

LA EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES DEL ÁREA DEL EURO  
EN 2010

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

### Introducción

La situación financiera del sector privado no financiero —hogares y sociedades— es, de manera simultánea, resultado y determinante fundamental de sus decisiones de gasto. El consumo y la inversión que llevan a cabo estos agentes dan lugar a flujos financieros que cumplen con la restricción presupuestaria de que los recursos internos (ahorro bruto) más los ajenos (financiación o incremento neto de pasivos) deben ser equivalentes a la inversión de carácter real (formación bruta de capital) más la financiera (incremento neto de activos financieros). Sin embargo, las operaciones financieras no reflejan solo la colocación de nuevo ahorro o la obtención de nueva financiación, sino también otras decisiones de naturaleza exclusivamente financiera, como la recomposición de las carteras de inversión por instrumentos o la refinanciación de deudas que vencen, para las que consideraciones de liquidez, de riesgo, de expectativas de tipos, de rentabilidad o de fiscalidad pueden ser relevantes.

Al mismo tiempo, la posición de solvencia financiera de los sectores —recogida en variables como la renta o los beneficios de las empresas, la riqueza o el endeudamiento— condiciona la disponibilidad de fondos y, por tanto, la capacidad futura para consumir, invertir y hacer frente a sus deudas. La situación patrimonial también determinará la exposición de los sectores a cambios en los tipos de interés o en el precio de los activos y, por tanto, la sensibilidad del ahorro y del gasto a la evolución de estas variables.

Por todo ello, el análisis de la situación patrimonial y de los flujos financieros de las empresas y familias tiene gran interés tanto desde la óptica de las perspectivas macroeconómicas como desde el punto de vista de los riesgos para la estabilidad financiera. En este contexto, este artículo repasa la evolución de las transacciones financieras y de la posición patrimonial del sector privado no financiero para el conjunto del área del euro en 2010. Las herramientas básicas de análisis son las cuentas del área para los sectores institucionales, disponibles hasta el cuarto trimestre de 2010. Para ello, en la siguiente sección se revisa la situación financiera de los hogares. Partiendo de la evolución de su renta y ahorro, se describen los rasgos principales de sus operaciones financieras de activo y de pasivo, tanto en términos de volumen como de composición, así como el cambio en su situación patrimonial a partir de los indicadores de riqueza, de endeudamiento y de carga financiera. En el apartado tercero se realiza un análisis similar para las empresas no financieras, centrado en la disponibilidad de recursos internos y ajenos, así como en su posición patrimonial. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

Antes, sin embargo, conviene recordar que durante el año 2010 los hogares y las empresas de la zona del euro desarrollaron sus decisiones económicas en un contexto de progresivo afianzamiento de la recuperación económica y de la confianza, caracterizado por tasas de crecimiento del PIB moderadas y condiciones financieras relativamente favorables. La política monetaria mantuvo una orientación expansiva y el coste de la financiación se situó en niveles reducidos. Esta situación general no debe enmascarar, no obstante, la existencia de tensiones financieras graves asociadas a la crisis de deuda soberana que afectaron a varios países miembros, pero que, sin embargo, no tuvieron un reflejo significativo en el conjunto del área. La actuación del BCE a través de un mantenimiento de los tipos en niveles históricamente

bajos y de medidas no convencionales<sup>1</sup> ayudó a mitigar el impacto de estas tensiones sobre la disponibilidad y el coste de la financiación para los bancos y, por tanto, para los hogares y las empresas. En el ámbito de la política fiscal, el deterioro alcanzado por las cuentas públicas hizo necesario abandonar el tono expansivo adoptado en 2009, lo que se tradujo en una retirada progresiva de las medidas discrecionales de estímulo de la demanda y de apoyo al mercado de trabajo.

## Los hogares

### LA RENTA Y EL AHORRO

La renta de los hogares de la UEM experimentó una moderada recuperación en 2010 pese a que las transferencias netas del sector público, principal elemento de soporte en 2009, comenzaron a retirarse (véase gráfico 1). La renta bruta disponible<sup>2</sup> (RBD) de los hogares creció un 1,1 % en términos nominales, frente a un retroceso del 0,2 % en 2009, lo que constituye un avance moderado si se compara con las tasas anuales medias superiores al 3 % registradas durante la última década.

