

Recuadro 3

DESARROLLOS RECIENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA**1 Introducción**

Desde los años previos a la crisis financiera internacional del 2008, el sistema financiero mundial experimentó profundos cambios impulsados por la innovación financiera. Uno de los más destacables ha sido la aparición de nuevos agentes financieros, más allá de las entidades de crédito, fenómeno que inicialmente se denominó *shadow banking* y que, en la actualidad, se conoce como «intermediación financiera no bancaria». Este proceso ha implicado, en ocasiones, una menor dependencia del crédito bancario tradicional (que en cierta manera podría llamarse desbancarización) y una progresiva diversificación de los instrumentos de financiación utilizados por los agentes económicos. En el marco del incremento de la intermediación no bancaria observado en los últimos veinte años, factores como el endurecimiento de la oferta de crédito, el refuerzo de la normativa prudencial y el reposicionamiento estratégico de las entidades de crédito han favorecido la expansión de mecanismos alternativos de financiación. En este contexto destacan la incorporación de *family offices*, el crecimiento del *crowdfunding* inmobiliario y la consolidación de fondos de inversión especializados, lo que configura un ecosistema financiero más flexible, pero también más complejo desde el punto de vista de la trazabilidad, el riesgo y la supervisión. Este fenómeno ha afectado, en mayor o menor medida, a la mayoría de los países y sectores económicos. Alternativas al crédito bancario pueden permitir a las empresas adaptarse mejor a las diferentes etapas de desarrollo y afrontar las posibles restricciones de crédito. La apertura de nuevas vías, como el capital riesgo y la titulización, facilitaría el acceso a recursos flexibles y fomentaría la innovación, el crecimiento y la productividad empresarial, evitando que, ante cualquier restricción bancaria, las empresas puedan ver comprometida su capacidad de inversión y crecimiento.

Este recuadro, a partir de los datos disponibles en la Central de Balances, tanto desde la perspectiva de la información de las empresas individuales como de los grupos empresariales, pretende arrojar luz sobre el comportamiento de las fuentes de financiación en los sectores de la construcción y de las actividades inmobiliarias, dada su relevancia para la determinación de los ciclos económicos en nuestro país y para la

estabilidad financiera. Los primeros resultados de este análisis indicarían que, en el caso de España, la reconfiguración en las fuentes de financiación de estos sectores analizados se habría producido principalmente a través de un aumento de la financiación propia, más que por un proceso de desbancarización o por una diversificación hacia los nuevos instrumentos mencionados anteriormente.

2 Datos de la Central de Balances sobre los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias

Existen dos fuentes de información principales para el análisis de la estructura de financiación de las empresas: por un lado, la agregación de las cuentas individuales de las empresas no financieras, que permite obtener resultados para estas ramas de actividad en España; y, por otro, los datos correspondientes a los grupos empresariales, que amplían la visión al total del perímetro consolidado, incluyendo también filiales en el exterior. Este recuadro presenta los datos agregados de ambas poblaciones, empresas individuales y grupos empresariales, pertenecientes a los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias, a partir de los datos disponibles en las bases de datos de la Central de Balances (CBI para las cuentas individuales y CBC para los grupos consolidados, según la terminología empleada en la monografía anual).

2.1 Cobertura de las muestras de la Central de Balances (cuentas individuales y consolidadas) relativa a los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias

A continuación, se ofrecen los gráficos 1.1 y 1.2 con el número de empresas y grupos empresariales incluidos en las muestras de la Central de Balances para cada uno de los sectores, así como su cobertura para las empresas individuales respecto al total del sector poblacional¹. Por lo que respecta a las empresas individuales (fuente de datos CBI), se dispone de información de más de 200.000 empresas por año que cubren entre el 50%-65% y el 60%-100% del total poblacional de los sectores de la construcción y de las actividades inmobiliarias, respectivamente. Por su parte, para los grupos consolidados (con datos de la CBC) se dispone de información relativa a aproximadamente 170 grupos en promedio anual, de los que no puede ofrecerse una referencia respecto de un

¹ Según los datos del Directorio central de empresas (DIRCE) para cuentas individuales. En el caso de grupos consolidados no existe una población nacional de referencia; se cubren todos los grupos cotizados y la de los no cotizados de mayor dimensión.

