

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN<sup>1</sup>

La exposición crediticia a los sectores de actividades inmobiliarias y de la construcción por parte de las entidades de depósito españolas ha descendido de forma notable desde la crisis financiera global (véase gráfico 1). No obstante, esta sigue siendo relevante para la estabilidad financiera, tanto por su tamaño en relación con el PIB (6,5 % en diciembre de 2023) como por su peso respecto al total de la financiación bancaria al sector privado en los negocios en España (8,3 % en la misma fecha).

La importancia de esta exposición sectorial en España y la evidencia disponible tras la crisis financiera global —que vincula los desequilibrios en el mercado inmobiliario con una mayor probabilidad y gravedad de las recesiones, así como una mayor lentitud en la recuperación posterior a estas—<sup>2</sup>, hacen relevante evaluar la capacidad de las empresas de estos sectores de afrontar perturbaciones de índole económica y/o financiera, como la subida de los tipos de interés que se ha producido desde la segunda mitad de 2022.

Este recuadro caracteriza, en primer lugar, la posición financiera de estas empresas a partir de los últimos datos disponibles, correspondientes a finales de 2022 y 2023. Se pone especial atención en su capacidad para hacer frente a los gastos financieros, entre otros indicadores. En segundo lugar, se analizan los efectos de distintos tipos de perturbación (de los tipos de interés y de la generación de EBITDA) sobre la evolución de su carga financiera.

Para todo ello, se utiliza información granular del volumen y coste de la financiación bancaria de estas empresas, disponible en la Central de Información de Riesgos del

Banco de España (CIRBE), junto con información de sus balances y cuentas de resultados procedente de la Central de Balances Integrada (CB). Dado que la CB no dispone de información económico-financiera de todas las empresas con saldos vivos de crédito de la CIRBE, distintas partes del análisis (en particular, el estudio de perturbaciones) se realizan sobre la muestra de empresas presente en ambas bases de datos<sup>3,4,5</sup>. En cualquier caso, este ejercicio representa una cota inferior de la carga financiera de estas empresas, ya que solo analiza el endeudamiento bancario, y pueden afrontar presiones de pagos adicionales provenientes de otras obligaciones financieras.

Con el total de datos de la CIRBE, se identifica a finales de 2023 crédito bancario a empresas vinculadas a los sectores de actividades inmobiliarias y de la construcción por un importe de 113 mm de euros<sup>6</sup>. La mayor parte de este corresponde a operaciones a tipo de interés variable (cerca del 70 % del total), por lo que al cierre del año pasado estas empresas ya habrían absorbido, en buena medida, el aumento de los tipos de interés asociado al ciclo de endurecimiento de la política monetaria del BCE que se inició hace alrededor de dos años. Esta composición del crédito implica una elevada sensibilidad de los costes de financiación del sector a la evolución de los tipos de interés de mercado. Por otro lado, los riesgos de refinanciación parecen contenidos, al menos a corto plazo, ya que la gran mayoría (algo más del 90 %) de la deuda bancaria de las empresas de este sector tiene un vencimiento residual superior a un año (véase gráfico 2).

Para hacer frente al servicio de la deuda, resulta fundamental no solo caracterizar las obligaciones financieras, sino también los resultados brutos de

1 Este recuadro ha sido modificado el 21 de junio de 2024, con posterioridad a la fecha de publicación del IEF el 15 de abril de 2024. La modificación incluye esta nota, la nota al pie 6 y la siguiente corrección en la línea 3 del párrafo 2 de la columna 2 de la página 1 del recuadro: «promoción inmobiliaria» es sustituida por «actividades inmobiliarias».

2 Véase, por ejemplo, Ò. Jordà., Schularick, M., y A. M. Taylor (2016). «The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles». *Economic Policy*, 31(85), pp 107-152.

3 La CB del Banco de España contiene información económico-financiera que de forma voluntaria remiten empresas no financieras españolas, así como la información que empresas y grupos empresariales deben remitir al Registro Mercantil o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de manera obligatoria. La muestra completa de la CB se recoge con frecuencia anual y su edición más reciente se refiere al año 2022. En cambio, la CIRBE contiene información de los préstamos, créditos, avales y garantías que cada entidad de crédito declarante mantiene con sus clientes, con umbrales mínimos de declaración, y una frecuencia de reporte mensual.