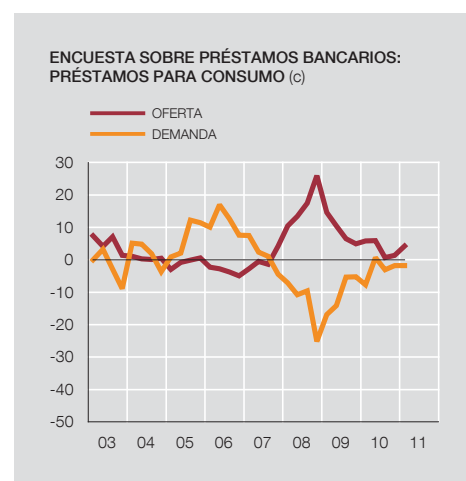
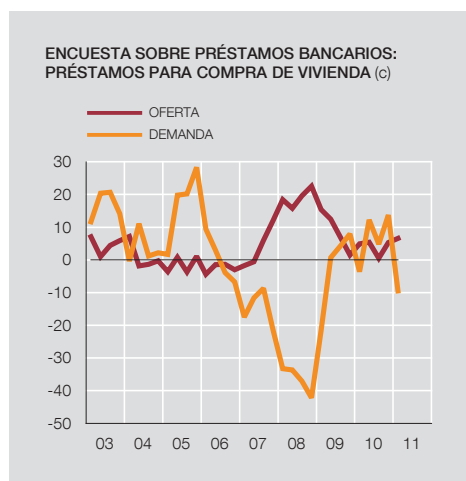
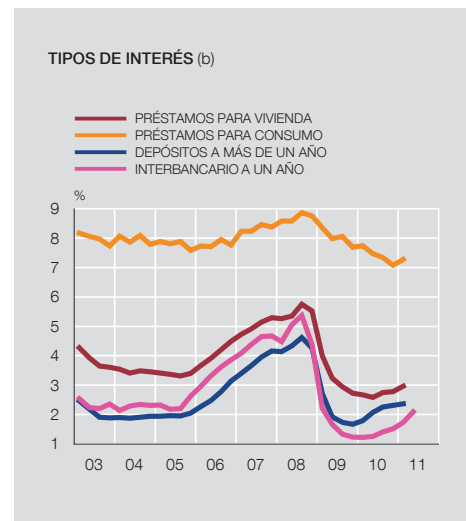
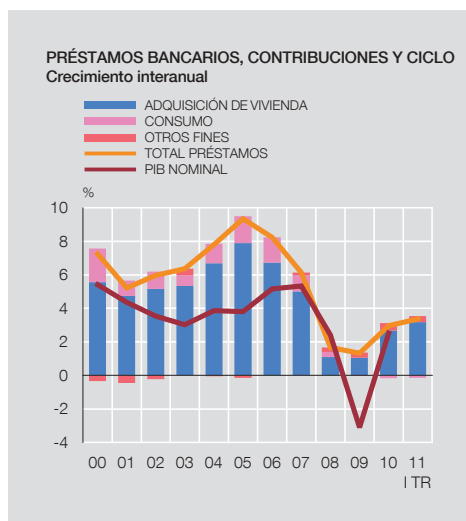
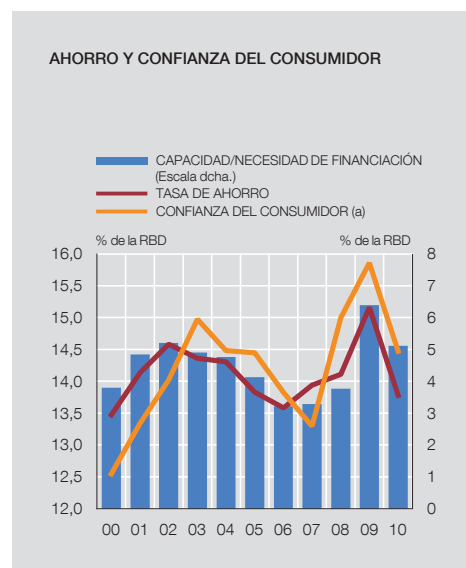
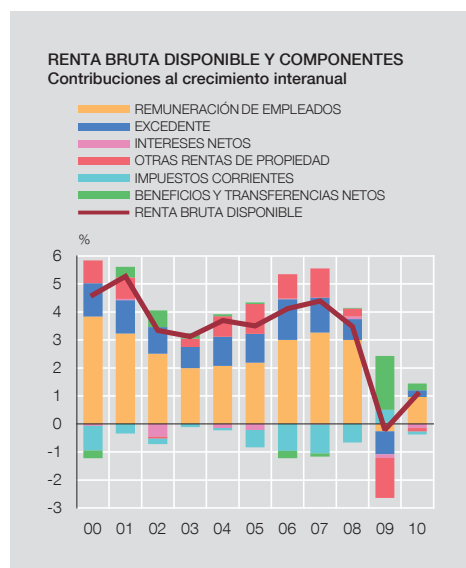
La remuneración de los asalariados, que supone más del 70 % de la RBD, fue el factor principal que impulsó la renta en 2010. Aunque el empleo se redujo (un 0,4 %), la ampliación de la jornada laboral y el incremento del salario por hora del 0,9 % determinaron que los ingresos procedentes del trabajo crecieran un 1,3 %, frente a la caída del 0,4 % en 2009. Por otra parte, el excedente bruto de explotación (EBE), que es el segundo componente en importancia de la renta, con un peso del 25 %, también contribuyó de manera positiva a su crecimiento, con un avance del 1,1 % (frente a una caída del 0,4 % el año anterior).

Los ingresos netos por intereses de los hogares volvieron a reducirse y se situaron en niveles mínimos desde 1999. Los intereses netos recibidos son una partida relativamente pequeña en la renta y ascendieron a un 1,4 % de la RBD en 2010, frente al 2,2 % del promedio de los últimos once años. De la misma manera, las rentas de la propiedad —excluidos los intereses netos— siguieron contrayéndose, aunque en mucha menor medida que en 2009, representando el 12,7 % de la RBD.

El gasto en consumo supuso casi un 86 % de la RBD de las familias en 2010, en línea con las propensiones observadas a lo largo de la última década, y 1,4 puntos porcentuales (pp) más que en 2009. De esta manera, la tasa de ahorro se redujo hasta el 13,8 %, desde los niveles excepcionalmente altos que registró el año anterior, superiores al 15 %. Esta disminución habría venido determinada por la recuperación de la confianza de las familias sobre la situación económica en general y sobre su situación financiera, en un contexto de consolidación de la recuperación y apoyado, en parte, por la revalorización de los activos, que, como se verá más adelante, permitió una acumulación de riqueza. No obstante, durante el pasado año operaron todavía factores que habrían favorecido el ahorro de precaución y que estarían relacionados con la elevada incertidumbre sobre la renta futura derivada del nuevo aumento de la tasa de paro o el empeoramiento de las finanzas públicas, ya que, de acuerdo con lo que en la literatura se conoce como «equivalencia ricardiana», los hogares tienden a acumular recursos

---

1. Estas medidas incluyeron la provisión de liquidez ilimitada con el respaldo de un colateral admisible más amplio y la intervención directa en un segmento de mercado clave para la financiación de los bancos, el de los *covered bonds* —cédulas hipotecarias en España—. Además, en mayo de 2010, primer momento crítico de la crisis soberana, el BCE inició compras esterilizadas de bonos públicos en los mercados secundarios, que se escalonaron a lo largo del año en función de las condiciones de los mercados, con el objetivo de restaurar el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. 2. 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 (EBE) (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 viene ajustada por el cambio neto en el patrimonio de los fondos de pensiones.