Recuadro 3

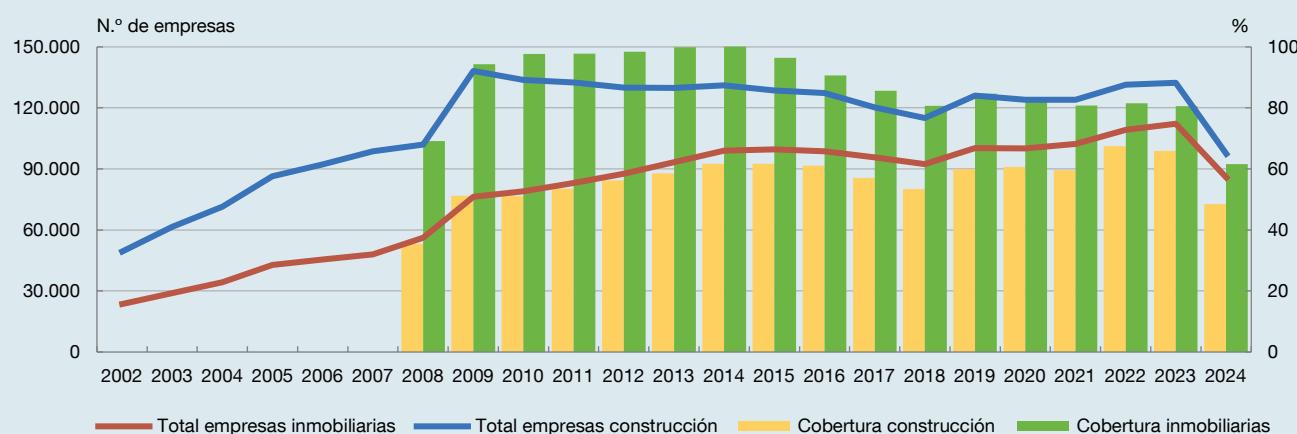
DESARROLLOS RECENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (cont.)

agregado nacional, dado que los datos consolidados no solo incorporan la actividad empresarial en España, al abarcar su perímetro todas las filiales internacionales. En todo caso, en este conjunto se incluyen a todos los grupos cotizados de estas ramas. El ámbito temporal seleccionado abarca dos décadas en el caso de los datos de empresas individuales, para ofrecer una perspectiva histórica amplia y

facilitar el análisis de las tendencias a largo plazo. Para los grupos consolidados, la información está disponible únicamente desde 2012, año en el que se alcanzó un número significativo de grupos gracias a la implantación del modelo estandarizado bajo taxonomía XBRL (*Extensible Business Reporting Language*), que facilitó la carga y el uso de información consolidada. Como puede observarse en

Gráfico 1

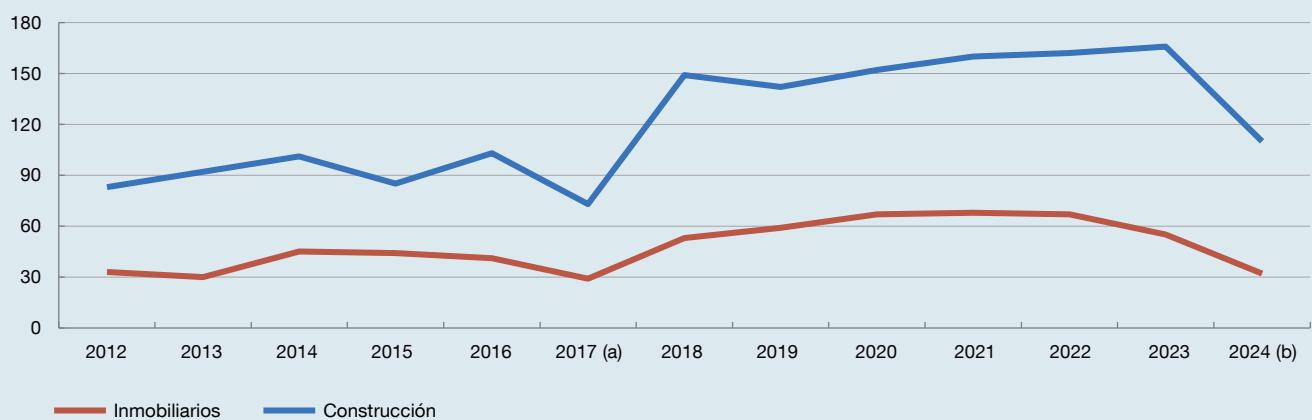
1.a Número de empresas de la Central de Balances y cobertura respecto al total del sector poblacional (según datos DIRCE) (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Central de Balances del Banco de España.

a Las coberturas de 2002 a 2007 no están determinadas debido a la disponibilidad de los datos DIRCE.

