de la inversión sobre el crecimiento económico y el empleo en la eurozona

a medio y largo plazo<sup>8</sup>, las autoridades económicas han adoptado numerosas iniciativas a escala nacional y europea para combatir esta situación, destacando en 2014 el lanzamiento del *Plan de Inversiones para Europa* por parte de la Comisión Europea. A través de este proyecto se movilizarán recursos públicos y privados y se promoverá un clima más favorable a la formación de capital, estimulando la inversión a largo plazo en áreas esenciales para el crecimiento en Europa y apoyando también las empresas de tamaño pequeño y mediano.

La debilidad de la inversión y las necesidades de desapalancamiento de algunas empresas determinaron que, a pesar de los reducidos tipos de interés, el pasivo de las sociedades se incrementara de manera moderada. Esta expansión, además, se apoyó en los recursos propios y en la financiación no bancaria.

Como se muestra en el cuadro 2, el flujo de pasivos durante 2014 representó un 2,8 % del PIB, frente a más del 4 % en 2013. La deuda —préstamos más valores de renta fija— se incrementó, por un importe equivalente al 0,8 % del PIB, y prosiguió una recomposición hacia los valores de renta fija y en detrimento de los préstamos bancarios. En concreto, las amortizaciones de préstamos de entidades de crédito residentes superaron el volumen de nuevas operaciones, de manera que el flujo neto volvió a ser negativo por un importe del -0,5 % del PIB, frente al -1,3 % de 2013. Esta caída fue compensada por el incremento de otros préstamos —no bancarios— y la emisión de valores de renta fija, particularmente de las emisiones a largo plazo, que representaron un 0,5 % del PIB. Para las empresas de mayor tamaño, por tanto, la apelación directa a los mercados continuó actuando como amortiguador del efecto de unas políticas de oferta de crédito bancario relativamente restrictivas, en un contexto en el que la orientación expansiva de la política monetaria continuó trasladándose de manera más intensa a los mercados de deuda que a los tipos aplicados en los nuevos préstamos. Como se ilustra en los últimos paneles del gráfico 3, la rentabilidad de los bonos emitidos por las empresas se redujo notablemente en 2014, situándose por debajo del tipo de interés aplicado en las nuevas operaciones de préstamo, por una cuantía superior al millón de euros.

La desaceleración de la deuda fue bastante general por países, aunque, como se ilustra en el cuarto panel del gráfico 3, dentro de amplias divergencias en las tasas de crecimiento. Los países con un alto endeudamiento —destacados con un tono oscurecido— y con mayores dificultades de crecimiento económico tendieron a presentar una contracción mayor de la deuda.

El endeudamiento<sup>9</sup> de las empresas permaneció en niveles históricamente elevados, interrumpiendo la suave senda descendente que mostraba desde 2010. La combinación de un crecimiento moderado del PIB y de la inflación y el aumento de los pasivos —vía flujos de financiación no bancaria y el efecto de otras variaciones en volumen<sup>10</sup>— hizo que la ratio de endeudamiento se elevara por encima del 103 % del PIB, registro algo superior al nivel de 2008 (véase el cuarto panel del gráfico 2). Por países, los mayores ajustes de la

8 De acuerdo con estimaciones de Buti y Mohl (2014), una reducción de 5 pp en la tasa de inversión conlleva una caída del crecimiento potencial de cerca del 0,5 %. M. Buti y P. Mohl (2014), «Lacklustre Investment in the Eurozone: Is There a Puzzle?», VoxEU.org.

9 Medido como el saldo de préstamos totales más valores de renta fija en porcentaje del PIB.

10 Las cuentas de otras variaciones en volumen y de revalorización reflejan, por un lado, variaciones en el saldo derivados de, por ejemplo, saneamientos de créditos o cambios de sectorización. Por otro, recogen variaciones derivadas de cambios en sus precios, incluido el efecto del tipo de cambio (que en países con elevada presencia de multinacionales, como Irlanda o Bélgica, podría ser relevante).



FUENTE: Banco Central Europeo.

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

ratio se produjeron en algunas de las economías con empresas más endeudadas: en particular, Irlanda, España y Portugal, donde la ratio se situó, respectivamente, en el 185 %, el 126 % y el 111 % del PIB. En Bélgica y Francia, por el contrario, el endeudamiento creció, hasta situarse en el 146 % y el 123 % del PIB, respectivamente<sup>11</sup>.

LA EVOLUCIÓN SEGÚN EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

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

Las ventas de las pymes aumentaron un 10% en términos netos, esto es, la diferencia entre las respuestas que indican aumento y las que señalan descenso (véase gráfico 4). El porcentaje de pymes que declaró un aumento de los costes laborales y otros costes continuó siendo elevado —un 48 %—. En términos de beneficios, la proporción de pymes que señalaron un retroceso se redujo sustancialmente con respecto a las oleadas anteriores, aunque todavía el porcentaje neto registra una caída de beneficios del 10%. Esta situación

11 La comparación internacional del nivel y evolución del endeudamiento viene dificultada por la presencia de multinacionales extranjeras, particularmente en países como Irlanda, Bélgica o Luxemburgo, países donde el endeudamiento del sector se eleva por la abultada financiación intragrupo de las multinacionales.

contrasta con la de las empresas de mayor tamaño, para las que el avance de las ventas fue de más de un 30 % en términos netos, y el de los beneficios, un 11 %.