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

a. Dato normalizado, cambiado de signo y ajustado por la media de la tasa de ahorro para su representación en la escala correspondiente.

b. 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.

c. Un valor positivo en la oferta significa criterios más restrictivos que en el trimestre anterior. En la demanda, un valor positivo significa aumento.

	SALDOS		OPERACIONES FINANCIERAS					
	mm €	% del PIB						
		2010	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>HOGARES:</b>								
<b>Activos</b>	18.864	8,1	8,2	7,5	6,3	5,1	6,0	5,3
Efectivo y depósitos	6.624	3,1	3,0	3,3	3,5	4,4	2,4	2,0
Valores de renta fija	1.406	1,0	-0,2	0,6	0,6	0,6	-0,5	-0,3
Acciones y otras participaciones	4.535	0,0	1,3	0,1	-0,4	-1,2	1,4	0,3
<i>De las cuales:</i>								
– Acciones cotizadas	811	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	0,2
– Acciones no cotizadas y otras participaciones	2.283	0,4	0,8	0,2	0,2	0,4	0,8	0,5
– Fondos de inversión	1.441	0,0	0,5	0,1	-0,5	-1,4	0,1	-0,3
Reservas técnicas de seguros	5.377	3,3	3,6	3,1	2,3	1,4	2,5	2,5
Resto	922	0,8	0,5	0,4	0,4	-0,2	0,2	0,7
<b>Pasivos</b>	6.627	4,5	5,1	5,2	4,5	2,1	1,4	2,0
Préstamos	6.049	4,1	5,0	4,7	4,1	2,3	1,3	1,5
<i>De los cuales:</i>								
– Préstamos de entidades de crédito residentes	5.169	3,5	4,4	4,0	3,1	0,9	0,7	1,6
<i>Préstamos para adquisición de vivienda</i>	3.707	3,0	3,7	3,3	2,5	0,6	0,6	1,5
<i>Préstamos para consumo</i>	642	0,4	0,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1
<i>Préstamos para otros fines</i>	819	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
– Otros préstamos	880	0,6	0,6	0,7	1,1	1,4	0,5	-0,1
Resto	579	0,5	0,1	0,5	0,4	-0,1	0,1	0,5
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>								
<b>Pasivos</b>	26.655	7,2	10,5	12,7	15,6	10,6	4,3	6,7
Valores de renta fija	879	0,1	0,1	0,4	0,4	0,6	0,9	0,7
<i>De los cuales:</i>								
– A corto plazo	70	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,5	-0,1
– A largo plazo	809	0,1	0,1	0,4	0,2	0,4	1,4	0,8
Préstamos	8.625	3,4	4,6	7,1	9,4	7,1	0,9	1,9
<i>De los cuales:</i>								
– A corto plazo	2.596	0,4	1,4	2,2	2,6	2,3	-0,7	0,8
– A largo plazo	6.029	3,0	3,2	4,9	6,8	4,7	1,6	1,0
<i>De los cuales:</i>								
– Préstamos de entidades de crédito residentes	4.668	2,1	3,2	5,2	6,2	4,5	-1,2	-0,1
– Otros préstamos	3.957	1,3	1,4	1,9	3,2	2,5	2,1	1,9
Acciones y otras participaciones	13.024	2,4	3,4	2,9	4,4	3,0	2,7	2,6
Reservas de fondos de pensiones	338	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Resto	3.788	1,2	2,3	2,1	1,5	0,0	-0,2	1,5

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

anticipando un mayor pago de impuestos en el futuro, efecto que vendría reforzado por las dudas sobre la solvencia futura de los sistemas de previsión social en algunos países del área.

Los recursos ahorrados por las familias más las transferencias netas de capital excedieron su gasto en inversión no financiera (principalmente, residencial), lo que implica que, como es tradicional, las familias actuaron como suministradores de fondos al resto de sectores institucionales de la UEM. La capacidad de financiación se situó en el 3,4 % del PIB en 2010, nivel inferior a los registros máximos del 4,4 % observados en 2009, aunque por encima del promedio desde 1999, situado en el 3 %.

LA INVERSIÓN FINANCIERA  
Y LA FINANCIACIÓN

La inversión en activos financieros de los hogares durante 2010 alcanzó el 5,3 % del PIB, lo que supone una reducción con respecto a la realizada un año antes (véase cuadro 1). La

colocación de fondos en instrumentos líquidos —efectivo y depósitos— representó un 2 % del PIB, por debajo de la registrada en 2009, lo que podría asociarse con la debilidad del gasto de las familias y con el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo. Las adquisiciones netas de acciones también fueron menores, al tiempo que los hogares realizaron reembolsos netos de participaciones en fondos de inversión y desinversiones en valores de renta fija.

La financiación a los hogares creció moderadamente, lo que, a pesar del reducido nivel de los tipos de interés, es coherente con una demanda débil, en un contexto de escaso dinamismo de la renta, de elevado endeudamiento del sector y de condiciones de oferta que no han mostrado signos de relajación, como se observa en los últimos paneles del gráfico 1. Los préstamos se incrementaron un 2,3 % en tasa interanual, hasta alcanzar unos recursos netos del 1,5 % del PIB. Mientras que los préstamos fuera del balance de los bancos —en gran medida, procedente de titulizaciones— se redujeron en torno a un 1 %, el crédito bancario creció a un ritmo interanual de casi un 3 % en 2010.

