

LA EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES DEL ÁREA DEL EURO EN 2011

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

Introducción

Durante el año 2011, los hogares y las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro adoptaron sus decisiones de ahorro, de gasto, de inversión financiera y de financiación en un entorno macroeconómico muy cambiante y sujeto a elevados grados de incertidumbre y tensión. En la primera mitad del año, la recuperación de la actividad económica se fue afianzando y las tensiones financieras en los mercados de deuda pública se mantuvieron relativamente contenidas, con tres países del área bajo asistencia financiera (Grecia, Irlanda y, en abril de 2011, Portugal). Este panorama cambió a partir del verano, cuando el deterioro económico en Grecia sirvió de detonante de un acusado agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro. El nuevo brote de tensión en los mercados supuso una amenaza para la estabilidad financiera del conjunto del área y debilitó severamente la demanda interna, lo que provocó caídas en el PIB del área, posponiendo las perspectivas de recuperación económica e incrementando las dudas sobre la capacidad de los Gobiernos para, en este contexto, alcanzar sus compromisos en el ámbito fiscal. El deterioro económico, la acusada pérdida de valor de los activos financieros y la incertidumbre sobre los efectos de la crisis y sobre el rumbo de las políticas europeas y nacionales para enfrentar la situación hicieron mella sobre la confianza de las familias y de las empresas.

La política fiscal adquirió un tono restrictivo, con unos compromisos ambiciosos de consolidación cuyo cumplimiento requirió intensificar las medidas de austeridad presupuestaria. En cambio, la política monetaria del Eurosistema conservó una orientación expansiva, al tiempo que el rebrote de la inestabilidad en los mercados financieros indujo a que se reforzaran las medidas de carácter no convencional de apoyo a la liquidez y al crédito, entre las que cabe destacar las dos operaciones de financiación a la banca a tres años, con las que se aliviaron las presiones sobre la disponibilidad y coste de los fondos para los bancos. En todo caso, el agravamiento de la crisis de la deuda soberana introdujo una amplia divergencia en las primas de riesgo exigidas por los inversores a los prestatarios en función de su nacionalidad, lo que se tradujo en unas condiciones financieras más estrictas en algunos países, que ejercieron un impulso de carácter restrictivo sobre su actividad económica.

Este artículo revisa la evolución de la situación financiera del sector privado (no financiero) en la zona del euro durante 2011, apoyándose principalmente en la información agregada de las cuentas nacionales de estos sectores. El artículo se organiza con una primera sección dedicada a las familias, a la evolución de su renta, ahorro y operaciones financieras, y a los cambios en su situación patrimonial. El apartado segundo desarrolla un análisis similar para las sociedades no financieras, incluyendo para algunas variables información diferenciada por tamaño de empresas. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

Los hogares

LA RENTA Y EL AHORRO

En el conjunto de 2011, la renta de los hogares de la zona del euro experimentó una ligera recuperación, reflejo sobre todo de una evolución favorable en el primer semestre. La renta bruta disponible (RBD)¹ del sector aumentó un 2,4 % en términos nominales, frente

¹ El sector hogares incluye las empresas individuales sin personalidad jurídica y las instituciones sin ánimo de lucro. La RBD comprende la remuneración de los asalariados —incluyendo las cotizaciones sociales a cargo de la empresa—, la renta mixta (que generan los empleados autónomos) y el excedente bruto de explotación

al 1 % del ejercicio anterior (véase gráfico 1). El mantenimiento de la inflación en tasas relativamente altas del 2,5 % de media en el año como consecuencia del encarecimiento de la energía determinó que las familias volvieran a sufrir una ligera pérdida de poder adquisitivo, aunque de una magnitud menor que la de 2010 (cuando el crecimiento medio del IAPC fue del 2,7 %).

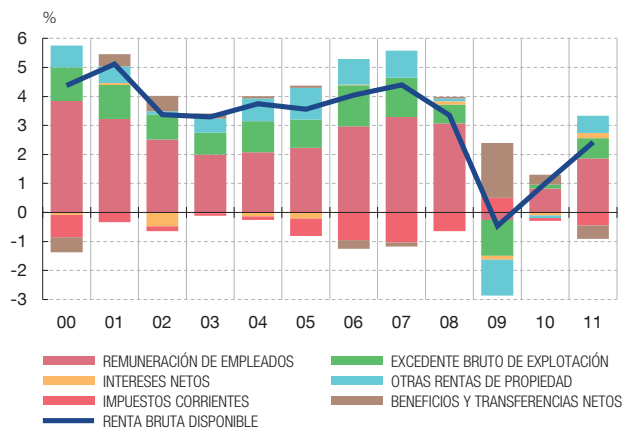
Por componentes, los principales factores impulsores de los ingresos fueron la remuneración de los asalariados, el excedente bruto de explotación y las rentas de la propiedad. La remuneración de los asalariados, principal fuente de ingresos de las familias, con un peso en torno al 60 %, creció un 2,6 % en 2011, muy por encima del 1,1 % registrado en 2010. Esta recuperación respondió fundamentalmente a la evolución de los salarios —la remuneración por asalariado creció el 2,3 %, frente al 1,6 % en 2010—, ya que el empleo continuó mostrando una gran atonía, con un avance de solo el 0,1 %. El segundo componente en importancia, el excedente bruto de explotación, genera el 21 % de los ingresos del sector, y también contribuyó a reanimar la renta aumentando el 2,9 % (frente al 0,5 % en el año anterior). En la misma dirección contribuyeron las rentas de la propiedad —excluidos los intereses netos—, que se incrementaron de manera destacable: un 5 % en el conjunto del año, tras haber mostrado retrocesos en los dos años anteriores. Tanto los intereses pagados como los recibidos aumentaron en 2011, y los intereses netos percibidos se situaron en el 1,6 % de la RBD, valor que se ha mantenido relativamente estable desde 2005. En cambio, el aumento de los pagos por impuestos (en más de un 3 % con respecto a 2010) y la caída de las transferencias netas del Estado determinaron que el sector público restara casi 1 punto porcentual (pp) de dinamismo a la renta de las familias en 2011.