1.b Número de grupos empresariales (cotizados y no cotizados)



FUENTES: Central de Balances de grupos consolidados.

a El menor número de grupos en 2017 se corresponde con una menor recepción de grupos para esos sectores ese año.

b Los datos de 2024 incorporan un menor número al no estar cerrada la base de datos para este año.

Recuadro 3

DESARROLLOS RECENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (cont.)

los gráficos 1.a y 1.b, los datos de 2024 son provisionales, motivo por el que se dispone de un número menor de empresas.

2.2 Información existente sobre los cambios en los modelos de financiación en el sector

Este apartado visualiza la evolución de la financiación y la estructura en las empresas y los grupos empresariales de los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias contenidas en la base de datos de la Central de Balances, tanto sobre el volumen de financiación como sobre la posible transformación en su composición, entre financiación bancaria² y otras fuentes, con un análisis independiente entre las empresas individuales y los grupos empresariales, para poder evaluar si ambos han podido tener un comportamiento diferenciado.

2.2.1 Empresas individuales

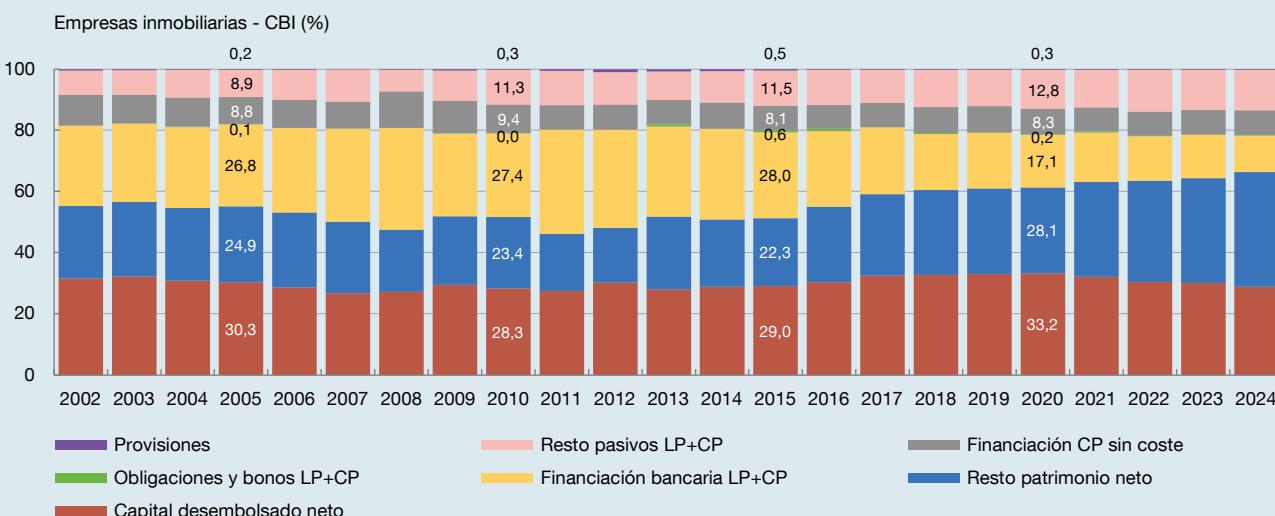
Los gráficos 2 y 3 ofrecen, para el agregado total de las empresas y a partir de la información de cuentas individuales, la evolución de la distribución de la financiación distinguiendo entre patrimonio neto (capital social desembolsado y resto) y recursos ajenos, con

detalles para diferenciar la financiación bancaria, de los recursos obtenidos mediante la emisión de valores, la financiación de corto plazo sin coste financiero explícito (comercial y con empresas del grupo) y el resto de pasivos. También se dispone de información por tamaño de empresa, que no se muestra en este recuadro dada su extensión, pero se comenta a continuación.