4 La muestra de empresas dedicadas a las actividades inmobiliarias y a la construcción presente tanto en la CIRBE como en la CB supone la tercera parte de las exposiciones crediticias a estos sectores en CIRBE a finales de 2023. Dichas empresas son más grandes que el resto —mayor cifra de negocios (3,5 veces), número de empleados (4,3 veces) o importe de cifra de balance (1,1 veces)—. Estas exposiciones cuentan además con una mejor clasificación crediticia (mayor proporción de operaciones en riesgo normal: el 89 % frente al 79 % para el conjunto de las exposiciones a estos sectores en la CIRBE).

5 La deuda bancaria (CIRBE) de las empresas de la muestra suponía en 2022 cerca de un 80 % de toda la financiación con entidades de crédito, de acuerdo con la información reportada por estas empresas a la CB, y en torno al 45 % de los recursos ajenos a largo plazo y de la financiación a corto plazo con coste.

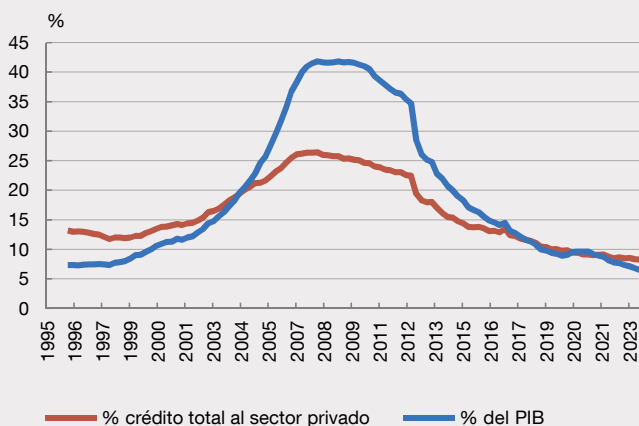
6 El crédito bancario reportado a CIRBE utilizado para el análisis del Recuadro 3.1 incluye el transferido a SAREB con posterioridad a su originación (21 % del volumen del crédito analizado).

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)**

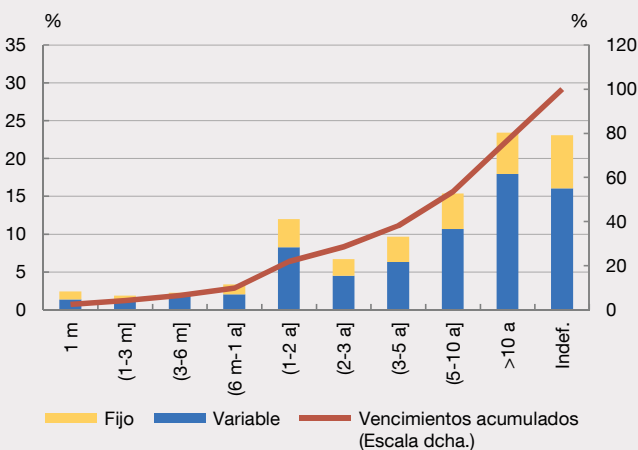
explotación que generan estas compañías y cómo se relacionan ambas magnitudes. Con este objetivo, se ha analizado la distribución de la ratio EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*,

término en inglés para designar el resultado bruto de explotación) frente al gasto por intereses en 2019 y en 2022. Un nivel de esta ratio de cobertura de intereses por debajo de 1 indica que la empresa no genera un resultado

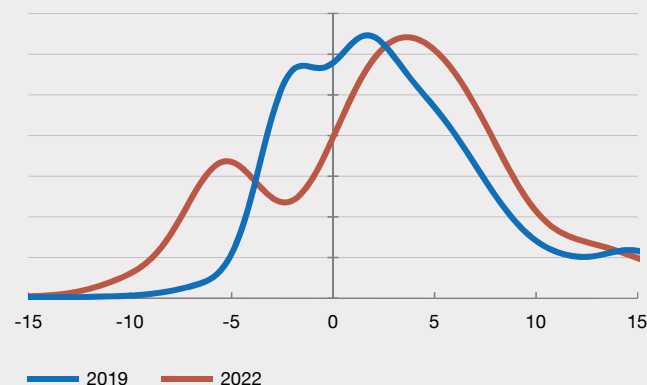
**Gráfico 1**  
Crédito bancario a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción (a)