El gasto en consumo representó un 86,4 % de la RBD, una proporción algo más elevada que la de 2010, que hizo caer la tasa de ahorro hasta el 13,6 %, valor ligeramente por debajo de la media histórica desde 1999 (en torno al 14 %). Esta caída habría venido explicada por la evolución de sus determinantes durante la primera mitad de 2011, cuando la necesidad de ahorro por motivo de precaución disminuyó apoyada en la revalorización de los activos financieros y en la recuperación de la confianza sobre la situación económica y financiera, y en particular en la mejora en las perspectivas de la tasa de paro que se produjo hasta mediados del año. Un segundo elemento que podría haber mermado la capacidad de ahorro de las familias en 2011 fue la necesidad de los Gobiernos de profundizar en políticas fiscales de austeridad para reconducir las cuentas públicas y cumplir con los compromisos adquiridos, en una situación de agravamiento de la crisis de deuda soberana. Tanto los aumentos en la imposición como la disminución de las transferencias públicas habrían erosionado la renta y la capacidad de ahorro de las familias. La mayor incertidumbre sobre la renta futura que se ha introducido con el agravamiento y repercusiones económicas de la crisis sobre la deuda soberana y la necesidad del sector de recomponer su situación patrimonial, y en particular de reducir el endeudamiento, plantean dudas razonables sobre la posibilidad de que esta disminución de la tasa de ahorro se pueda prolongar en el tiempo.

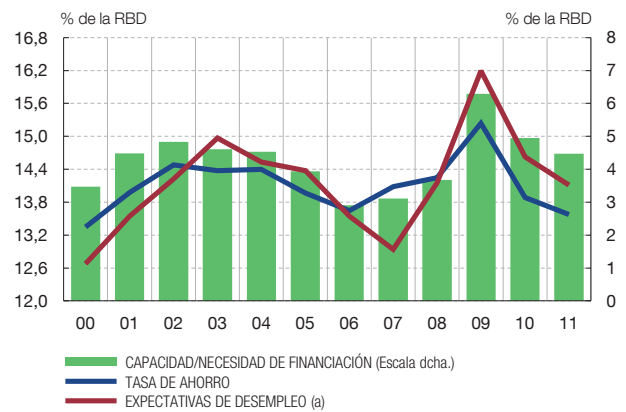
La inversión no financiera del sector (principalmente, residencial), medida a través de la partida de formación bruta de capital fijo en las cuentas nacionales, registró un crecimiento moderado del 0,5 % en términos nominales, en línea con su comportamiento en 2010.

(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.

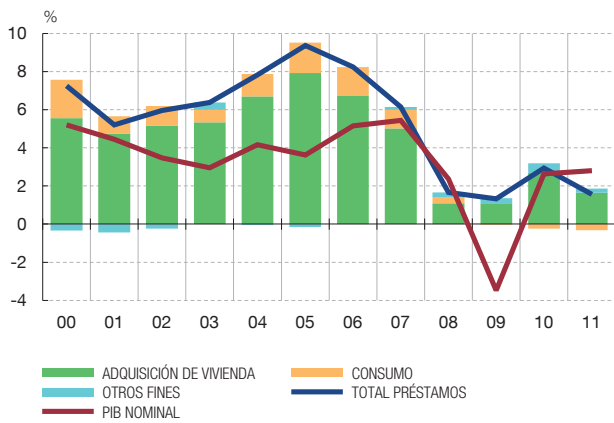
RENDA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES
Contribuciones al crecimiento interanual



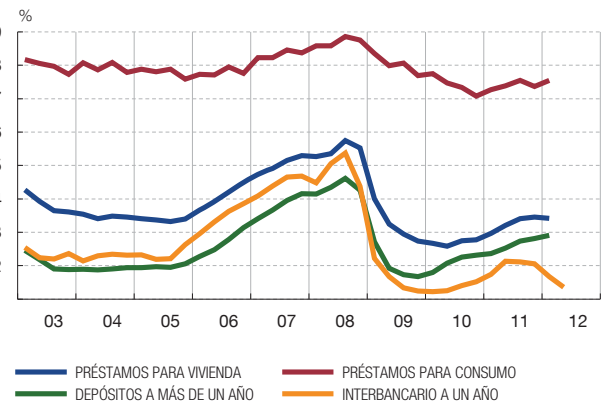
AHORRO Y CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



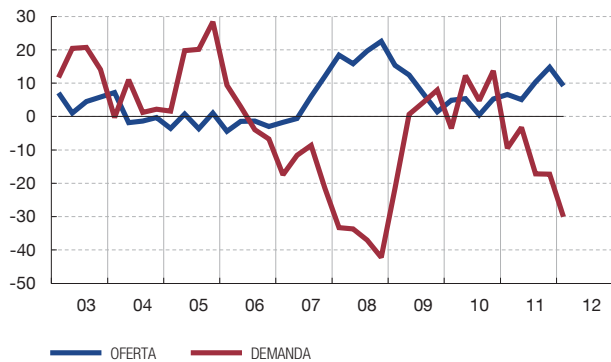
PRÉSTAMOS BANCARIOS, CONTRIBUCIONES Y CICLO



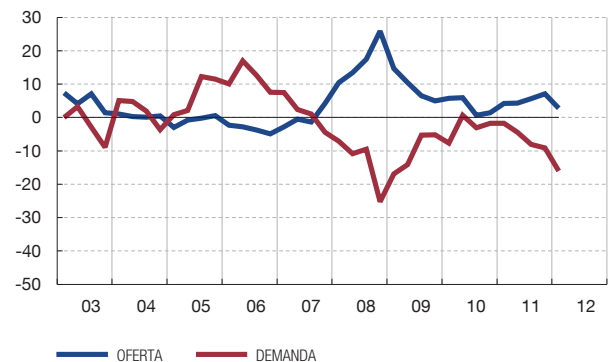
TIPOS DE INTERÉS (b)



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS: PRÉSTAMOS PARA COMPRA DE VIVIENDA (c)



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS: PRÉSTAMOS PARA CONSUMO (c)