Los principales rasgos detectados con respecto a las empresas individuales de ambos sectores de actividad son:

- 1 Durante los primeros años de la serie histórica analizada, el peso de la financiación bancaria mantiene una tendencia relativamente estable en el sector de las actividades inmobiliarias y creciente en el sector de la construcción. A partir de 2014, esta tendencia se revierte y comienza a disminuir en ambos sectores, con un descenso especialmente acusado en los últimos años de la serie (de 2021 a 2024).
- 2 La disminución de la importancia relativa de los préstamos bancarios se observa tanto en las grandes empresas como en las pymes, si bien es más

Gráfico 2
Evolución de la distribución de la financiación de las empresas inmobiliarias



FUENTE: Central de Balances Integrada.
NOTA: Largo plazo (LP); corto plazo (CP).

2 La financiación bancaria incluye la financiación obtenida por las entidades de crédito que forman parte del propio grupo empresarial.

Recuadro 3

DESARROLLOS RECIENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (cont.)

significativa en las pymes, según los datos de detalle disponibles en la aplicación «Agregados sectoriales»³, que se difunde a la vez que esta monografía anual.

- 3 La reducción de la financiación bancaria se acompaña de un aumento del peso de la financiación propia en las empresas de ambas ramas, así como de un aumento de los pasivos a corto plazo sin coste financiero explícito en el caso de la rama de la construcción.
- 4 Aunque los dos sectores analizados siguen un comportamiento tendencial similar, se aprecia una estructura de financiación distinta entre ambos: el sector de las actividades inmobiliarias muestra un mayor y más estable peso de la financiación propia (vía patrimonio neto, principalmente por el aumento de las reservas) frente al sector de la construcción.

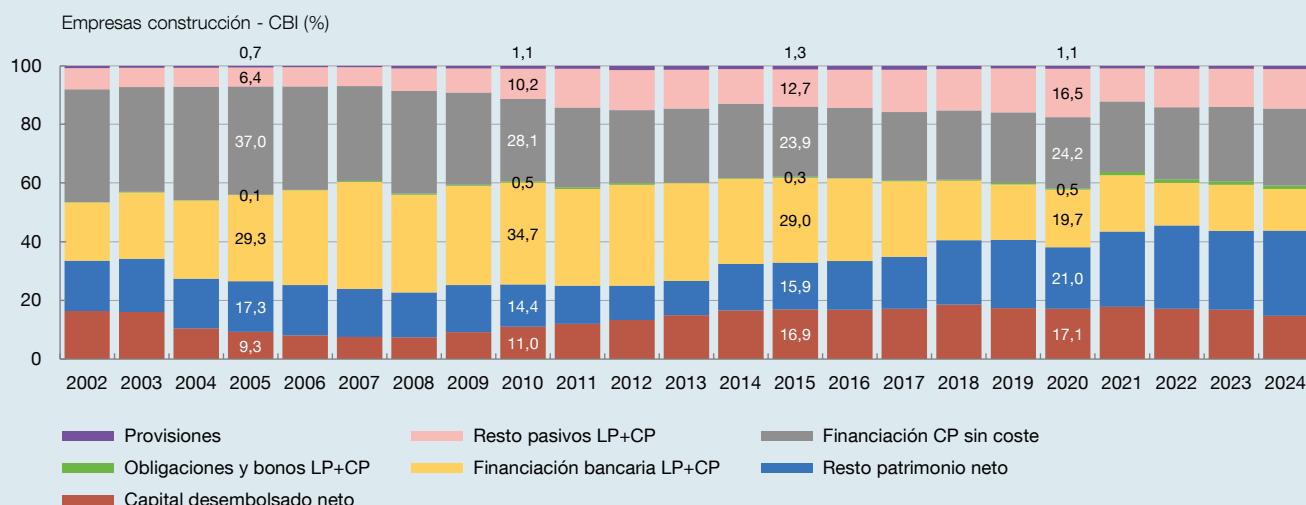
2.2.2 Grupos empresariales: evolución de la distribución de la financiación

En los gráficos 4 y 5 de los grupos empresariales españoles de ambas actividades, se presenta la distribución de la financiación para analizar los posibles patrones o cambios que se detectan en los datos a lo largo de los últimos años.

