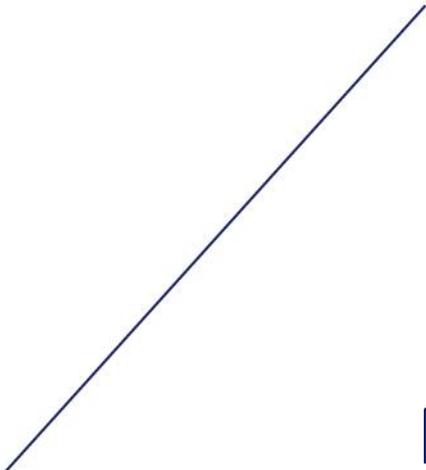


*EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN
EMPRESARIAL DESDE LA CRISIS. EL
PROCESO DE DESAPALANCAMIENTO Y
LOS CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE
LOS PASIVOS*



NOTA

14 de septiembre de 2017



Departamento de Asuntos Económicos y Europeos

CEOE

CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE
ORGANIZACIONES EMPRESARIALES



I. INTRODUCCIÓN

Una de las características de la fase de recuperación de la economía española iniciada en el año 2013, ha sido la compatibilización de un notable crecimiento con una progresiva corrección de algunos desequilibrios heredados de la anterior etapa de expansión. Así, mientras en los años pre-crisis el crecimiento vino acompañado de una acumulación de deuda por parte del sector privado, en la reciente recuperación, la expansión de la economía se ha simultaneado con un proceso de devolución de parte de dicho stock de deuda privada.

Cuando se produce un proceso de acumulación de deuda por parte de un agente (en este caso, el análisis de la nota se circunscribe a las sociedades no financieras) hay que tener en cuenta varias consideraciones. En primer lugar, es cierto que como norma general si esos recursos canalizados mediante esa deuda son destinados a la realización de inversiones cuya rentabilidad sea superior al coste de la financiación captada, se estará generando valor y podrán ser cubiertas las cargas financieras de dicha deuda. No obstante, es importante poner de relieve que la rentabilidad esperada de una inversión, depende del valor actual de sus flujos de caja futuros, y por tanto es un valor incierto, frente a la muy cierta obligación de pago de la deuda que se contrae en el mismo momento en el que se concede la misma. Por este motivo, la mera acumulación de una elevada cantidad de deuda (incluso aunque se encuentre destinada a financiar inversiones de elevados rendimientos esperados) supone un motivo para extremar las precauciones ante eventuales perturbaciones en la economía. Esto fue lo que acaeció con la llegada de la crisis en el año 2008: algunas de las inversiones realizadas en los años anteriores, se revelan como no lo suficientemente rentables para los nuevos— y deprimidos— niveles de demanda, dejando una herencia de deuda en el balance de las compañías. En este escenario, esta deuda continua detrayendo parte de unos recursos anuales que, además, tenderán a ser decrecientes debido a la contracción de la actividad. Esta situación provoca que los niveles de endeudamiento condicionen en buena medida las decisiones económicas de los agentes, en unas circunstancias donde suele dificultarse enormemente el acceso a nueva —o mejor— financiación. Se inicia así un proceso por parte de las sociedades no financieras para amortizar parte de esa deuda: esfuerzo para generar una mayor cantidad de ahorro interno, realización de desinversiones, o inhibición en la puesta en marcha de otras nuevas.

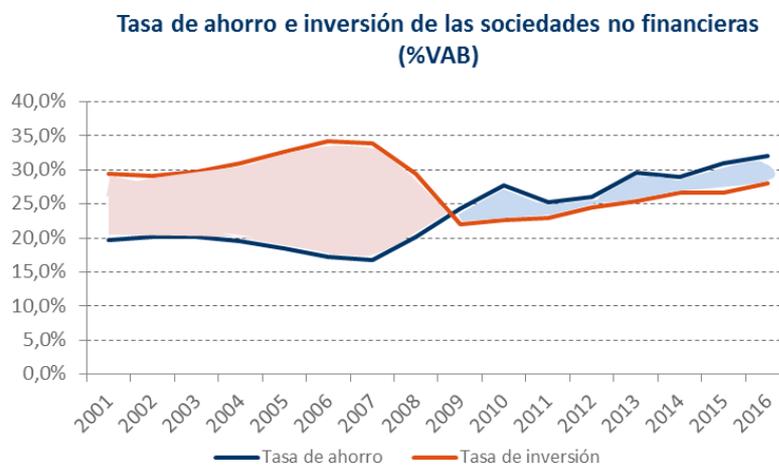
En este contexto, esta nota tiene por objeto analizar la evolución de la financiación de las sociedades no financieras (dejando fuera a los hogares, que también albergan parte de esa deuda privada) desde el comienzo de la gran recesión. Se estudiará el cambio que han venido adoptando las empresas en la forma de financiar sus inversiones, en cuanto al origen de las fuentes empleadas (donde han pasado a preponderar los recursos internos en lugar de los externos). Además, se pondrán de relieve el intenso proceso de desapalancamiento realizado por las sociedades no financieras, que ha traído consigo algunas variaciones en la estructura del pasivo de estas empresas (en las que han ganado peso los recursos propios frente a la deuda), así como dentro de este,