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

- a Dato normalizado 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 mm €	Operaciones financieras % del PIB						
		2011	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HOGARES								
ACTIVOS	18.678	8,0	7,1	6,2	5,6	5,7	5,2	3,8
Efectivo y depósitos	6.811	3,0	3,3	3,5	4,4	2,3	1,9	1,8
Valores de renta fija	1.397	0,0	0,8	1,3	0,5	-0,9	-0,4	0,9
Acciones y otras participaciones	3.992	1,0	-0,3	-0,7	-1,1	1,4	0,7	-0,5
<i>De las cuales:</i>								
<i>Acciones cotizadas</i>	655	0,1	-0,1	0,3	0,4	0,8	0,2	0,1
<i>Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	2.084	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,9	0,3
<i>Fondos de inversión</i>	1.253	0,4	-0,3	-1,2	-1,9	0,1	-0,4	-0,9
Reservas técnicas de seguros	5.569	3,6	3,1	2,4	1,4	2,6	2,5	1,2
Resto	909	0,5	0,1	-0,3	0,4	0,3	0,5	0,4
PASIVOS	6.726	5,2	5,2	4,5	2,9	1,1	1,6	1,2
Préstamos	6.191	5,0	4,9	4,3	2,8	1,2	1,4	0,9
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	356	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,1
<i>A largo plazo</i>	5.835	4,8	4,7	4,1	2,7	1,3	1,6	1,0
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes</i>	5.244	4,4	4,0	3,1	0,9	0,7	1,6	0,9
<i>Préstamos para adquisición de vivienda</i>	3.785	3,7	3,3	2,5	0,6	0,6	1,5	0,9
<i>Préstamos para consumo</i>	628	0,5	0,5	0,3	0,1	0,0	-0,1	-0,1
<i>Préstamos para otros fines</i>	830	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Otros préstamos	948	0,6	0,8	1,2	1,9	0,4	-0,2	0,1
Resto	534	0,2	0,4	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
ACTIVOS	16.571	9,4	11,6	13,4	6,8	3,1	6,1	6,0
Efectivo y depósitos	1.982	1,6	2,0	1,6	0,6	1,0	0,9	0,6
Valores de renta fija	358	0,1	0,0	0,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,4
Acciones y otras participaciones	7.299	3,5	3,7	4,3	3,9	1,7	2,3	2,5
<i>De las cuales:</i>								
<i>Acciones cotizadas</i>	1.236	0,3	1,2	1,9	0,9	0,0	0,8	0,5
<i>Acciones no cotizadas y otras participaciones</i>	5.691	2,9	2,2	3,0	3,1	1,4	1,7	2,1
<i>Fondos de inversión</i>	373	0,3	0,3	-0,6	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
Préstamos	3.239	1,8	1,9	3,4	3,6	1,3	2,5	2,2
Resto	3.693	2,4	4,1	3,1	-1,2	-0,6	0,5	0,5
PASIVOS	25.710	10,6	13,4	15,3	10,1	3,2	6,0	6,3
Valores de renta fija	927	0,1	0,4	0,4	0,5	1,0	0,7	0,5
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	86	0,0	0,0	0,2	0,1	-0,4	-0,1	0,1
<i>A largo plazo</i>	841	0,1	0,4	0,2	0,4	1,4	0,8	0,4
Préstamos	8.586	4,6	7,2	9,9	6,6	-0,1	1,2	2,1
<i>De los cuales:</i>								
<i>A corto plazo</i>	2.484	1,3	2,2	2,7	1,9	-0,9	0,7	1,0
<i>A largo plazo</i>	6.102	3,3	5,0	7,2	4,7	0,7	0,6	1,1
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes</i>	4.720	3,2	5,2	6,1	4,5	-1,2	0,0	0,6
Otros préstamos	3.865	1,4	2,0	3,8	2,1	1,1	1,3	1,5
<i>De los cuales:</i>								
<i>Préstamos interempresariales (a)</i>	3.239	1,8	1,8	3,2	3,4	1,4	2,7	2,3
Acciones y otras participaciones	12.205	3,3	2,9	4,6	3,4	3,2	2,8	2,5
Reservas de fondos de pensiones	336	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.656	2,4	2,8	0,5	-0,5	-0,8	1,2	1,3

FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Las operaciones financieras de los préstamos interempresariales se han aproximado por las variaciones en el saldo.

Los fondos ahorrados por las familias más las transferencias netas de capital superaron el volumen de esta inversión, generando una capacidad de financiación de los hogares del 4,5 % de la RBD en 2011.

La contención del ahorro de los hogares se reflejó en una menor inversión financiera. Las adquisiciones netas de activos financieros se situaron en el 3,8 % del PIB en 2011, frente al 5,2 % de 2010 (véase cuadro 1). La colocación de fondos en instrumentos líquidos —efectivo y depósitos— continuó siendo relativamente débil, lo que se explicaría por la contención del gasto de las familias y por el reducido nivel de los tipos de interés a corto plazo. Asimismo, los hogares vendieron acciones y otras participaciones, lo que se refleja en el aumento de los reembolsos en fondos de inversión. En cambio, los valores de renta fija fueron el único componente que se recuperó, tras dos años de desinversiones.