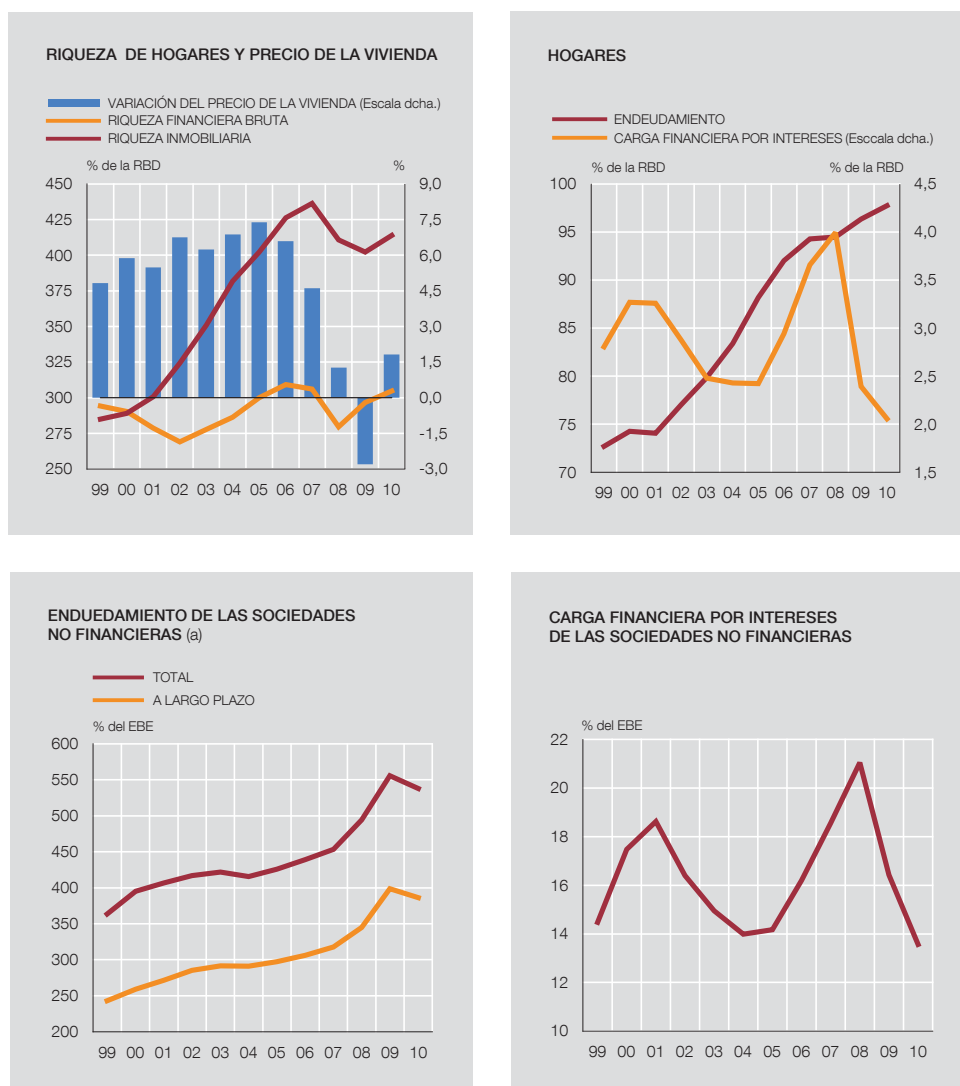
Por destino de los fondos, la ligera recuperación se explica por la financiación de la vivienda y de gastos no relacionados con el consumo. En cambio, el crédito para consumo continuó contrayéndose a una tasa cercana al 1 % interanual, lo que parece explicarse por factores de demanda, vinculados, en parte, a la finalización de los programas públicos de ayuda a la compra de automóviles. En el caso de la vivienda, a pesar de que las condiciones de oferta de los créditos volvieron a mostrar cierto endurecimiento, la demanda de financiación percibida por las entidades tendió a fortalecerse dentro de un comportamiento trimestral muy volátil, que reflejaría el efecto de medidas fiscales que habrían impulsado transitoriamente o adelantado decisiones de compra de vivienda en algunos países, como Francia, Holanda e Italia (y también en España, aunque aquí las tasas de crecimiento del crédito se situaban en niveles muy reducidos). La desaparición de algunas de estas medidas temporales hace prever cierta moderación posterior en la financiación a los hogares, algo que ya se ha visto reflejado en la caída de la demanda que muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del primer trimestre de 2011.

#### LA POSICIÓN PATRIMONIAL: RIQUEZA Y ENDEUDAMIENTO

La riqueza de los hogares se elevó un 3,8 % en 2010, gracias a un aumento tanto del componente financiero como del no financiero (véase cuadro 2). En línea con la revalorización de la vivienda, el valor de la riqueza no financiera de los hogares —fundamentalmente, inmobiliaria— aumentó un 3,8 %, tras dos años consecutivos de retrocesos superiores al 2 % en tasa interanual (véase gráfico 2).