cambios en la composición de los pasivos exigibles (hacia una mayor desintermediación y diversificación) y en su plazo (en general, alargamiento de la vida media). Por último, se analizará la evolución de la sostenibilidad de la deuda y la capacidad de servicio de la misma que presentan las empresas españolas dentro de una breve contextualización europea.

II. EVOLUCIÓN Y RELACIÓN DE LOS FLUJOS DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Hasta 2008, un modelo de crecimiento de la actividad empresarial basado en buena medida en deuda

Tras desatarse la crisis, las sociedades no financieras dejaron atrás el patrón de financiación que hasta entonces había caracterizado a sus inversiones productivas, en el que una parte importante de las mismas era financiada mediante la emisión de pasivos financieros. Las acuciantes necesidades de formación bruta de capital fijo (inversión), en los años previos a la recesión, superaban con creces a los recursos internos (ahorro), por lo que las empresas acudían a financiación externa (pasivos financieros), cuyos recursos se destinaban, tanto a cubrir el gap entre ahorro e inversión real, como a la adquisición de activos financieros. En el gráfico inferior se observa como la tasa de inversión de las empresas en el año 2007 llegó a superar en más de 17 puntos del VAB a la tasa de ahorro.



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

Ante la llegada de la recesión, esfuerzo empresarial en pos de reducir sus obligaciones financieras: la inversión pasa a financiarse principalmente vía recursos internos

A partir del año 2008 y hasta la recuperación iniciada en 2013, el protagonismo de los pasivos financieros se reduce, hasta el punto de que el flujo neto de los mismos ha sido negativo en varios

períodos y prácticamente neutral en algunos otros. En los sucesivos años, las empresas han centrado sus esfuerzos en:

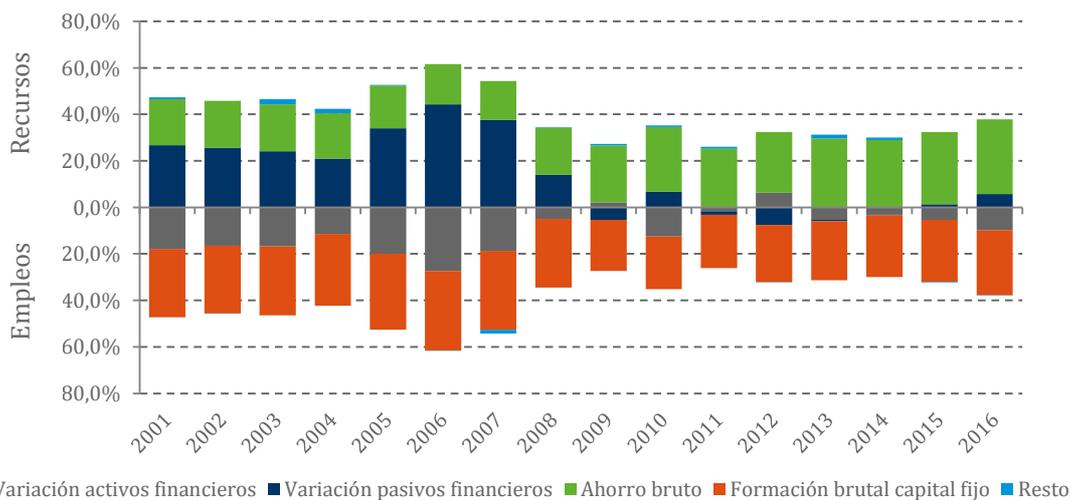
- (i) incrementar su ahorro, y ello a pesar del contexto de crisis en el que el valor añadido bruto se contraía, a la par que
- (ii) vendían activos financieros en términos netos (2009 y 2012), o al menos reducían las adquisiciones de los mismos con respecto al escenario pre-crisis (resto de años).
- (iii) Por su parte, los nuevos flujos de inversión se vieron drásticamente reducidos en el 2009, para posteriormente experimentar moderados crecimientos comparados con el período pre-crisis.