La información de los grupos empresariales muestra un punto de vista adicional y alternativo, tanto por el proceso de consolidación de balances como, sobre todo, por referirse a entidades con filiales en el exterior de España; los datos indicarían que:

- Ha disminuido la financiación con entidades de crédito en ambos sectores hasta 2017, y se ha redistribuido de la siguiente manera: sustituida por financiación propia en el caso de los grupos inmobiliarios, y con financiación propia y comercial (financiación de corto plazo sin coste financiero explícito) en el de los grupos de la construcción. Sin embargo, la tendencia se estabiliza en los años siguientes de la serie estadística (desde 2018 hasta 2024).
- Tanto el peso de la financiación propia, como el de las deudas con entidades de crédito, tal como se ha indicado, muestran gran estabilidad en los últimos años de la serie, desde 2018.
- Con estos datos disponibles, no se observan evidencias empíricas que indiquen que los grupos españoles pertenecientes a estos dos sectores de actividad hayan

Gráfico 3
Evolución de la distribución de la financiación de las empresas de la construcción



FUENTE: Central de Balances Integrada.

3 <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/central-balances/bases-de-datos-y-aplicaciones/agregados-sectoriales/>

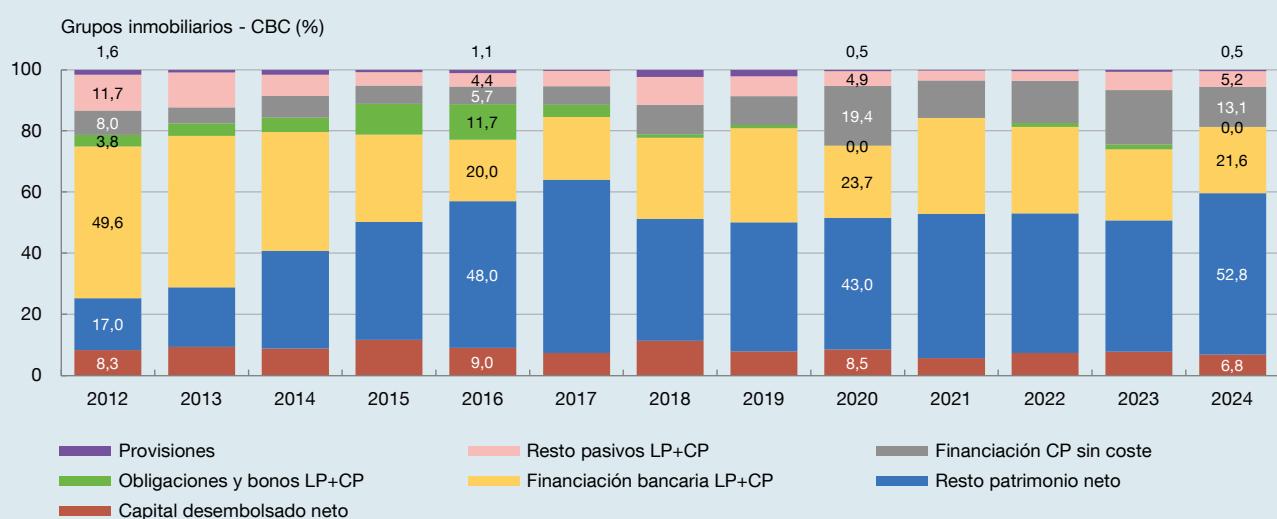
Recuadro 3

DESARROLLOS RECENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (cont.)

recurrido de forma significativa a nuevas vías de financiación ajenas al sistema bancario tradicional. El patrón de elevada bancarización que había caracterizado históricamente a estos grupos se ha atenuado, aunque sin un avance sustancial hacia otras fuentes de financiación externa, en un contexto de aumento de la