Los activos financieros, por su parte, que suponen algo más del 40 % del total de la riqueza bruta, se elevaron un 3,8 %, como consecuencia de las mayores inversiones financieras de los hogares, y también —aunque en menor medida— por la revalorización de los activos. En la cartera de los hogares predominan las inversiones con una vocación relativamente conservadora, siendo el efectivo y los depósitos los instrumentos con mayor peso en el balance (35 %), seguidos de las inversiones en productos de ahorro-previsión, recogidos en el cuadro 1 bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguros, que representan el 28 %. No obstante, las tenencias de acciones suponían algo más del 23 % del total de activos a finales de 2010, mientras que las colocaciones en valores de renta fija y las participaciones de fondos de inversión tienen un peso en la cartera algo superior al 7 %.

Como consecuencia del aumento moderado de la deuda y, sobre todo, de la debilidad de los ingresos del sector, el endeudamiento de los hogares siguió ascendiendo, hasta situarse en el 98 % de la RBD. La carga por intereses, no obstante, se redujo, hasta representar



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Préstamos y valores distintos de acciones.

niveles mínimos del 2,1 % de la RBD. Esta disminución incorpora el menor coste de las nuevas operaciones de crédito en 2010 y la traslación de unos tipos más bajos a los contratos antiguos con tipo ajustable. Desde 2003, el porcentaje de los nuevos préstamos destinados a vivienda y con período de fijación de los tipos a menos de un año ha sido en promedio de casi el 45 %, aunque con una pérdida de importancia gradual: en 2004 representaban más del 50 % de las nuevas operaciones, frente al 39 % en 2010 y alrededor del 30 % en los primeros meses de 2011. Esta reducción refleja, por un lado, la mayor preferencia de los prestatarios por contratos a tipo fijo, en un contexto de expectativas de tipos a corto plazo crecientes. Sin embargo, el menor uso de la financiación a tipo variable en la UEM también refleja la evolución del crédito por países y la heterogeneidad de carácter estructural en la modalidad de los contratos. Los préstamos para compra de vivienda con un período de fijación del tipo de interés superior a quince años se concentran en Francia y en Alemania, donde se concedió el 50 % del volumen de nuevos préstamos para vivienda en la UEM en 2010. En Holanda no hay un predominio claro, mientras que en España, Irlanda, Portugal y Finlandia lo más común son los préstamos a tipo variable o ajustable cada año, siendo a su vez países en los que el dinamismo de los nuevos contratos ha sido relativamente menor.

	SALDOS			Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario				
	mm € 2010	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>HOGARES:</b>								
Financiación (total pasivos)	6.627	7,9	8,5	8,4	7,1	3,2	2,0	2,8
Riqueza bruta total	45.994	9,9	9,0	8,9	5,3	-3,6	1,0	3,8
<i>Riqueza financiera bruta</i>	18.864	6,9	8,4	7,3	3,3	-5,5	5,9	3,8
<i>Riqueza no financiera</i>	27.130	12,1	9,4	10,0	6,6	-2,3	-2,2	3,8
— Riqueza inmobiliaria	25.607	12,8	9,1	10,3	6,8	-2,6	-2,3	4,0
Riqueza neta total (a)	39.367	10,2	9,0	8,9	5,0	-4,6	0,8	4,0
Renta bruta disponible	...	3,7	3,5	4,1	4,4	3,5	-0,2	1,1
Endeudamiento (% de la RBD)	...	83,4	88,2	92,0	94,3	94,5	96,3	97,7
Endeudamiento (% del PIB)	...	55,9	59,0	61,1	62,0	62,7	65,9	65,8
Endeudamiento (% total de activos)	...	29,1	29,4	29,8	30,8	33,8	32,5	32,1
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	4,8	4,1	3,2	3,3	3,8	6,4	5,1
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	3,2	2,8	2,1	2,2	2,5	4,4	3,4
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>								
Excedente bruto de explotación	...	5,6	3,9	5,5	7,9	-0,1	-9,2	5,6
Renta empresarial neta	...	12,0	7,6	6,7	10,5	-7,2	-13,6	12,8
Ahorro bruto	...	9,2	-1,5	-0,2	9,9	-9,0	2,0	12,2
Financiación interna (c)	...	11,3	-2,0	1,2	8,7	-7,8	2,7	10,4
Financiación externa (total pasivos)	...	3,2	4,5	5,1	5,8	3,7	1,6	2,4
Ratio de financiación externa/interna	...	0,7	1,0	1,3	1,6	1,2	0,4	0,7
Endeudamiento (% del EBE)	...	415,6	426,0	439,2	453,5	494,4	555,5	538,1
Endeudamiento (% del PIB)	...	82,6	84,9	87,8	92,9	98,7	103,9	103,7
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del EBE) (b)	...	-1,9	-6,4	-10,5	-11,4	-15,3	-0,4	-0,3
Cap. (+) / nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	-0,4	-1,3	-2,1	-2,3	-3,0	-0,1	-0,1

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

- a. Riqueza bruta menos pasivos.  
b. Saldo de las cuentas no financieras.  
c. Ahorro bruto y transferencias de capital netas.