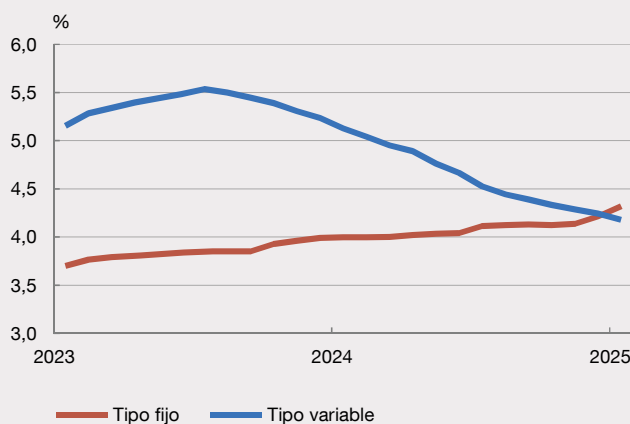
**Gráfico 2**  
Vencimiento residual de los préstamos bancarios a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción en diciembre de 2023 (b)



**Gráfico 3**  
Distribución de la ratio EBITDA / gastos de intereses de la deuda bancaria (c)



**Gráfico 4**  
Tipos de interés de la deuda bancaria a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción. Proyección (escenario base) (d)



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Central de Información de Riesgos del Banco de España y Central de Balances.

- a La ratio «% crédito total al sector privado» se calcula como el cociente de los préstamos a la actividad empresarial no financiera en actividades de construcción y actividades inmobiliarias y total de crédito a la clientela residente en España. A partir de la información de estados financieros reservados individuales trimestrales. La ratio «% del PIB» usa el mismo numerador, pero el denominador es el PIB a precios de mercado a partir de la Contabilidad Nacional Trimestral del Instituto Nacional de Estadística.
- b Se muestra el vencimiento residual de todas las operaciones de crédito a sociedades no financieras que ejercen su actividad en el ámbito de la construcción y actividades inmobiliarias (grupos CNAE: 411, 412, 681, 682, 683, 431, 421, 422, 429), conforme a la información granular disponible en la CIRBE. En el caso de operaciones en las que no se reporta el vencimiento residual, se han agrupado estos préstamos en la categoría de plazo de vencimiento indefinido. Para los ejercicios de simulación que se muestran en este recuadro, se considerarán únicamente aquellas operaciones para las que, teniendo información en la CIRBE, es posible además disponer de información económico-financiera adicional sobre sus estados financieros consolidados en el Central de Balances. El porcentaje de operaciones con plazo de vencimiento a dos-tres años es mayor en la submuestra de la CIRBE que enlaza con la CB (el 10,7 % frente al 6,4% en la CIRBE) y es algo menor el porcentaje de operaciones con vencimiento superior a diez años (el 18,9 % frente al 20,6 % en la CIRBE).
- c El gráfico muestra funciones de densidad aproximadas mediante estimadores kernel de la ratio EBITDA/gastos de intereses de empresas inmobiliarias, ponderada por el saldo vivo de crédito de cada empresa en el año correspondiente, de acuerdo con la información disponible a diciembre de cada año. Las distribuciones consideran el mismo conjunto de empresas en los años representados, para hacer más comparables las distribuciones.
- d El gráfico muestra la evolución del valor medio de los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas inmobiliarias consideradas en el ejercicio de simulación, de acuerdo con los supuestos del escenario base (para más detalle, véase texto). Esta media se pondera por el importe dispuesto de cada crédito a diciembre de 2023.

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)

bruto suficiente para afrontar los gastos financieros por la deuda bancaria.

Se observa una dispersión significativamente mayor de esta ratio en 2022 (último año con datos completos para la CB) que en 2019 (véase gráfico 3). De acuerdo con esta métrica, algo más de un tercio de la financiación bancaria a los sectores analizados tendría como destino empresas con una capacidad reducida de servicio de la deuda: esto es, empresas con niveles de EBITDA inferiores al gasto financiero (ratio menor de 1), o incluso negativos. Al mismo tiempo, se aprecia un número significativo de empresas con ratios EBITDA /gasto financiero muy por encima de la unidad (de hecho, la mayor parte de las empresas cuentan con una ratio superior a 2). Otras ratios financieras de estos sectores, como la que relaciona el nivel de endeudamiento con el activo empresarial, también muestran una elevada heterogeneidad entre compañías<sup>7</sup>.