Estas acciones encontraban su justificación en la imperiosa necesidad de reducción de los pasivos financieros, en concreto, de los pasivos exigibles (endeudamiento).

Desde el inicio de la recuperación continúa la tendencia comentada, si bien el VAB de las empresas ha experimentado un importante impulso que ha permitido elevar el ahorro de las mismas, favoreciendo así una progresiva recuperación de la inversión productiva, esta vez financiada principalmente con recursos internos.

En el año 2016, se observa además un ligero incremento en términos netos de pasivos financieros, fundamentalmente de recursos propios, tras tres años prácticamente planos. Esta captación de pasivos, unido a la sustancial mejora del ahorro ha permitido, no solamente prolongar e intensificar el repunte de la inversión productiva, sino dedicar mayores recursos también a la adquisición de activos financieros.

Flujos de inversión y financiación de las sociedades no financieras (% VAB)

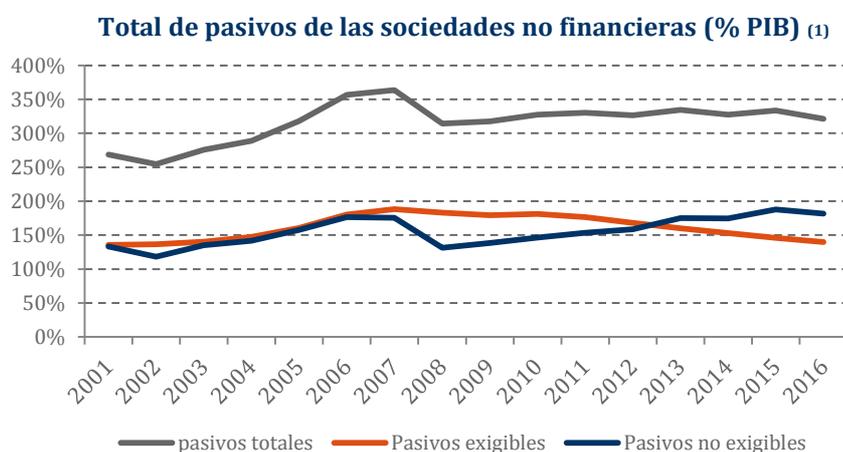


Fuente: Elaboración propia con datos del INE y el Banco de España.

III. EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL STOCK DE FINANCIACIÓN EXTERNA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

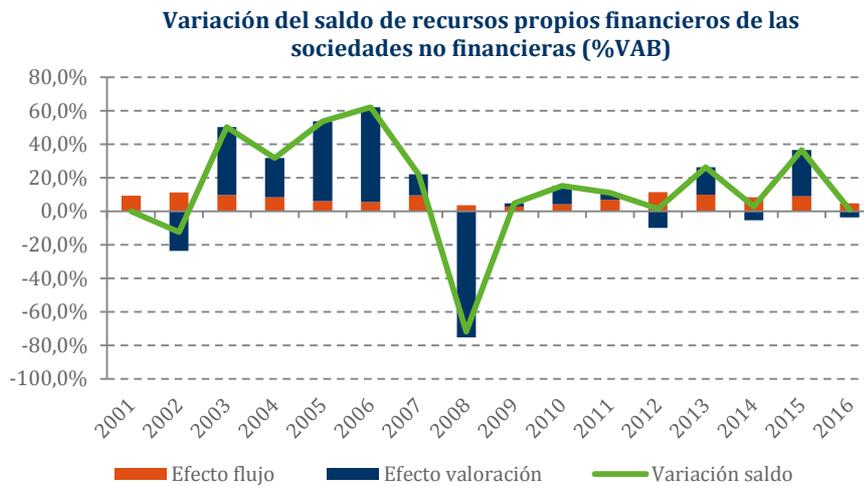
Se reducen los pasivos, con una sustitución de recursos propios frente a deuda

La llegada de la crisis financiera en el año 2008, trajo consigo una acentuada reducción del total de pasivos de las sociedades no financieras en ese ejercicio. Tal y como se observa en el gráfico inferior, esta pronunciada caída de los pasivos correspondiente al año 2008 se explica casi en su totalidad por la disminución de los recursos propios, que desde entonces han venido incrementándose gradualmente. Por su parte, los pasivos exigibles no participaron de la misma intensidad en la caída de 2008, experimentando a cambio una reducción más sostenida, pero que se prolonga casi hasta la actualidad. El incremento mostrado por los recursos propios tras el comentado desplome inicial, permitió compensar la progresiva reducción de los pasivos exigibles, de manera que en agregado, los pasivos financieros, toda vez que se produjo la caída del año 2008, mostraron una relativa estabilidad. La explicación a este escenario descansa en la abultada pérdida de valor que sufrieron los recursos propios en el año 2008 que compensó con creces el signo positivo que mantuvo su flujo neto de captación. Algo que no ocurrió en el resto de sucesivos ejercicios, donde, o bien aumentaron tanto la valoración como los flujos netos de estos recursos (2009, 2010, 2011, 2013, 2015) o bien la caída del valor de estos instrumentos fue inferior a la captación neta de fondos, como ocurrió en 2012, 2014 o más recientemente, en 2016.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