### Las sociedades no financieras

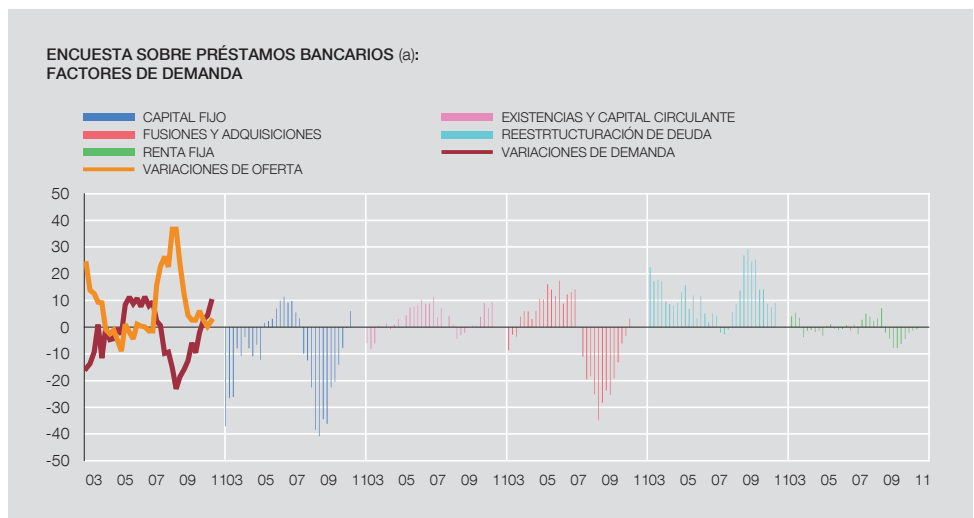
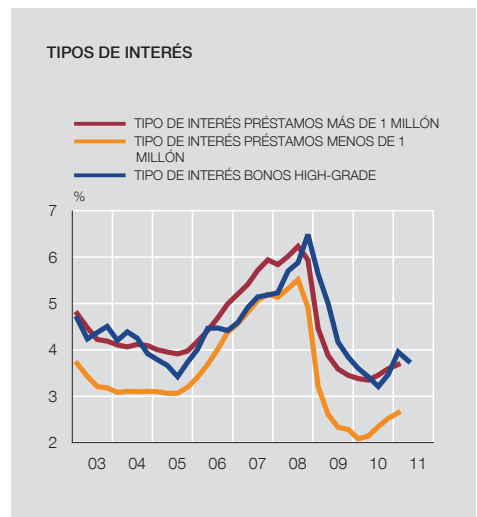
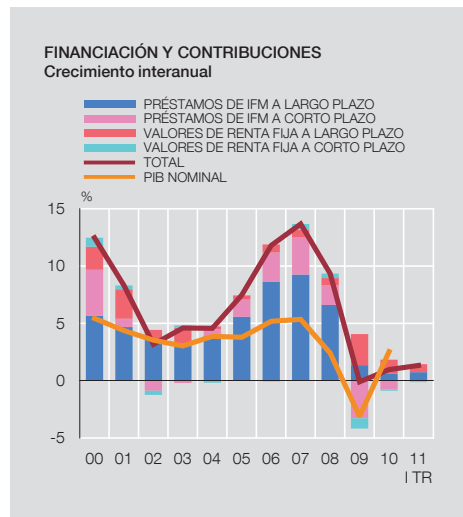
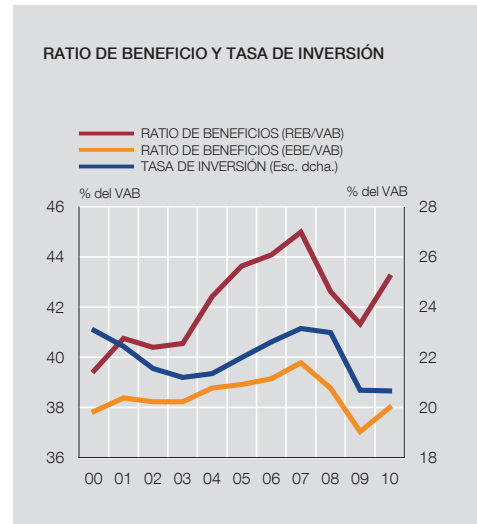
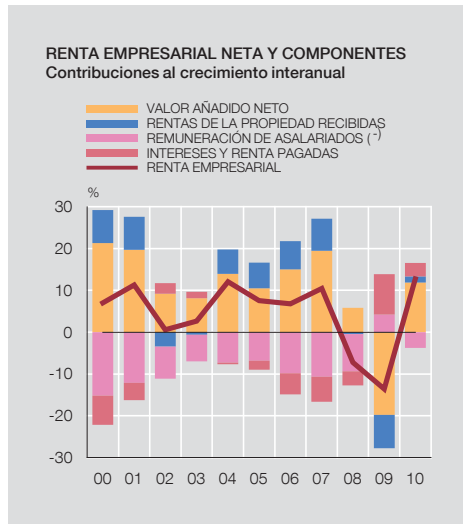
LA FINANCIACIÓN INTERNA  
Y AJENA

Durante 2010, el EBE<sup>3</sup> de las empresas creció un 5,6 %, después de haber experimentado una caída superior al 9 % en 2009 (véase cuadro 2). La renta empresarial neta<sup>4</sup>, que aproxima los beneficios antes de impuestos en la contabilidad empresarial, también mejoró, y aumentó más de un 12 %, tras acumular una caída superior al 20 % durante los dos ejercicios anteriores. De esta manera, como se ilustra en el segundo panel del gráfico 3, la ratio de beneficio se recuperó, aunque más modestamente cuando se mide en términos del EBE que cuando se considera el valor añadido bruto (VAB) en su lugar.

En consonancia con la recuperación de los beneficios, los fondos disponibles para invertir en activos tanto financieros como no financieros se elevaron. La tasa de inversión real de las empresas, medida como la ratio de la formación bruta de capital sobre el VAB, que tiende a mostrar un cierto retraso con respecto a la recuperación de los beneficios, se mantuvo estable en un nivel reducido del 20 %. La financiación interna de las empresas —aproximada como el ahorro bruto (equivalente a beneficios retenidos) más las transferencias de capital netas—

3. El EBE es el valor añadido bruto generado en la producción, neto de la remuneración a los empleados, menos/más los impuestos/subvenciones ligados a la producción. 4. 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 y beneficios retenidos procedentes de la inversión directa en el exterior).





FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Un valor positivo en la oferta significa criterios más restrictivos que en el trimestre anterior. En la demanda, un valor positivo significa aumento.