Las necesidades de fondos ajenos de las pymes continuaron aumentando, aunque a un ritmo menor que en oleadas anteriores, lo que podría vincularse a la ligera recuperación de los fondos internos. La proporción neta de pymes que reportaron unas mayores necesidades de financiación bancaria en la última encuesta de la SAFE fue del 1 %, frente al 4 % anterior. El acceso a la financiación ajena siguió constituyendo una preocupación acuciante, aunque no la más importante. En la última encuesta, la captación de clientes continuó siendo la preocupación dominante (con un porcentaje neto del 20 %, algo menor que en la encuesta anterior). El acceso de la financiación ocupó la quinta posición como preocupación —con una tasa neta del 11 %—, por detrás de factores como la disponibilidad de trabajadores cualificados (16 %), regulación (15 %) y competencia (14 %).

En cuanto a la disponibilidad de financiación, un 4 % de las pymes percibió mayores dificultades para obtener préstamos bancarios, lo que supone, no obstante, una reducción sustancial del porcentaje neto frente a los registros anteriores. Por su parte, la tasa de rechazo experimentó un ligero aumento. Considerando solamente las empresas que solicitaron un préstamo —el 30 % de las encuestadas—, un 13 % de las solicitudes fueron rechazadas. Nuevamente, esta situación contrasta con la de las empresas de mayor dimensión, que indicaron una mejoría notable en su acceso a la financiación, a pesar de que la tasa de rechazo de los préstamos repuntó ligeramente, dentro de unos niveles reducidos, en torno al 3 %.

Desde el punto de vista de la EPB, las entidades bancarias dejaron de percibir caídas en la demanda de préstamos a lo largo de 2014. La variación positiva de la demanda fue, no obstante, muy limitada tanto en el caso de los préstamos por menor importe como en los de las empresas más grandes. En ambas modalidades, los criterios para la aprobación de préstamos se relajaron ligeramente, manteniendo el tono restrictivo adquirido durante la crisis.

## Conclusiones

La situación financiera de los hogares y de las sociedades no financieras de la UEM mejoró en 2014 como consecuencia del aumento suave de las rentas y de la riqueza, en un entorno de recuperación contenida de la actividad económica y del empleo. A pesar del reducido nivel que alcanzaron los tipos de interés, como viene ocurriendo desde el inicio de la crisis, el crecimiento de la financiación fue débil, afectado por los elevados niveles de endeudamiento.

Las familias del área del euro experimentaron una mejora de su capacidad adquisitiva por primera vez en cinco años. La caída de la inflación permitió que el suave incremento de las rentas —fundamentalmente, rentas del trabajo— se tradujera en una mayor capacidad de compra. Este factor, junto con el fortalecimiento de la confianza, impulsó el consumo, que en 2014 fue el componente de mayor contribución al PIB. La tasa de ahorro se mantuvo estable, en los niveles reducidos que se alcanzaron en 2011. Por quinto año consecutivo, el sector continuó avanzando en el proceso gradual de corrección de su endeudamiento, en esta ocasión apoyado también por el crecimiento económico. Las perspectivas de una recuperación económica de carácter moderado en un contexto de tasas de inflación muy reducidas, el deterioro acumulado en el mercado de trabajo y la necesidad del sector hogares de seguir reduciendo su endeudamiento tenderán a contener la expansión del gasto y, previsiblemente, a mover al alza la tasa de ahorro.

La situación financiera de las empresas de la UEM también tendió a mejorar como consecuencia del afianzamiento de la recuperación de la actividad, lo que se reflejó en un mayor dinamismo de la facturación y en un incremento de los beneficios. Esta mejora afectó en mayor medida a las empresas de mayor tamaño. Las sociedades siguieron apoyándose predominantemente en los recursos internos en sus decisiones de gasto de capital, si bien la actividad inversora continuó mostrando una gran atonía, en un contexto de escasa reducción del endeudamiento del sector. Asimismo, durante 2014 continuó el proceso de desintermediación bancaria en la financiación, con una expansión de los valores de renta fija y préstamos no bancarios, en un entorno caracterizado por políticas de oferta de crédito bancario que, a pesar de una incipiente relajación, mantuvieron el tono restrictivo. En el caso de las pymes, el acceso a la financiación ajena siguió constituyendo una preocupación, en un contexto de insuficiencia de recursos internos. Aunque se redujo el porcentaje de pymes que perciben mayores dificultades para obtener préstamos bancarios, la tasa de rechazo se mantuvo en registros relativamente elevados.

14.5.2015.