(1) Los pasivos exigibles son pasivos no consolidados. Incluyen los pasivos sin coste explícito.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, se ha asistido dentro de los pasivos a un incremento en el peso los recursos propios financieros, que desde 2013 vienen suponiendo ya más de la mitad del total de saldos de pasivos, y que ha alcanzado cotas de casi el 60% en el presente ejercicio (con datos hasta marzo).



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

(1) Pasivos no consolidados de las sociedades no financieras. Incluye pasivos sin coste explícito.

*Datos hasta marzo.

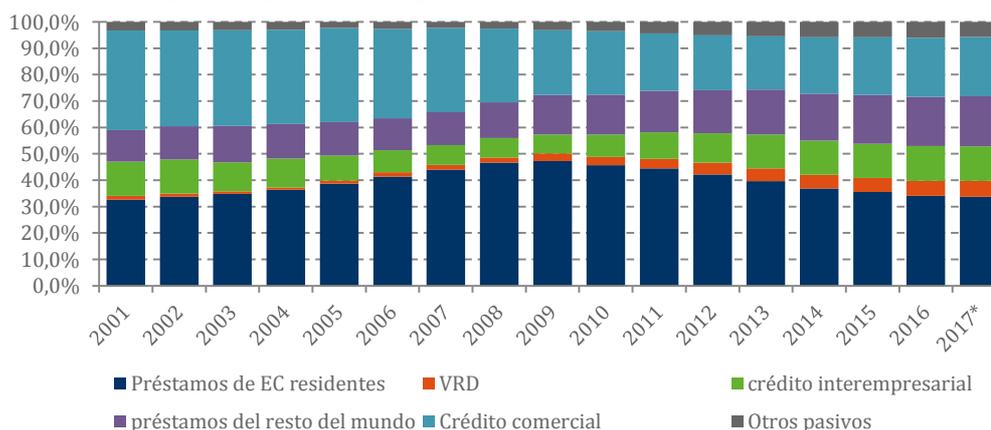
La disminución de los pasivos exigibles ha venido acompañada de una diversificación en las fuentes de financiación

A su vez, esta progresiva reducción de los pasivos exigibles, ha venido de la mano de un gradual cambio en la canalización de los mismos, donde han ido ganando peso los valores deuda, desde porcentajes muy reducidos eso sí, frente a los préstamos bancarios.

Esta creciente desintermediación responde a factores de carácter tanto coyuntural como estructural. Entre los coyunturales, destaca la política del Banco Central Europeo en general, tanto por el entorno de bajos tipos de interés, como por las medidas de expansión monetaria, que llevan a los inversores a asumir mayores dosis de riesgo en busca de rentabilidades. Esto además, se ha visto favorecido recientemente con la inclusión en su programa de compra de activos de bonos de sociedades no financieras. De este modo, estas políticas del BCE han dado lugar en muchos casos a que las empresas encuentren rentabilidades exigidas en sus emisiones de bonos inferiores al tipo de interés de los préstamos bancarios. Además, el saneamiento y la reforma llevada a cabo en el sector bancario, junto con las nuevas regulaciones de solvencia, han provocado también un endurecimiento en la concesión de préstamos por parte de las entidades. Por último, entre los factores más estructurales, se destaca el proceso de saneamiento financiero llevado a cabo por las empresas, el cual ha favorecido su entrada en los mercados de capitales, así como las reformas realizadas en el mercado de deuda, tanto con la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija, más eficiente y de más fácil acceso para empresas de menor dimensión, como con la modificación parcial del régimen de emisión de obligaciones, tendente a simplificar los requisitos aplicables.

El crédito comercial es, tras los préstamos bancarios, la segunda fuente de financiación para las sociedades no financieras, aunque ha perdido protagonismo desde 2008 en la estructura de financiación, debido a la disminución generalizada de la actividad comercial provocada por la recesión. Por su parte, el crédito entre empresas (excluyendo el crédito comercial) ha recuperado los niveles de participación en el pasivo del año 2001 (en torno al 13%) tras haber perdido terreno en los años pre-crisis, mientras que los préstamos del exterior, recurso casi exclusivo para grandes empresas, han venido aumentando su peso en el total de financiación ajena.