Para complementar el anterior análisis descriptivo, se lleva a cabo un ejercicio de proyección de la ratio EBITDA /gasto financiero para los años posteriores a 2022. Para ello, se consideran sendas observadas (hasta 2023) y futuras (de 2024 y hasta 2025) de los tipos de interés (a las que se liga el comportamiento futuro del gasto financiero) y de crecimiento económico (que resulta relevante para el EBITDA). En este ejercicio, se asume que los préstamos que vencen en el horizonte de proyección (hasta 2025) se renuevan con el mismo importe de finales de 2023, y que conservan sus características originales en cuanto a vencimiento o frecuencia de revisión del tipo de interés. En este caso,

su nuevo nivel de tipo de interés se recalibra teniendo en cuenta la prima de riesgo de las operaciones formalizadas en 2023<sup>8</sup>.

En este ejercicio de proyección, se plantea que el activo de las empresas crece al mismo ritmo que el PIB nominal, de acuerdo con las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España<sup>9</sup>. Se asume además que la ratio de EBITDA sobre total activo se mantiene estable (por lo que este resultado crece al mismo ritmo que el PIB)<sup>10</sup> y que los tipos de interés de referencia en el área de la zona del euro caen durante el horizonte 2023-2025, en línea con la expectativa del mercado a finales de marzo de 2024<sup>11</sup>.

La evolución de los tipos de referencia tiene efectos importantes sobre los gastos financieros de las empresas analizadas. En concreto, la financiación a tipo variable de estas empresas se abarata a lo largo del horizonte de estudio (véase gráfico 4). Sin embargo, los contratos a tipo fijo se encarecen moderadamente, dado que una parte importante de estos fue concedida en un contexto de tipos más bajos y, al renovarse, el nuevo tipo de interés es superior al original de la operación. En este escenario base, se produce una caída de los gastos financieros en términos netos por el mayor peso de los contratos a tipos variables en la deuda bancaria de estos sectores.

Adicionalmente, se plantea un ejercicio de sensibilidad con tres sendas alternativas para el resultado EBITDA y los tipos de interés. En las dos primeras se asume un repunte en los tipos de interés de mercado de 1 punto porcentual (pp) y 2 pp en relación con las expectativas

7 Las cifras se refieren a las empresas de la CIRBE cruzadas con las de la Central de Balances. Por ejemplo, en torno a un tercio del crédito bancario a los sectores de promoción inmobiliaria y de la construcción se dirige a empresas con una ratio de deuda bancaria sobre activo superior al 80 %, mientras que la cuarta parte se dirige a empresas de este sector con una ratio inferior al 20 %. Las empresas con mayor apalancamiento suelen contar con peores ratios EBITDA/gasto de intereses y peor situación crediticia (mayor proporción de operaciones en situación dudosa o de vigilancia especial). Por otro lado, conviene tener en cuenta que algunos de los activos de estas empresas podrían tener un valor de liquidación muy bajo (por ejemplo, viviendas en construcción), por lo que un endeudamiento reducido en relación con el activo no siempre implica una mayor capacidad de repago de las deudas.

8 Para este propósito, se distingue entre operaciones nuevas a tipo fijo y a tipo variable firmadas en 2023, considerándose además varios grupos de préstamos según el vencimiento original pactado. Posteriormente, se calcula la prima de riesgo media en cada uno de estos grupos de operaciones, esto es, la diferencia media entre el tipo de interés del préstamo y el tipo de referencia *swap*. Esta diferencia es la que se imputa a los préstamos que coincidan con las características de esos grupos y que se renuevan en el horizonte de proyección.

9 Banco de España. (2024). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)».

10 Para empresas con EBITDA negativo, se asume que el EBITDA se torna menos negativo, reduciéndose al mismo ritmo que crece el PIB nominal.

11 En concreto, se considera la curva de tipos de interés *swap* del euro a cierre de diciembre de 2023, y se calcula la senda implícita de un tipo *swap* a corto plazo hasta finales de 2025. Los cambios en los tipos de interés de referencia de los préstamos responden a las variaciones en este tipo *swap*.

12 La perturbación en la ratio EBITDA/activo es algo inferior a la observada en el inicio de la crisis financiera de 2008. En la práctica, podrían producirse perturbaciones simultáneas en los tipos de interés y el EBITDA. El análisis de este recuadro no presenta las posibles interacciones entre ambas variables, sino que se centra en caracterizar la sensibilidad de cada canal.

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)**

del mercado a cierre de marzo de 2024, mientras que el EBITDA seguiría creciendo al ritmo del PIB. En la práctica, estos supuestos suponen que las caídas esperadas para los tipos de interés a finales del año pasado no se producen o son mucho más moderadas.