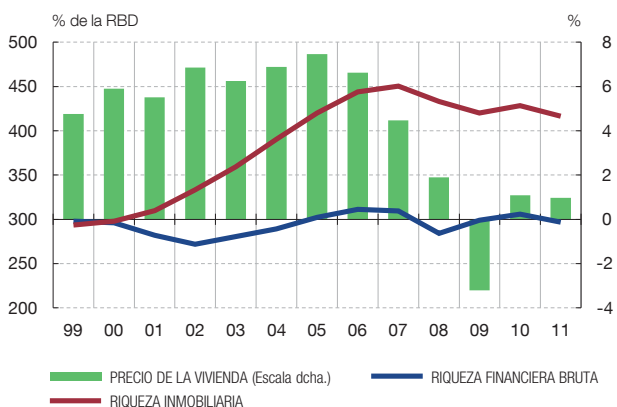
Los tipos de interés de los préstamos bancarios mantuvieron una suave tendencia al alza, aunque se mantuvieron en valores relativamente reducidos. Sin embargo, la financiación a los hogares creció solo moderadamente, como consecuencia tanto de una demanda muy débil como de una política de concesión de créditos austera, como se desprende de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) presentada en los últimos paneles del gráfico 1. El crédito bancario, que había mostrado cierta estabilidad en las tasas de crecimiento desde 2010, inició a mediados de 2011 una desaceleración, que ha proseguido en los meses transcurridos de 2012, hasta situar el crecimiento interanual en el 1,7 % en marzo. La solicitud de préstamos registró caídas —tanto para la compra de vivienda como para consumo— que se fueron intensificando a lo largo del año y en el primer trimestre del presente ejercicio. Este comportamiento de los préstamos es, en general, coherente con la posición cíclica de la economía, el notable deterioro del mercado de trabajo, la reducción de la riqueza y, en algunos países, el elevado endeudamiento del sector.

Tras dos años de aumentos, los hogares sufrieron una pérdida de riqueza como consecuencia de la reducción del valor de los activos financieros y no financieros (véanse gráfico 2 y cuadro 2). En términos medios del año, no obstante, el precio de la vivienda se elevó un 1 % en la UEM, tasa que esconde comportamientos muy dispares entre países, mostrando retrocesos superiores al 13 % en Irlanda y al 5 % en España y Grecia, que contrastan con una revalorización por encima del 5 % en Francia y Alemania.

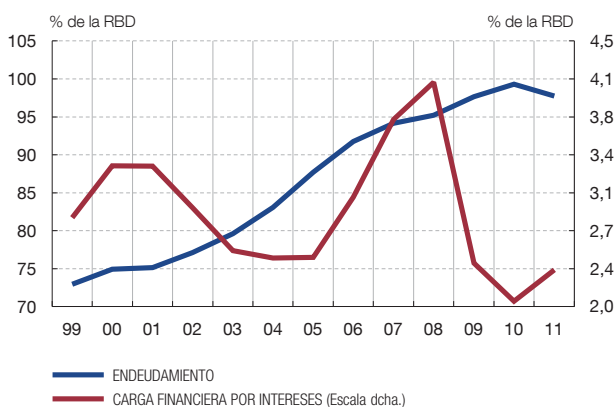
Los activos financieros representan un 40 % del total de la riqueza bruta y están materializados en gran medida en instrumentos con una vocación conservadora. El efectivo y los depósitos son los instrumentos con mayor peso en el balance (36 %), seguidos de las inversiones en productos de ahorro-previsión, recogidos en el cuadro 1 bajo la rúbrica de reservas técnicas de seguros, que representan el 30 %. No obstante, fueron las tenencias de acciones, que suponen algo más del 14 % del total de activos financieros a finales de 2011, las que generaron elevadas pérdidas al sector. La caída de las cotizaciones hizo que este componente redujera su valor en un 20 % en 2011, caída que estuvo concentrada exclusivamente en el tercer trimestre del año.

La debilidad del nuevo crédito y la ligera aceleración de los ingresos permitieron una moderada corrección del endeudamiento de las familias, que retrocedió a niveles cercanos al 98 % de la RBD, similares a los de 2009. Esta disminución no fue generalizada y resultó más intensa en los países con un mayor endeudamiento, lo que contribuyó a reducir las divergencias. No obstante, la deuda de los hogares sigue siendo particularmente alta en algunos países, para los que resulta previsible que su corrección sea prolongada en el tiempo y constituya un condicionante importante del gasto del sector.

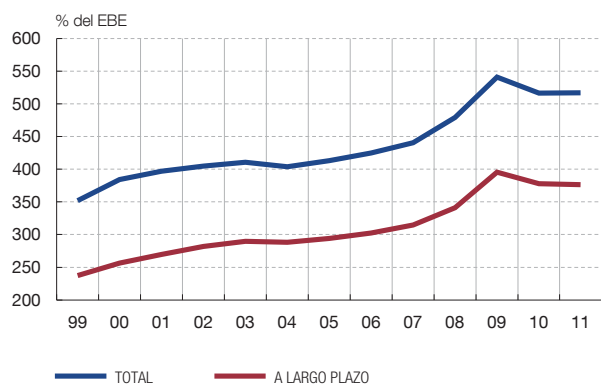
RIQUEZA DE HOGARES Y PRECIO DE LA VIVIENDA



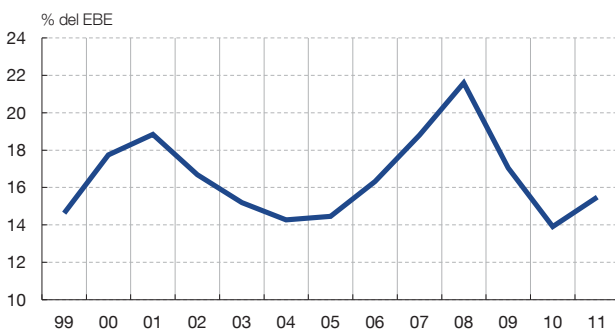
HOGARES



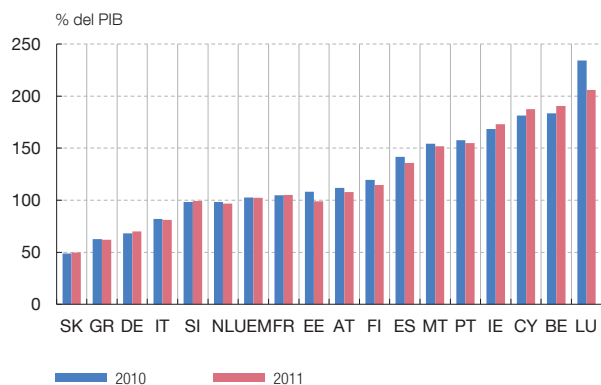
ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



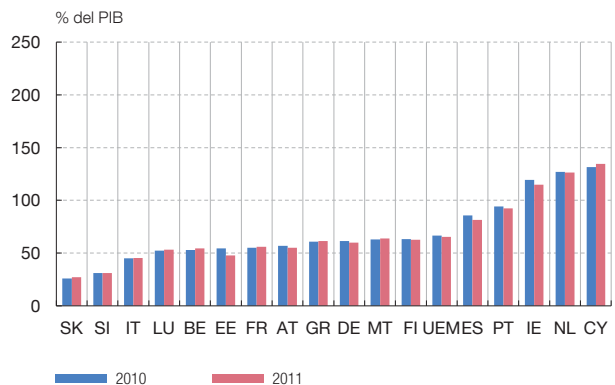
CARGA FINANCIERA POR INTERESES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a Préstamos y valores distintos de acciones.