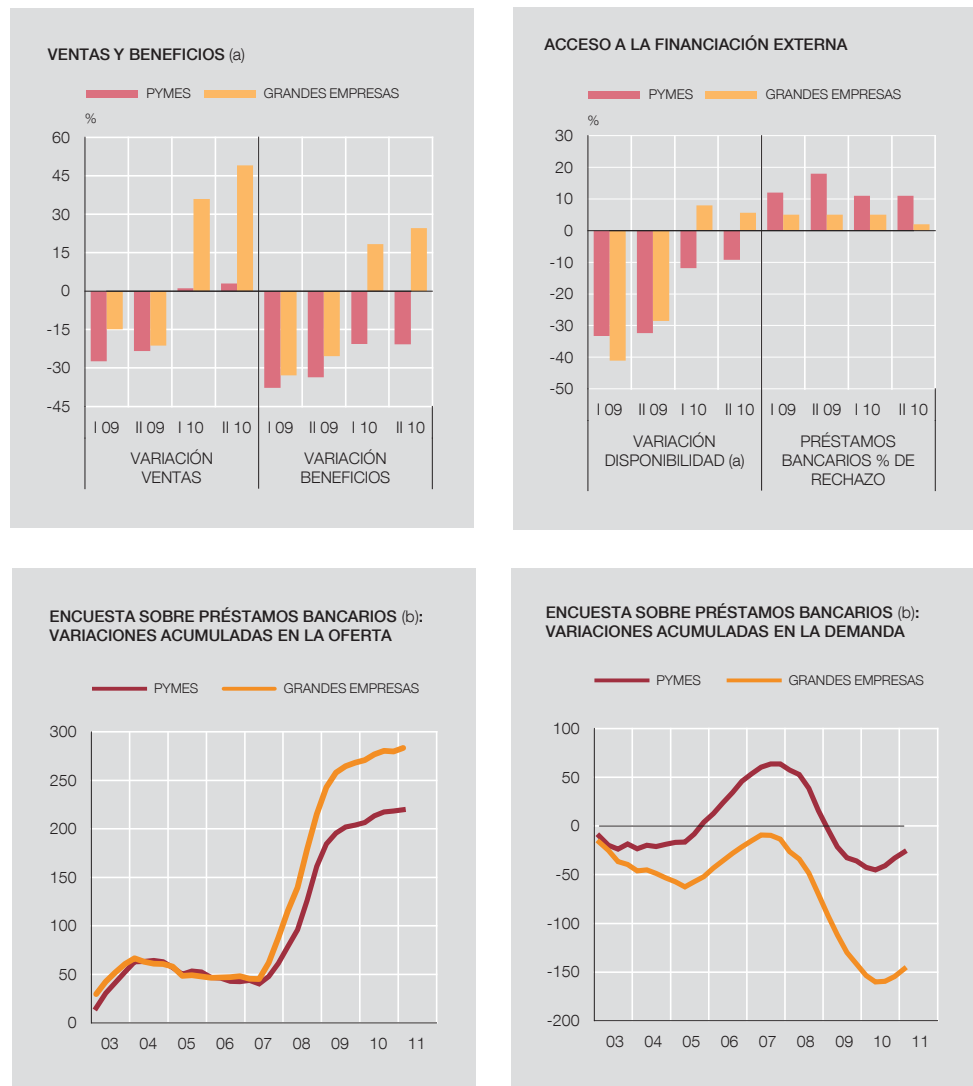
constituyó su principal fuente de recursos, ya que la ratio de financiación ajena o externa —variación de pasivos— sobre la interna se situó en el 0,7 (0,4 en 2009).

En relación con los recursos externos, las transacciones de pasivos representaron el 6,7 % del PIB, frente al 4,3 % en 2009. Por tipo de instrumentos, los préstamos se recuperaron, con un flujo neto del 1,9 % en términos del PIB, volumen todavía moderado en comparación con los registros anteriores a la crisis. Esta suave mejora se explica por el aumento de los préstamos a corto plazo, con un flujo del 0,8 % del PIB (–0,7 % en 2009), lo que está estrechamente vinculado a la mayor actividad económica. En cambio, los préstamos a más de un año, cuyo *stock* constituye en torno al 70 % de la deuda viva, cayeron al 1 % del PIB (1,6 % en 2009). Durante 2010 continuó un cierto proceso de desintermediación bancaria o diversificación de fuentes de financiación, aunque no tan intenso como un año antes. Por un lado, las emisiones de bonos en los mercados siguieron proporcionando un volumen de financiación del 0,7 % del PIB, por debajo de los registros de 2009. Estos recursos provinieron fundamentalmente de emisiones a largo plazo. Por otro lado, las empresas continuaron amortizando préstamos bancarios en términos netos, por un valor del 0,1 % del PIB (1,2 % en 2009), mientras que el resto de préstamos (que incluyen la financiación interempresarial y del exterior) constituyó una fuente de recursos externos relativamente importante (1,9 % del PIB). La contracción de la financiación bancaria, no obstante, fue perdiendo intensidad a lo largo del año, hasta observarse un flujo positivo en el primer trimestre de 2011 (véase gráfico 3). Esta evolución es coherente con el patrón cíclico retardado habitual en la demanda de préstamos por parte de las empresas.