En la tercera senda alternativa, se considera que los tipos evolucionan de acuerdo con el escenario base, pero se produce una caída del EBITDA de las empresas. Para calibrar la magnitud de la caída, en primer lugar, se considera la evolución del valor medio de la ratio EBITDA/

activo para el período 1999-2019. Posteriormente, se calcula la desviación típica de esta serie temporal, que finalmente se resta a la ratio EBITDA/activo observada para cada empresa, lo que permite obtener su nivel de EBITDA (en euros) bajo estrés<sup>12</sup>.

Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan de forma separada para grupos de empresas con valores de la ratio EBITDA / gasto financiero en distintos intervalos (véase gráfico 5). En el escenario base, se produce una mejora de la ratio EBITDA / gasto

Gráfico 5  
Distribución del crédito bancario por tramos de la ratio EBITDA / gasto de intereses de la deuda bancaria (a) (b)

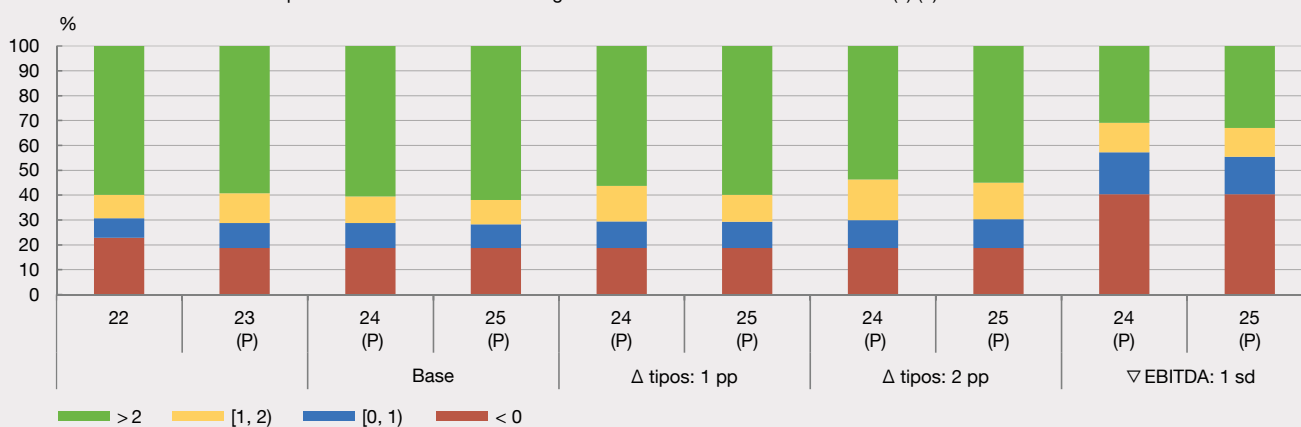


Gráfico 6  
Ratio (EBITDA-gasto de intereses de la deuda bancaria) / activo x 100 (b) (c)

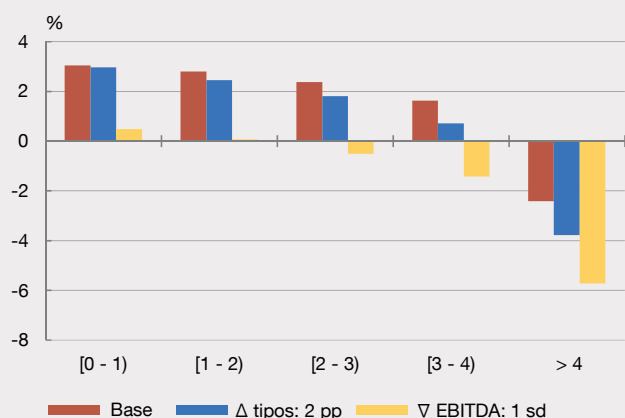
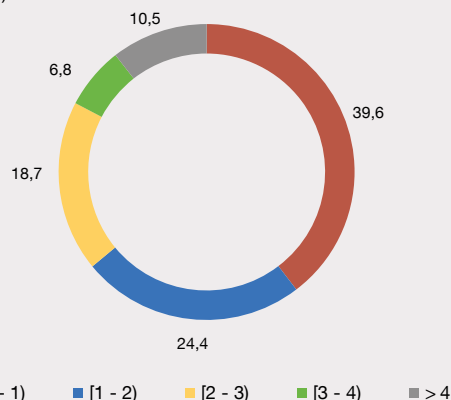


Gráfico 7  
Peso del crédito según ratio de gasto de intereses bancarios sobre activo (2023, en %)