A pesar de la caída en el endeudamiento, la carga por intereses de los hogares se elevó como consecuencia de los mayores tipos de interés, aunque se mantuvo en valores muy reducidos en términos históricos. Los pagos por intereses alcanzaron el 2,3 % de la RBD, nivel similar al de 2009. El aumento incorpora el mayor coste de las nuevas operaciones de crédito en 2011, así como la traslación de unos tipos algo más altos a los contratos antiguos con tipo ajustable. El porcentaje de nuevos préstamos destinados a vivienda y con período de fijación del tipo de interés a menos de un año continuó

	Saldos mm €	Crecimiento interanual (%), salvo indicación en contrario						
		2011	2005	2006	2007	2008	2009	2010
HOGARES								
Financiación (total pasivos)	6.726	8,9	8,5	7,2	4,4	1,6	2,3	1,6
Riqueza bruta total	46.498	10,3	8,6	5,0	-2,2	-0,2	3,1	-0,4
Riqueza financiera bruta	18.678	8,2	7,3	3,8	-5,1	4,7	3,4	-0,6
Riqueza no financiera	27.820	11,7	9,5	5,8	-0,4	-3,3	3,0	-0,3
Riqueza inmobiliaria	26.202	11,5	9,9	5,9	-0,6	-3,5	3,0	-0,5
Riqueza neta total (a)	39.773	10,5	8,6	4,7	-3,2	-0,6	3,1	-0,6
Renta bruta disponible	...	3,6	4,0	4,4	3,3	-0,5	1,0	2,4
Endeudamiento (% de la RBD)	...	87,7	91,8	94,1	95,2	97,7	99,3	97,7
Endeudamiento (% del PIB)	...	58,6	60,7	61,7	62,9	66,6	66,6	65,3
Endeudamiento (% total de activos)	...	29,0	29,5	30,4	33,5	32,7	32,5	32,9
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% de la RBD) (b)	...	3,9	2,9	3,1	3,7	6,3	4,9	4,5
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	2,6	1,9	2,0	2,4	4,3	3,3	3,0
SOCIEDADES NO FINANCIERAS								
Excedente bruto de explotación	...	4,1	6,6	8,1	-0,4	-10,5	6,6	2,8
Renta empresarial neta	...	8,5	7,9	10,7	-7,4	-13,5	11,4	0,9
Ahorro bruto	...	-1,2	1,1	10,1	-9,0	1,6	15,7	-2,2
Financiación interna (c)	...	-1,8	2,6	8,8	-7,7	2,5	13,0	-2,9
Financiación externa (total pasivos)	...	4,6	5,5	5,7	3,5	1,2	2,2	2,3
Ratio financiación externa/interna	...	1,0	1,3	1,5	1,1	0,3	0,5	0,6
Endeudamiento (% del EBE) (d)	...	413,4	424,8	440,6	479,4	541,1	516,7	516,9
Endeudamiento (% del PIB) (d)	...	83,2	86,6	92,1	97,5	102,0	101,2	101,3
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del EBE) (b)	...	-5,3	-9,1	-10,6	-14,6	1,4	2,0	-3,5
Cap. (+)/nec. (-) de financiación (% del PIB) (b)	...	-1,1	-1,9	-2,2	-3,0	0,3	0,4	-0,7

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.
d Incluye crédito interempresarial.

descendiendo, situándose cerca del 30 % de las nuevas operaciones de 2011 y del primer trimestre de 2012, frente al 39 % en 2010. Esta reducción refleja tanto un efecto composición por la evolución heterogénea del crédito por países como una mayor preferencia de los prestatarios por contratos a tipo fijo, en un contexto en el que el recorrido a la baja de los tipos a corto plazo es muy limitado. Los préstamos para compra de vivienda con tipo fijo (un período de fijación superior a un año) predominan en Bélgica, Francia y Alemania, donde se concedió más del 60 % del volumen de nuevos préstamos para vivienda en la UEM en 2011.

Las sociedades no financieras

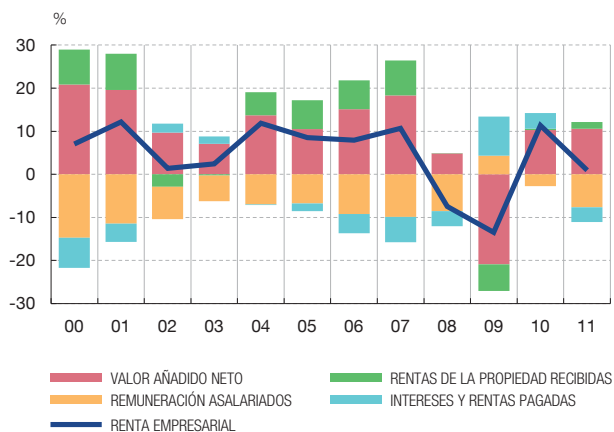
LA FINANCIACIÓN INTERNA Y AJENA

Durante 2011, la generación de renta por parte de las empresas se mostró débil, interrumpiendo la recuperación que se inició en 2010. El excedente bruto de explotación (EBE)² creció un 2,8 %, por debajo del 6,6 % registrado en 2010 (véase cuadro 2). La renta empresarial neta³, que aproxima los beneficios antes de impuestos en la contabilidad empresarial, experimentó un aumento del 0,9 %, frente al crecimiento de más del 11 % en 2010.