De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, el comportamiento de la financiación empresarial sería coherente con la mejora gradual de la demanda, en un contexto de condiciones de oferta estrictas. Durante 2009 y 2010 la demanda de préstamos de las empresas registró caídas trimestrales continuas, que se fueron atenuando a lo largo de 2010, hasta que en el primer trimestre de 2011 se produjo el primer incremento en dos años. La percepción del riesgo por parte de las entidades, en cambio, se tradujo en unas condiciones ligeramente más estrictas, que se añaden al endurecimiento acumulado desde mediados de 2007. La recuperación de la demanda de préstamos bancarios vendría explicada a lo largo de 2010 por la necesidad de financiar las existencias y el capital corriente. La caída de la demanda para financiar la inversión en bienes de equipo y las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales se fue desvaneciendo, hasta experimentar una variación positiva en el primer trimestre de 2011, tras tres años de caídas trimestrales consecutivas. La demanda de fondos para reestructurar deuda continuó incrementándose, lo que indica que las empresas no financieras siguieron aprovechando los bajos tipos de interés para renovar préstamos a un coste menor.

#### LA EVOLUCIÓN SEGÚN EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

Para las pequeñas y medianas empresas (pymes) no se dispone de información cuantitativa sobre su situación financiera, y en el ámbito de las cuentas financieras este sector estaría distribuido entre el sector de hogares y el de empresas. La información cualitativa procedente de las cuatro ediciones de la Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las pymes y de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios indicaría notables divergencias en la evolución reciente de la situación económica y financiera y del acceso a la financiación en función de la dimensión. Así, como se ilustra en el gráfico 4, durante 2010 tanto las ventas como los beneficios de las sociedades grandes aumentaron en términos netos, mientras que las pymes experimentaron un ligero incremento en el volumen de negocio, que no se tradujo en una mejora de beneficios por la presión de los costes. Por otra parte, a pesar las mayores necesidades de financiación, el acceso al crédito bancario tendió a deteriorarse para las pymes, mientras que las empresas grandes apreciaron una mejora.



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Porcentaje de empresas que señalan una mejora, menos el de las que señalan un deterioro. Los períodos de las encuestas se corresponden al primer semestre de 2009, al segundo semestre de 2009, al período marzo-septiembre de 2010 y al de septiembre de 2010 a febrero de 2011.  
b. Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos y en la demanda significa aumento.

Por otra parte, desde la perspectiva de los bancos y a través de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de oferta de préstamos se volvieron ligeramente más restrictivos durante 2010, tanto para las pymes como para las grandes empresas, lo que se añade al endurecimiento acumulado desde que se inició la crisis financiera. Retrocediendo hasta mediados de 2007, el cambio acumulado en la oferta bancaria fue más intenso en el caso de las empresas grandes, lo que no implica que el grado de restricción alcanzado sea mayor, ya que este depende del nivel de laxitud del que partían las condiciones. Así, por ejemplo, como muestra la encuesta a las empresas sobre el acceso a la financiación, el porcentaje de rechazos es sustancialmente más elevado en el caso de las pymes (en torno a un 11 %) que en el de las empresas de mayor dimensión (2 %).

EL ENDEUDAMIENTO  
Y LA CARGA FINANCIERA

La recuperación de los beneficios y de la financiación interna, la reducción de la carga por intereses y la debilidad del crédito de las empresas se tradujeron en una tímida mejora de su posición patrimonial. En 2010 las sociedades quebraron la tendencia alcista de su endeudamiento,

lo que refleja la atonía de los préstamos bancarios y, sobre todo, la mejora de la producción y de la capacidad de las empresas para generar recursos. Así, la deuda —total préstamos más valores de renta fija— en términos del EBE se redujo por primera vez desde 2004, hasta situarse en el 538 %. En términos del PIB, la deuda de las empresas se mantuvo estable, en registros elevados del 103 %. La carga por intereses también disminuyó, alcanzando niveles mínimos del 13,6 % del EBE.

## **Conclusiones**

La evolución de la situación financiera de los hogares y sociedades no financieras de la UEM durante 2010 vino condicionada por un entorno macroeconómico más favorable que el del año anterior y en el que la política monetaria mantuvo un tono expansivo que propició unas condiciones financieras impulsoras de la actividad y la demanda agregada.

Las familias incrementaron de manera moderada sus ingresos, fruto de la recuperación de las horas trabajadas y del moderado aumento de los salarios, lo que compensó la reducción de la renta procedente del sector público. La mejoría de la situación económica permitió una cierta normalización del nivel de la tasa de ahorro desde los niveles de cautela extremadamente altos que se observaron en 2009. Las familias endeudadas también disfrutaron de una carga por intereses menor, si bien la atonía de las rentas no permitió un ajuste del elevado endeudamiento del sector, lo que hace previsible que la moderación continúe caracterizando la evolución futura del crédito a los hogares.

En el caso de las empresas, cabe destacar la recuperación de los beneficios para el conjunto del sector, aunque se detecta una gran heterogeneidad por tamaño de empresas. La evolución económica de las pymes fue menos favorable, ya que, a pesar de mejorar sus ventas, siguieron percibiendo un deterioro en los beneficios por la presión de los costes. El incremento de la tasa de beneficios a nivel agregado no se habría materializado en una mayor tasa de inversión, que se mantuvo estable en niveles reducidos del 20 % del VAB. Los fondos internos constituyeron la fuente de recursos principal, mientras que los pasivos crecieron de manera moderada y supusieron el 70 % de la financiación interna. Por otra parte, continuó observándose cierto avance en el proceso de desintermediación en la captación de recursos ajenos por parte de las empresas, en un contexto de condiciones estrictas para la oferta bancaria. Los préstamos bancarios se contrajeron, aunque dentro de una tendencia de gradual mejora que sería coherente con el patrón cíclico desfasado habitual del sector. La mejora de la renta permitió truncar la tendencia alcista del endeudamiento, observándose, no obstante, una mejora limitada de las ratios habitualmente utilizadas para caracterizar el apalancamiento del sector.

16.5.2011.