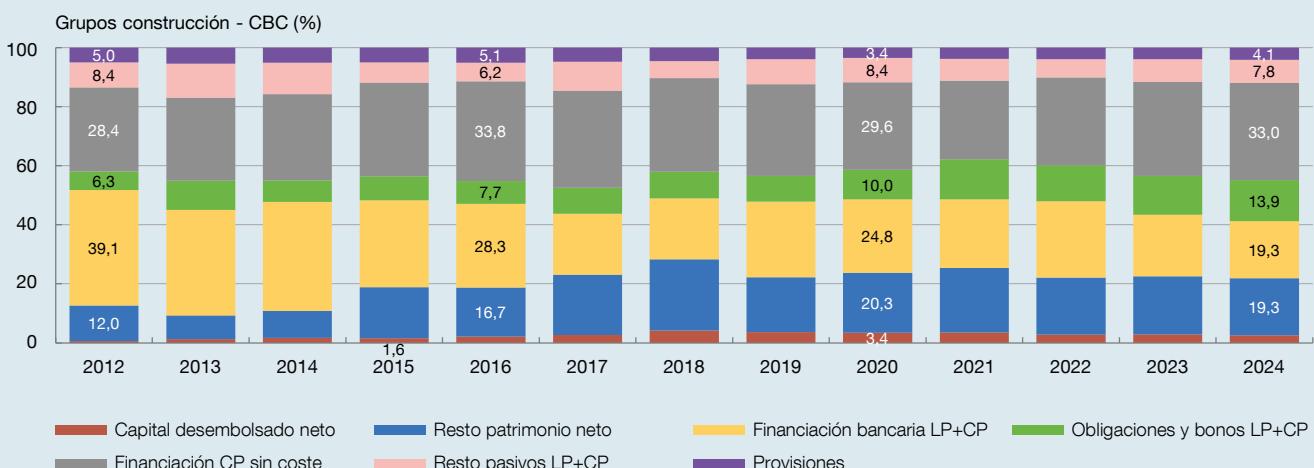
financiación propia. La distinta estructura de las partidas de balance antes y a partir de 2017 reflejaría el proceso de reestructuración de estos sectores (así como del sector financiero) tras la crisis inmobiliaria y financiera, que dio lugar a una mayor contención en la exposición de las entidades de crédito, especialmente entre 2012 y 2017,

Gráfico 4
Evolución de la distribución de la financiación de los grupos inmobiliarios



FUENTE: Central de Balances de grupos consolidados.

Gráfico 5
Evolución de la distribución de la financiación de los grupos de construcción



FUENTE: Central de Balances de grupos consolidados.

Recuadro 3

DESARROLLOS RECIENTES EN LA FINANCIACIÓN DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS: EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA (cont.)

y a un mayor recurso a la financiación propia por parte de las empresas.

- Un factor que podría explicar la menor relevancia de los procesos de desbanckarización en estas actividades es la naturaleza intensiva en capital de los proyectos gestionados por los grupos empresariales de mayor tamaño. Este tipo de inversiones requiere grandes importes de financiación, que se pueden obtener de las entidades financieras o de los mercados de capitales, siendo más difícil conseguirlos por vías alternativas de financiación.

3 Conclusiones

Aunque en ocasiones se ha planteado la posibilidad de que la innovación financiera y la consiguiente desbanckarización estén transformando el acceso a la financiación empresarial en el sector inmobiliario y constructor en España, la información disponible en la Central de Balances del Banco de España no permite confirmar plenamente esta hipótesis. Los datos de los estados financieros, tanto de las empresas individuales (en los últimos años de la serie analizada) como de los grupos consolidados, evidencian que, tras la crisis financiera global, ha disminuido el peso del apalancamiento bancario. Sin embargo, este descenso responde principalmente a un incremento de la financiación propia y, en el caso de la construcción, a un mayor recurso a financiación sin coste financiero explícito (comercial o intragrupo), más que a un proceso de diversificación en

nuevos instrumentos de financiación. En consecuencia, los registros contables de las empresas no evidencian una sustitución clara ni generalizada de la financiación bancaria tradicional por otras fuentes alternativas de financiación externa.

En este contexto, la diversificación de las fuentes de financiación y la apertura de nuevas vías, como la titulización y el capital riesgo, representan una oportunidad significativa para las empresas españolas, especialmente para las pymes⁴. Si bien estos mecanismos conllevan ciertos retos y complejidades, ofrecen la posibilidad de reducir la dependencia del crédito bancario, diversificar riesgos, movilizar recursos y potenciar la innovación y el crecimiento empresarial. El impulso de iniciativas regulatorias y el desarrollo de plataformas paneuropeas son elementos clave para consolidar este avance, y garantizar que las empresas, en particular las de menor tamaño, dispongan de un abanico de opciones adaptado a sus necesidades.

La financiación bancaria y la alternativa deben concebirse como complementarias, contribuyendo así a la creación de un ecosistema financiero más diverso, estable y flexible. De este modo, la principal incertidumbre no radica tanto en el aumento de la intermediación no bancaria, sino en la baja presencia de alternativas disponibles para las empresas, especialmente las de menor tamaño, que continúan mostrando una marcada dependencia de la financiación bancaria.

4 En este ámbito el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España han tomado un papel activo con la creación de un grupo de trabajo sobre la financiación de las pymes y su impulso a la creación de una plataforma europea de titulizaciones.