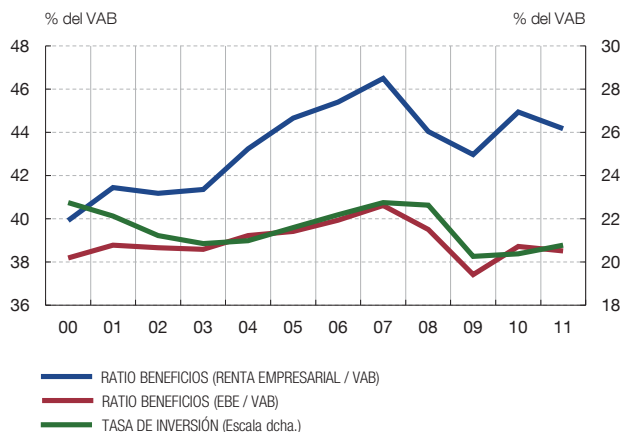
2 El excedente bruto de explotación es el valor añadido bruto generado en la producción, neto de la remuneración de los empleados menos/más los impuestos/subvenciones ligados a la producción.

3 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).

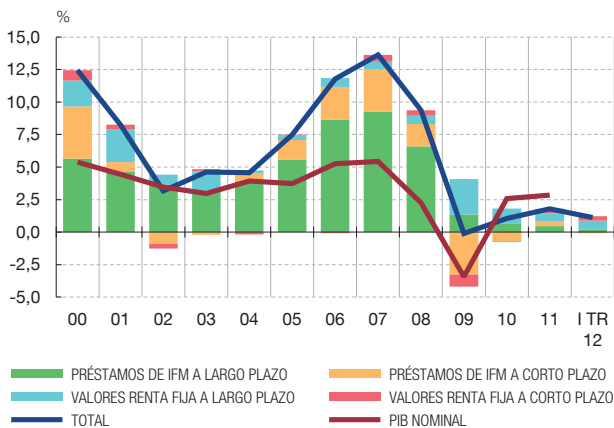
RENTA EMPRESARIAL NETA Y COMPONENTES



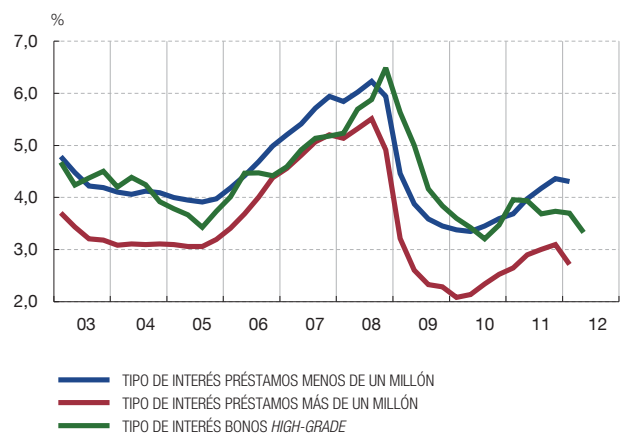
RATIO DE BENEFICIO Y TASA DE INVERSIÓN



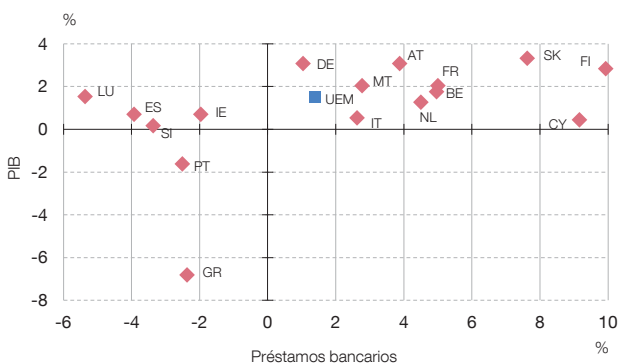
FINANCIACIÓN Y CONTRIBUCIONES
Crecimiento interanual



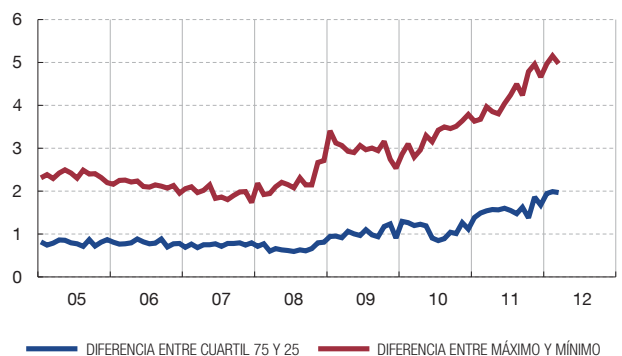
TIPOS DE INTERÉS



CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS EN 2011



DISPERSIÓN ENTRE PAÍSES DE TIPOS DE INTERÉS EN PRÉSTAMOS DE MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS (a)



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

De esta manera, como se ilustra en el segundo panel del gráfico 3, la ratio de beneficio se redujo ligeramente, tanto en términos del EBE como del valor añadido bruto (VAB).

La financiación interna de las empresas —aproximada como el ahorro bruto (beneficios retenidos) más las transferencias de capital netas— registró una caída cercana al 3%, situándose la ratio de la financiación ajena sobre la interna en un 0,6 (0,5 en 2010). 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 incrementó ligeramente, dentro de los niveles reducidos en los que se mantiene desde 2009.