Tipos de pasivos exigibles de las sociedades no financieras (1)



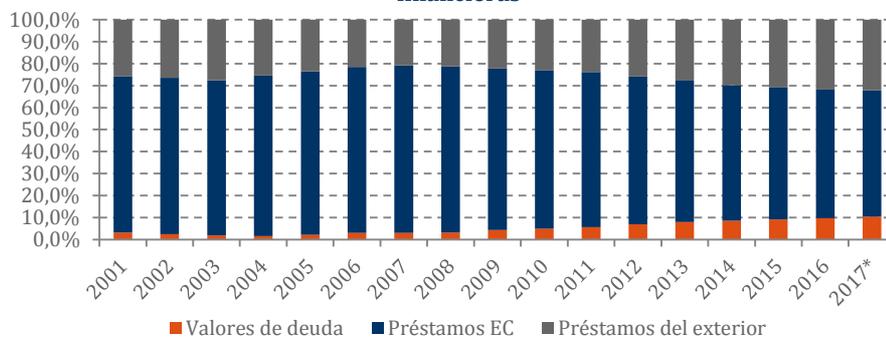
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.

*Hasta marzo.

(1) Pasivos no consolidados de las sociedades no financieras. Incluye pasivos sin coste explícito.

El creciente protagonismo de los valores de deuda en los pasivos empresariales se aprecia en mayor grado cuando el análisis de la composición de la deuda se realiza a nivel consolidado, esto es, la deuda de las sociedades no financieras frente a otros sectores, detrayendo del cálculo los recursos que son a su vez pasivos de una empresa y activos de otra. De este modo, la participación de los valores de deuda pasó de apenas el 3,2% de los pasivos exigibles consolidados en el año 2008 al 10,5% con datos a julio del 2017, esto es, más que triplicaron su peso en el total de deuda. Este movimiento ha sido en detrimento de los préstamos de las entidades de crédito residentes cuyo participación en el endeudamiento perdía 18 puntos desde el año 2008, hasta el 57,7% de julio de 2017. Esta mayor diversificación del pasivo de las empresas españolas las convierte en menos vulnerables a las posibles perturbaciones o *shocks* crediticios.

Tipos de pasivos exigibles consolidados de las sociedades no financieras

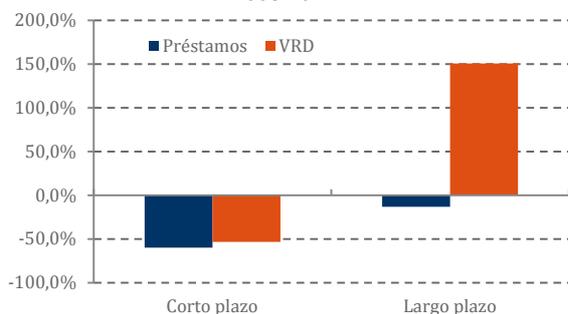


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.
*Hasta julio.

Pierden peso los pasivos corto plazo en favor de la deuda a largo

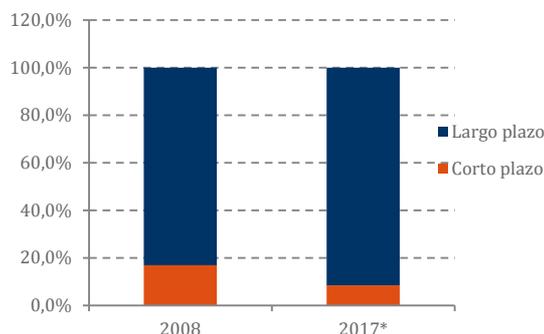
La contracción de los pasivos acaecida desde el año 2008 estuvo centrada en mayor medida en la financiación a corto plazo. Así la destrucción de saldos fue análoga en préstamos bancarios a corto y en valores representativos de deuda a plazo similar, acaso ligeramente mayor en los primeros. Por su parte, a largo plazo se evidencia una reducción bastante más modesta de préstamos bancarios (-13,3%) mientras que para el caso de los valores representativos de deuda se produce un intenso crecimiento (+150%). Puesto que los instrumentos de deuda a corto plazo suelen usarse para financiar necesidades que surgen durante el ejercicio habitual de la actividad, un menor dinamismo de dicha actividad puede conllevar también una disminución de estas necesidades. Pero sobre todo, las empresas han aprovechado el entorno de exceso de liquidez y reducidos tipos de interés provocado por la política monetaria acomodaticia del BCE, para aumentar el volumen de sus emisiones de bonos, captando deuda a largo plazo a tipos muy favorables.

