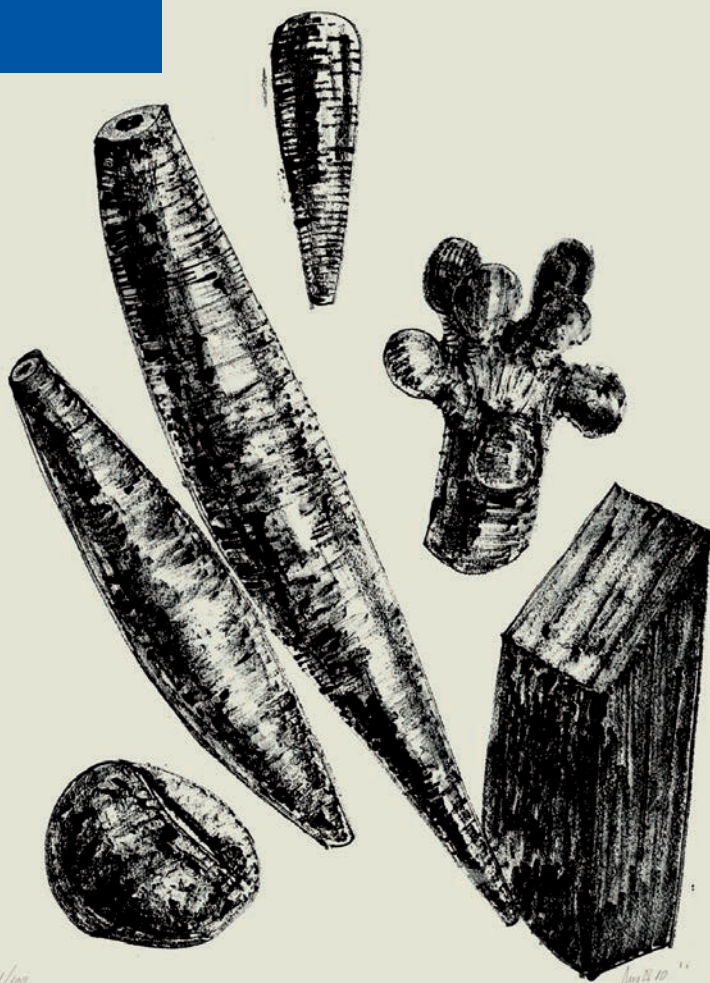


ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN EL CONTEXTO EUROPEO

El impacto de la crisis

Fundación **BBVA**

Joaquín Maudos Villarroya
Juan Fernández de Guevara Radoselovics



ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS
ESPAÑOLAS EN EL CONTEXTO EUROPEO

Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo

El impacto de la crisis

Joaquín Maudos Villarroya
Juan Fernández de Guevara Radoselovics

La decisión de la Fundación BBVA de publicar el presente libro no implica responsabilidad alguna sobre su contenido ni sobre la inclusión, dentro de esta obra, de documentos o información complementaria facilitada por los autores.

No se permite la reproducción total o parcial de esta publicación, incluido el diseño de la cubierta, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión por cualquier forma o medio, sea electrónico, mecánico, reprográfico, fotoquímico, óptico, de grabación u otro sin permiso previo y por escrito del titular del *copyright*.

DATOS INTERNACIONALES DE CATALOGACIÓN

Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis / Joaquín Maudos Villarroya, Juan Fernández de Guevara Radoselovics. – 1.ª ed. - Bilbao : Fundación BBVA, 2014.

226 p. ; 24 cm

ISBN: 978-84-92937-53-0

1. Empresas. 2. Finanzas empresariales. 3. Crisis económica. 4. España. I. Maudos Villarroya, Joaquín. II. Fernández de Guevara Radoselovics, Juan. III. Fundación BBVA, ed.

334.7(460)

658.14(460)

338.124(460) "2008/..."

Primera edición, 2014

© los autores, 2014

© Fundación BBVA, 2014

Plaza de San Nicolás, 4. 48005 Bilbao

IMAGEN DE CUBIERTA: © Miquel NAVARRO, VEGAP, Madrid, 2014

Neolítico industrial, 2009

Aguafuerte, 760 × 556 mm

Colección de Arte Gráfico Contemporáneo

Fundación BBVA – Calcografía Nacional

ISBN: 978-84-92937-53-0

DEPÓSITO LEGAL: BI-1.348-2014

EDICIÓN Y PRODUCCIÓN: Editorial Biblioteca Nueva, S. L.

COMPOSICIÓN Y MAQUETACIÓN: Disegraf Soluciones Gráficas, S. L.

IMPRESIÓN Y ENCUADERNACIÓN: Lável Industria Gráfica S. A.

Impreso en España – *Printed in Spain*

Los libros editados por la Fundación BBVA están elaborados sobre papel con un 100% de fibras recicladas, según las más exigentes normas ambientales europeas.