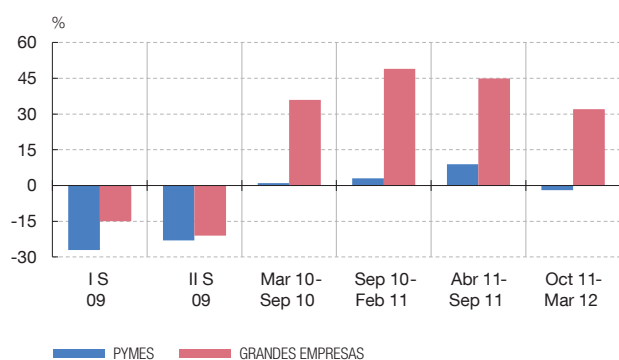
En relación con los recursos externos, las transacciones de pasivos se incrementaron ligeramente, hasta representar el 6,3 % del PIB. Por tipo de instrumentos, el flujo neto de préstamos representó el 2,1 % del PIB, frente al 1,2 % de 2010, mejora que se explica por los contratos tanto a corto como a más largo plazo. La desintermediación de la financiación se reflejó en un volumen elevado de crédito interempresarial, que continuó actuando como amortiguador del efecto de unas políticas de oferta de crédito bancario restrictivas. Las emisiones de bonos en los mercados, fundamentalmente de valores a largo plazo emitidos por grandes empresas, siguieron proporcionando un volumen de financiación relativamente elevado, del 0,5 % del PIB, aunque por debajo de los registros de los dos últimos años. Cabe destacar que el coste de las emisiones de renta fija de las empresas no financieras se redujo (véase cuarto panel del gráfico 3).

La suave mejora de la financiación empresarial en el conjunto de 2011 esconde, no obstante, un patrón diferenciado a lo largo del año y amplias divergencias entre países. Durante la primera parte del ejercicio, la demanda de crédito se vio impulsada por la incipiente mejora de la actividad económica y el tono acomodaticio de la política monetaria. La débil recuperación de los préstamos bancarios fue acompañada por cierta desaceleración de las emisiones de bonos en los mercados, después de que el recurso a esta fuente de financiación alternativa fuera relativamente importante durante la crisis. La mejora de la financiación a las empresas se truncó en el otoño de 2011, cuando los préstamos bancarios se contrajeron un 2,4 % en términos de la tasa media intermensual anualizada y su tasa de avance interanual se redujo hasta situarse en el 0,5 % en marzo de 2012, desde el 2 % de octubre de 2011. Detrás de este cambio de tendencia en la evolución de los préstamos a empresas se encuentran factores de oferta y de demanda, difíciles de diferenciar, relacionados con el agravamiento de la crisis de la deuda soberana y su impacto sobre la situación de fragilidad del sistema bancario, la recaída en la actividad económica y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas.

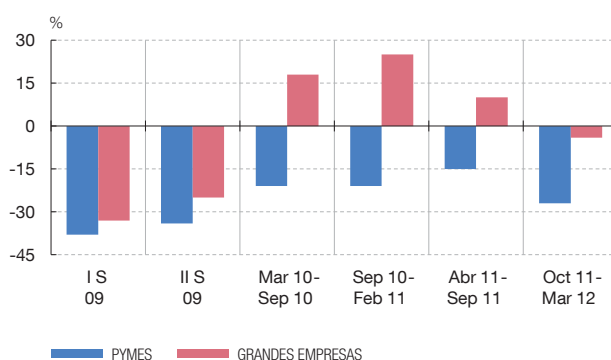
Como se ilustra en el gráfico 3, las tasas de crecimiento de los préstamos bancarios mostraron una gran divergencia entre países. Los países con un alto endeudamiento y con mayores dificultades de crecimiento económico tendieron a presentar una contracción en el crédito bancario. Asimismo, las tensiones financieras provocaron un aumento de las divergencias en las condiciones de financiación de las empresas en la UEM. En el caso de los tipos de interés de las nuevas operaciones de préstamo por importe de menos de un millón de euros, el diferencial máximo⁴ entre países ha sostenido una tendencia al alza desde finales de 2008, pasando de valores medios de 2 pp entre 2005-2008, a superar los 5 pp en los últimos datos disponibles de marzo (véase el último panel del gráfico 3).

4 El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

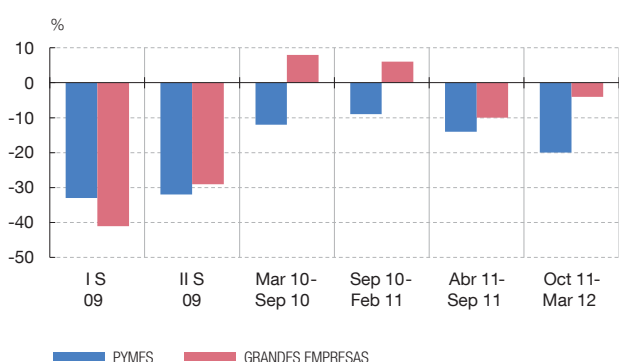
VARIACIÓN DE VENTAS (a)



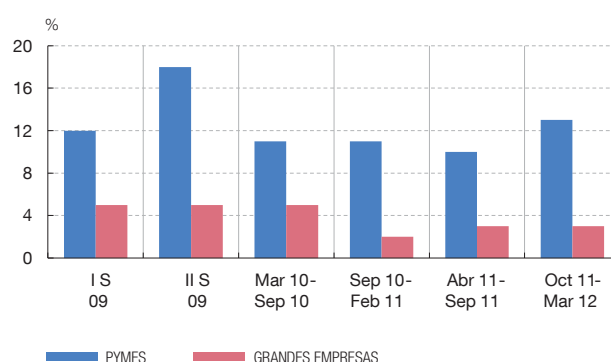
VARIACIÓN DE BENEFICIOS (a)



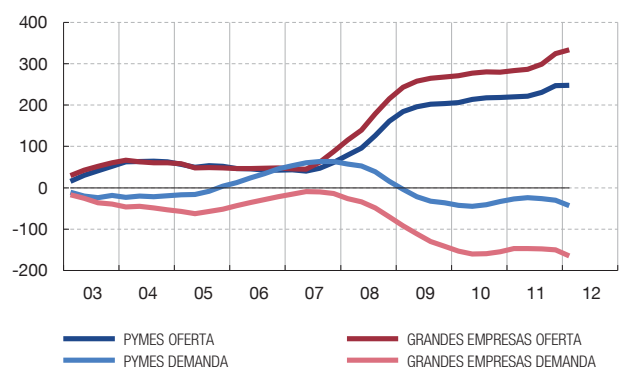
ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA
VARIACIÓN DISPONIBILIDAD (a)



ACCESO A LA FINANCIACIÓN EXTERNA
PRÉSTAMOS BANCARIOS EN PORCENTAJE DE RECHAZO



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)
VARIACIONES ACUMULADAS EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS SEGÚN CUANTÍA DEL PRÉSTAMO (c)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.
- b Un crecimiento en la oferta significa criterios más restrictivos, y en la demanda, aumento.
- c El cálculo excluye los países incorporados al área del euro desde 2007.