Variación de la financiación en préstamos y valores de deuda por plazos para el período 2008-2017*



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.
*Hasta marzo.

Estructura de la deuda de las sociedades no financieras



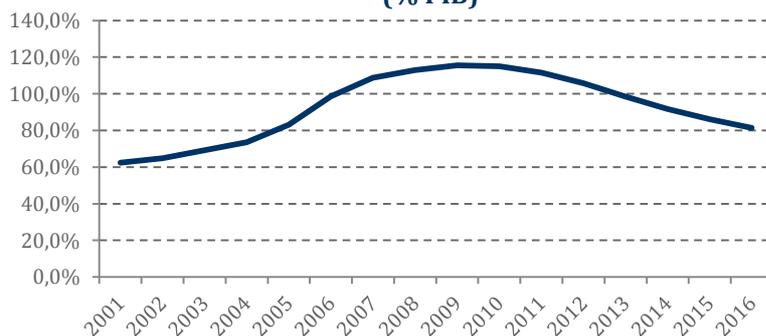
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.
*Hasta marzo.

III. EL PROCESO DE DESENDEUDAMIENTO: EVOLUCIÓN DE LA SOSTENIBILIDAD Y SERVICIO DE LA DEUDA

Gran esfuerzo de desapalancamiento de las empresas no financieras desde la crisis

El **proceso de desapalancamiento**¹ de las sociedades no financieras al que se viene haciendo referencia se inicia tras el estallido de la crisis y ha tenido continuidad hasta la actualidad. En concreto, desde el año 2009 las empresas han reducido su endeudamiento en 34 puntos del PIB, hasta situarse en el 81,4%, un valor ya en línea con los niveles previos a la crisis, en concreto, por debajo del registrado en el año 2005.

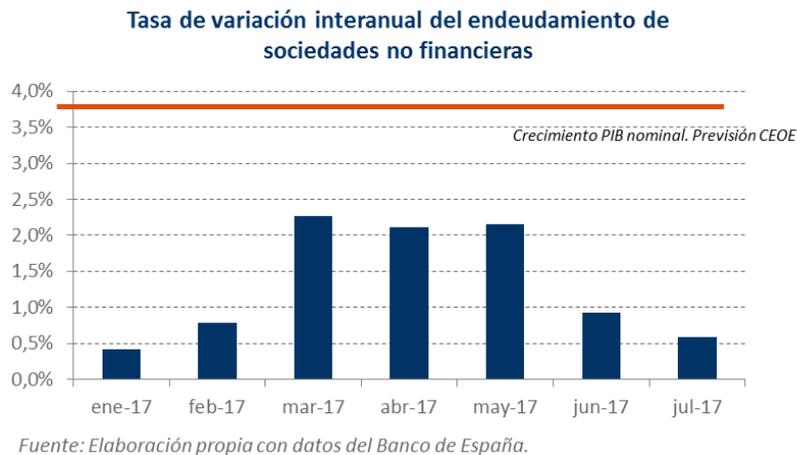
**Endeudamiento de las sociedades no financieras (1)
(% PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España.
(1) Solo pasivos exigibles con coste explícito consolidados frente a otros sectores.

¹ Para medir el endeudamiento de las sociedades no financieras frente al resto de sectores de la economía, se aproximan los pasivos exigibles consolidados como la suma de los créditos de entidades residentes, préstamos del exterior y los valores de renta fija emitidos.

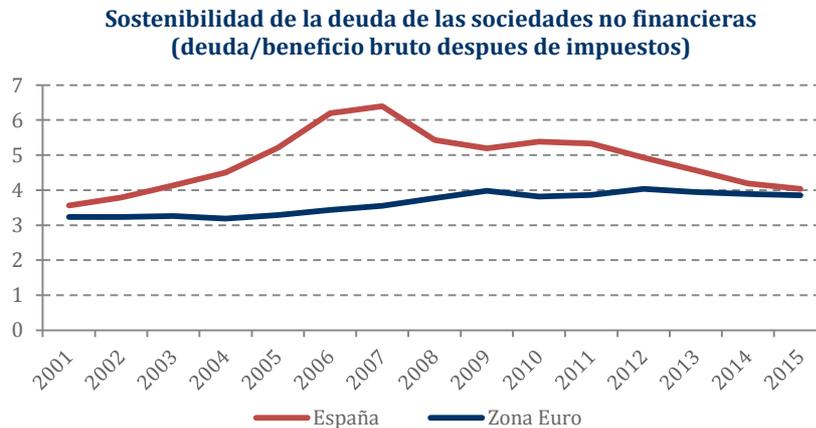
Los datos disponibles para 2017, muestran un crecimiento del endeudamiento en términos interanuales en todos los meses disponibles (de enero a julio), mostrando así un freno al esfuerzo de amortización de deudas por parte de las empresas. No obstante, en la medida en que los incrementos en el saldo de financiación de las sociedades no financieras sean inferiores a los que experimenta el PIB nominal, seguirá teniendo continuidad la disminución del apalancamiento medida en términos de PIB.