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

- a Se muestra la distribución del crédito bancario para empresas con distintos valores de la ratio EBITDA / gasto financiero, a partir de datos de la CIRBE y la Central de Balances. El valor de la ratio EBITDA / gasto financiero para 2022 es un valor observado. De 2023 y en adelante, el gasto financiero se aproxima considerando el tipo de interés de los préstamos en CIRBE y su evolución futura. En el escenario base, esta evolución futura coincide con la expectativa del mercado a final de marzo de 2024.
- b Las sendas «Δ tipos: 1 pp», «Δ tipos: 2 pp» asumen que los tipos de mercado son 1 pp y 2 pp más altos que en el escenario base, respectivamente. Por su lado, el EBITDA en todos los casos se estima asumiendo que el activo empresarial crece al mismo ritmo que el PIB nominal, manteniéndose el EBITDA como una proporción estable del activo, excepto en la senda «∇ EBITDA: 1 sd». En este último caso, se asume una caída del EBITDA equivalente a una desviación estándar de ratio media EBITDA/activo observada durante el período 1999-2019. Los valores representados en el gráfico recogen la composición del crédito en diciembre de cada ejercicio.
- c Se representa el valor mediano de la ratio (EBITDA-gasto financiero) / activo (en %) en varios escenarios para empresas con distinto nivel de gasto financiero sobre activo (en % del activo, eje horizontal).

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)**

financiero, aumentando el peso de las empresas con ratios más holgadas, superiores a 2. En 2023, esta mejora viene explicada en buena parte por el desendeudamiento de las empresas con peores valores de la ratio en 2022. A partir de ese año, la dinámica de incremento del EBITDA y menores gastos por intereses aliviaría la carga financiera. Esta mejora no se observa, sin embargo, en las sendas estresadas de tipos de interés. Además, la senda más perjudicial para la carga financiera de estos sectores se obtiene cuando se estresa el EBITDA. En este caso, aumentaría la proporción de empresas con ratio EBITDA / gasto financiero por debajo de la unidad o con una ratio negativa, y las empresas con una cobertura de gastos de interés superior a 1 pasarían a representar menos del 50 %.

Finalmente, se analiza el valor mediano de la ratio entre la diferencia de EBITDA y de gastos financieros y total activo bajo las distintas sendas. Esta medida permite calcular tanto el superávit como el déficit en el grado de cobertura del gasto financiero, sin plantear problemas de definición para empresas con un EBITDA negativo. Esta ratio se calcula de forma separada para empresas con distinto nivel de gasto financiero sobre activo en la fecha de referencia de 2023.

Al igual que en el análisis previo, el deterioro más evidente en esta ratio se produce ante una contracción del EBITDA. Solo las empresas con menores gastos financieros de partida (por debajo del 2 % del total de activo, con un peso cercano al 65 % del crédito a estos sectores) son capaces de mantener un exceso de EBITDA en relación con los gastos de interés en este caso. El resto de los grupos de empresas de la muestra de estudio o bien pasan a presentar déficits de cobertura, o bien amplían los existentes (véase gráfico 6).

Las sendas estresadas de tipos de interés tienen un impacto menor, pero todavía relativamente elevado en las empresas con ratios de partida en 2023 de gasto financiero sobre activo más altas (aquellas con una ratio por encima del 3 %). Conviene señalar que el peso (inferior al 20 %) de estas empresas sobre el crédito total en la muestra de empresas utilizada es relativamente contenido (véase gráfico 7).

En resumen, el volumen de financiación bancaria a las empresas de actividades inmobiliarias y construcción es muy inferior al observado antes de la crisis financiera global. En cuanto a la posición financiera de estas empresas, esta es heterogénea. Se observan tanto un número contenido de empresas con problemas de generación de recursos en relación con su gasto financiero como otras, la mayoría, con recursos holgados.

Se estima igualmente que unas sendas de tipos de interés por encima de las expectativas de mercado vigentes a finales de marzo de 2024, sobre las que existe un cierto grado de incertidumbre, deteriorarían solo de forma contenida la capacidad de servicio de la deuda bancaria del sector. No obstante, las empresas que cuentan con un mayor peso de los gastos financieros experimentarían un deterioro más notable de su posición financiera ante estos mayores tipos de interés.

Los impactos más importantes sobre la carga financiera bancaria de las empresas de estos sectores tendrían lugar ante caídas significativas de su actividad. En la medida que en el entorno actual, no se detectan en España señales de desequilibrios elevados en los mercados inmobiliarios residencial y comercial, la probabilidad de materialización de este factor de riesgo aparece contenida a corto plazo.