LA EVOLUCIÓN SEGÚN
EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

La pérdida de dinamismo económico en la segunda mitad de 2011 se reflejó en un deterioro de la situación económica de las empresas, más acusado en el caso de las pymes según la sexta edición de la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés). Según la información cualitativa procedente de SAFE, la incipiente mejora de las ventas de las pymes durante la primera mitad de 2011 se desvaneció después del verano. El porcentaje neto (diferencia

entre las que indican un aumento y las que declaran una reducción) de pymes que reportaron un incremento en las ventas entre abril y septiembre de 2011 fue del 9 %, lo que pasó a ser una disminución del 2 % en la última Encuesta (véase gráfico 4). La caída en la facturación, así como los mayores costes (laborales y posiblemente los relacionados con el encarecimiento de la energía) presionaron a la baja los beneficios, de manera que cerca de un 30 % de las empresas declaró una disminución. Las grandes empresas, en cambio, señalaron avances en sus ventas desde marzo de 2010, en un porcentaje neto en torno al 30 %-45 %, mientras que la ralentización económica se tradujo en un caída de los beneficios a finales de 2011, por primera vez desde el segundo semestre de 2009.

El acceso a la financiación siguió siendo un problema relativamente importante para las pymes, aunque menor que los relacionados con la atonía de la actividad. En torno a un 15 % de las empresas considera el acceso a la financiación como su principal problema, porcentaje que se ha mantenido relativamente estable en las últimas ediciones de la Encuesta. El aumento de la dependencia de la financiación bancaria coincidió con un nuevo empeoramiento en la accesibilidad. Entre octubre de 2011 y marzo de 2012, el 25 % de las pymes solicitó un préstamo bancario (frente al 22 % de la Encuesta anterior), mientras que un 47 % de entidades no tuvo esta necesidad porque disponía de recursos internos suficientes. El porcentaje de pymes que vieron rechazada la financiación bancaria se elevó al 13 %, tras haber permanecido en torno al 10 % en las últimas ediciones.

Desde la perspectiva que ofrecen los bancos en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, la política crediticia intensificó su carácter restrictivo a lo largo de 2011, tanto para las pymes como, especialmente, para las grandes empresas, que acumulan una mayor contracción en la oferta bancaria. Ello 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 continúa siendo más elevado en el caso de las pymes (en torno a un 13 % en la última edición) que en el de las empresas de mayor dimensión (3 %). Asimismo, la heterogeneidad de tipos de interés por tamaño de empresa se incrementó. Utilizando como una aproximación la diferencia entre el tipo de interés aplicado en los nuevos préstamos bancarios en contratos de importe inferior al millón de euros (que asociamos a pequeñas empresas) con respecto al de contratos de más de un millón, este indicador alcanzó en marzo de 2012 un máximo histórico de 170 puntos básicos (pb), desde niveles mínimos de 60 pb en diciembre de 2006 (véase último panel del gráfico 4).

EL ENDEUDAMIENTO Y LA CARGA FINANCIERA

La debilidad de los beneficios y la mayor dependencia de la financiación ajena, en un contexto de suave aumento de los tipos de interés, provocó un moderado repunte de la carga por intereses, que se situó en el 15,5 % del EBE, frente al 14 % en 2010 (véanse paneles intermedios del gráfico 2). Además, las condiciones económicas no permitieron que las sociedades profundizaran en el ajuste de la deuda —total préstamos más valores de renta fija—. El endeudamiento, tras una tímida reducción en 2010, se estabilizó en niveles superiores al 100 % del PIB y, como se ilustra en el gráfico 2, con amplias divergencias entre países.

Conclusiones

La evolución de la situación financiera de los hogares y sociedades no financieras de la UEM durante 2011 estuvo muy condicionada por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana y su repercusión sobre la actividad macroeconómica en la segunda mitad del año. De esta manera, el conjunto del ejercicio se caracterizó por la atonía de las rentas, avances escasos en el desapalancamiento del sector privado, divergencias en las condiciones de financiación nacionales, austeridad en las políticas de concesión de créditos y

una pérdida de riqueza financiera e inmobiliaria en algunos países, que, sin duda, condicionó los niveles de gasto en consumo e inversión del sector privado.

La renta de las familias de la zona del euro se incrementó de manera moderada, lastrada por la escasa generación de empleo y la contribución negativa del sector público, que desplegó medidas de austeridad presupuestaria que se intensificaron con el agravamiento de la crisis de la deuda soberana. A pesar del aumento de la incertidumbre a partir del verano, la tasa de ahorro de las familias volvió a reducirse, comportamiento que viene explicado por la evolución de sus determinantes durante la primera mitad del año, pero que es complicado que se prolongue debido al nuevo aumento de la tasa de paro, al deterioro de la confianza y a la necesidad del sector de seguir recomponiendo su situación patrimonial. El endeudamiento de las familias experimentó un ligero ajuste a la baja, permaneciendo en niveles elevados que hacen previsible que su evolución futura continúe marcada por la moderación y siga siendo un factor limitador del gasto.

En el caso de las empresas, la recuperación de su situación económica en 2010 no tuvo continuidad en 2011, lo que afectó de manera más negativa a las de menor tamaño. Se redujo la tasa de crecimiento de los beneficios y aumentó el recurso a la financiación ajena, si bien con un patrón diferenciado a lo largo del año y con amplias divergencias entre países. Estas diferencias se materializaron no solo en el comportamiento de los agregados crediticios, sino también en la evolución del coste de la financiación como un reflejo de la crisis de la deuda soberana. El escaso dinamismo de las rentas no permitió que el sector avanzara en la reducción de su endeudamiento, que se mantuvo estable en niveles elevados.

14.5.2012.