Viaje de ida y vuelta en el deterioro de la sostenibilidad y la capacidad de servicio de la deuda

Para atender a la **sostenibilidad de dicha deuda**, se debe poner en relación el volumen de pasivos con los recursos anuales que generan las empresas y que les permitirían hipotéticamente hacer frente a su devolución. Una buena aproximación a estos recursos es el resultado bruto de explotación al que vamos a restar los impuestos totales pagados por las sociedades no financieras. Si se analiza esta ratio (deuda / resultado bruto de explotación menos impuestos totales), se evidencia que la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras en España fue siempre menor que la del conjunto de la Zona Euro. No obstante, en el año 2001 la diferencia era de apenas 0,33 puntos porcentuales. Fue a partir de este ejercicio cuando el notable deterioro de la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras en España fue gestando un gap con respecto a esta misma variable para la Zona Euro. Este diferencial se hizo máximo en el año 2007, donde las SNF españolas acumulaban una deuda que representaba 6,4 veces los recursos anuales disponibles para pagarla, frente a las 3,6 veces del conjunto de la Zona Euro. A partir de este año las empresas españolas comienzan a converger con respecto al área de la moneda común, de forma que en 2015 el citado gap estaba prácticamente cerrado: si las empresas del conjunto de la Zona Euro necesitaban destinar todos sus recursos durante 3,8 años para devolver toda su deuda, a las de España realizar este mismo proceso les hubiera tomado poco más de 4 años. Fijémonos además que para el conjunto de la Zona Euro la sostenibilidad de la deuda se siguió

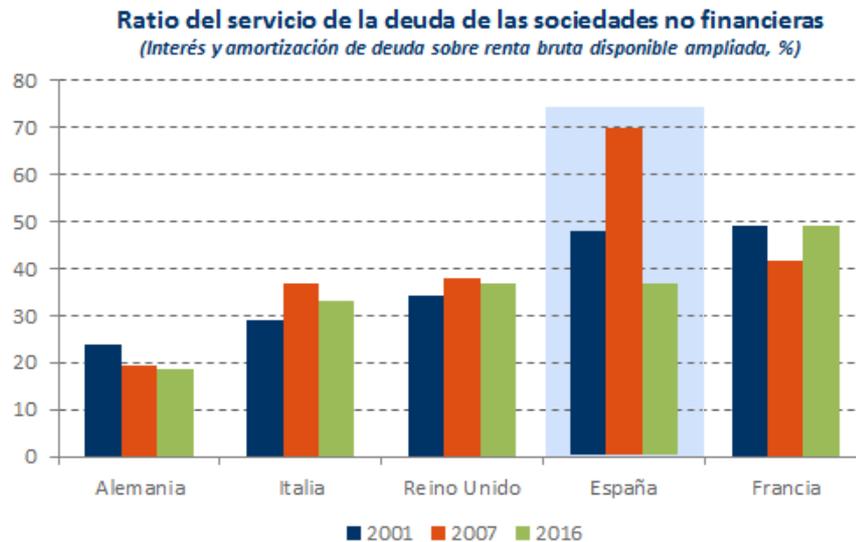
deteriorando desde 2007 (eso sí, muy lentamente) en contraposición a la mejora que experimentó España en este mismo período (además, mucho más acelerada).



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y AMECO.

Igualmente relevante, sino más, resulta analizar la **capacidad de servicio de la deuda** que presentan las sociedades no financieras. Esto es, poner en relación la carga financiera que soportan las empresas por el mantenimiento de estos pasivos, es decir, los pagos de intereses y la amortización del principal de deuda que realizan cada año, con respecto a los recursos que tienen para afrontar tales obligaciones. En este sentido, el Banco Internacional de Pagos (BIS) proporciona un indicador que pretende medir el porcentaje que representa ese servicio de la deuda con respecto a la renta bruta disponible (ajustada para que sea antes de intereses y dividendos). Al analizar esta ratio, se evidencia un aumento del servicio de la deuda de las empresas españolas de 22 puntos porcentuales en el período comprendido entre 2001 y 2007. De este modo, si en el año 2001 las SNF españolas tenían que dedicar el 48% de sus recursos a atender la carga financiera de la deuda, en 2007 el servicio de la misma requería ya del 70% de estos recursos, es decir, más de dos tercios. Así, España se distanció —para mal— de sus principales socios europeos: en 2007 las empresas alemanas destinaban solo el 18,7% a cubrir el servicio de la deuda, las italianas y británicas el 38% y 36,6% respectivamente, mientras que las sociedades no financieras francesas, que en 2001 presentaban una mayor necesidad de servicio de la deuda que las españolas, situaban ahora su ratio en el 49%. A partir de este período, y con el inicio de la fase de desendeudamiento del sector privado español, las sociedades no financieras domésticas comenzaron a mejorar la capacidad de servicio de su deuda, una mejoría que sobrepasó incluso los niveles de 2001. Así, en 2016, la ratio de servicio de la deuda (que es más positiva cuanto menor sea su valor) se vio recortada en 33 puntos porcentuales con respecto al máximo de 2007, hasta el 36,9%. Este dato

situaba el servicio de la deuda para las empresas españolas por debajo del que presentaron las empresas galas (49%), en línea con las italianas (36,6%) y no muy lejos de las británicas (33%).



Fuente: *Elaboración propia con datos del BIS.*

IV. CONCLUSIONES

- La llegada de la crisis puso en entredicho la sostenibilidad de la deuda que habían acumulado las empresas en la etapa previa a la recesión, por lo que estas iniciaron un **fuerte proceso de desapalancamiento que ha llevado a la reducción de 34 puntos del PIB** desde los máximos de 2009.
- Parte de este proceso supuso un **cambio en la forma de financiar las inversiones**, tanto reales como financieras, **cuyos fondos pasaron a obtenerse vía recursos internos** y no mediante la captación de nuevos pasivos financieros. Fue inevitable durante el proceso, primero un desplome de la inversión productiva, y después, un ritmo de crecimiento de la misma inferior a los niveles pre-crisis para que esta pudiera ser financiada con ahorro empresarial, al tiempo que se reducía el endeudamiento. Con la reciente recuperación de la economía, un mayor VAB está permitiendo al mismo tiempo mayores tasas de ahorro y de inversión.

- 
- Además, este desendeudamiento unido a la estabilidad que han mostrado **los recursos propios** financieros, ha provocado un **aumento del peso de estos últimos en el total de los pasivos financieros**, llegando a suponer casi el 60% de los mismos en marzo de 2017.
 - Por otra parte, la **reducción de los pasivos exigibles** ha venido acompañada de **un cambio en la composición** de los mismos, donde **han ganado peso los valores de deuda y lo han perdido los préstamos bancarios**. Esta mayor desintermediación en la financiación empresarial que respondería a factores tanto coyunturales (política monetaria del BCE y saneamiento del sector bancario) como estructurales (mejora de balances, creación de plataformas alternativas y simplificación del régimen de emisión), supone disminuir la dependencia de la financiación bancaria y aumentar la diversificación de las fuentes de financiación, lo que fortalece la posición de las compañías ante eventuales shocks crediticios.
 - La **sostenibilidad de la deuda** (cuántos años se tardaría en devolver todo el stock empleando todos los recursos anuales disponibles) y su **servicio** (qué porcentaje de los recursos anuales tienen que ser destinados para hacer frente a las obligaciones de pago de esa deuda) experimentaron un deterioro muy significativo en el período pre-crisis, distanciándose de las **principales economías europeas**. Así, en el año 2007, las empresas españolas hubieran tardado 6,4 años en devolver toda su deuda frente a solo 3,6 años del conjunto de la Zona Euro. Además, las sociedades no financieras domésticas dedicaban más de dos tercios de sus recursos a pagar la carga financiera, cuando en Francia se destinaban la mitad de los recursos, y en Italia Y Reino Unido no llegaba al 40% de los mismos.
 - Tras el despalancamiento realizado, la **sostenibilidad y el servicio de la deuda** han ido **convergiendo con estos países**, en un proceso prácticamente concluido en 2016: las sociedades no financieras españolas necesitarían 4 años para devolver toda la deuda frente a 3,8 años de las sociedades no financieras del conjunto Zona Euro, y dedican algo más de un tercio de sus recursos a hacer frente a la carga financiera, en línea con las empresas italianas y británicas, y por debajo de lo que destinan las sociedades no financieras francesas.
 - Los últimos datos de stock de financiación de las sociedades no financieras referentes a los primeros meses de 2017 muestran un crecimiento interanual del total de los pasivos consolidados, aunque menor al crecimiento del PIB nominal por lo que el despalancamiento medido en términos relativos al mismo aún tendría continuidad.