Í N D I C E

Agradecimientos	9
Introducción	11
1. Estructura financiera de las empresas y condiciones en el acceso a la financiación: enfoque macro	19
1.1. El endeudamiento del sector privado no financiero	20
1.2. Estructura financiera de las empresas	31
1.3. La importancia de la financiación bancaria	36
1.4. El coste de la financiación y la carga de la deuda	38
1.5. Las condiciones en el acceso a la financiación: la opinión de las empresas	45
1.5.1. El problema de acceso a la financiación externa	47
1.5.2. Éxito o fracaso en la petición de financiación	50
1.5.3. Disponibilidad de financiación	52
1.5.4. Términos y condiciones de la financiación bancaria ..	55
1.5.5. Predisposición de los bancos a dar financiación	58
1.6. Las condiciones en el acceso a la financiación: la opinión de los bancos	60
1.7. La importancia del tamaño	68
1.8. Diferencias sectoriales en el endeudamiento y la estructura financiera	83
2. Endeudamiento, debilidad y carga financiera: enfoque micro	99
2.1. Muestra utilizada	100
2.2. Determinantes de la estructura financiera	117
2.3. La importancia de las diferencias entre empresas: lo que esconden los datos agregados	121

2.4. El nivel de endeudamiento como condicionante de la debilidad financiera de la empresa.....	137
2.5. El tamaño como fuente de diferencias entre empresas	154
2.6. El sector de actividad como fuente de diferencias entre empresas	173
3. Endeudamiento y vulnerabilidad	193
3.1. Endeudamiento y vulnerabilidad: resultados	196
3.2. Análisis por tamaño empresarial	202
3.3. Análisis sectorial	209
4. Resumen de resultados y conclusiones	217
4.1. Resumen de resultados	218
4.2. Conclusiones	231
Apéndice metodológico	241
Bibliografía	247
Índice de cuadros	249
Índice de gráficos	251
Nota sobre los autores	259

AGRADECIMIENTOS

ESTE libro se enmarca en el Programa de Investigaciones Económicas que desde hace tiempo desarrollan conjuntamente la Fundación BBVA y el Ivie. Los autores quieren agradecer a estas dos instituciones la oportunidad de realizar esta investigación. La investigación realizada también se enmarca en los proyectos competitivos del Plan Nacional de I+D (ECO2013-43959) y del Plan General Estratégico de Ciencia y Tecnología de la Comunitat Valenciana (PROMETEOII/2014/046). Es también de justicia agradecer al área técnica del Ivie por su apoyo en el tratamiento de la información y de las fuentes estadísticas utilizadas en la monografía y, en especial, a Rodrigo Aragón, Natalia Mora y Jimena Salamanca. Es también necesario agradecer de manera muy especial a Susana Sabater su excelente trabajo como coordinadora editorial por cuidar al máximo todos los detalles de la edición del documento. Por último, los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos de un evaluador anónimo que han permitido mejorar una versión anterior del informe.

Introducción

EN la etapa de expansión que tuvo lugar antes del estallido de la crisis internacional de mediados del 2007, un buen número de economías experimentaron un intenso crecimiento en el nivel de endeudamiento del sector privado, si bien el grado de intensidad fue distinto entre países. Fue un crecimiento que tuvo lugar al abrigo de políticas monetarias laxas que permitieron mantener durante mucho tiempo los tipos de interés en niveles reducidos, a la vez que la estabilidad financiera reinante en todo el período creó un clima de bajo riesgo favorable al endeudamiento. La abundancia de liquidez como consecuencia de los superávits en las balanzas por cuenta corriente de algunas economías también favoreció el acceso a la financiación a tipos reducidos. Si bien no hay evidencia concluyente acerca de la existencia de un umbral óptimo de endeudamiento, un elevado nivel supone un elemento de vulnerabilidad e incertidumbre, lo que aumenta la probabilidad de una crisis sistémica como se ha demostrado tantas veces a lo largo de la historia. Y la historia se ha repetido una vez más en la actual crisis en la que la acumulación de deuda ha alcanzado niveles peligrosos en algunos países y sectores. Es este excesivo nivel de endeudamiento el que está en el origen de la Gran Recesión cuyas consecuencias aún estamos sufriendo. La gran lección de esta crisis es que, una vez se traspasa un determinado nivel de endeudamiento, se crean las condiciones óptimas para una crisis financiera sistémica. Además, el necesario desapalancamiento que deben realizar las economías una vez estalla la crisis condiciona enormemente las posibilidades de recuperación del consumo y de la inversión.

Si bien un elevado nivel de endeudamiento suele interpretarse como un indicador de debilidad y vulnerabilidad financiera, es importante tener en cuenta la calidad de los activos que se financian

con dicha deuda, que a su vez depende de la rentabilidad esperada y del riesgo de las inversiones a las que se destina la deuda. Por tanto, en el análisis del endeudamiento, no solo hay que tener en cuenta su nivel, sino también la calidad de los activos que se financian. Como veremos, en España el exceso de deuda se hace visible cuando caen los precios de los activos, tanto los inmobiliarios como los activos de las empresas cuando se desploman las cotizaciones bursátiles. Si además la rentabilidad de esos activos es reducida, la capacidad de devolución de la deuda se reduce, aumentando la vulnerabilidad de la empresa.

Un reciente estudio de Reinhart y Rogoff (2013) publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) muestra la vulnerabilidad que presentan las economías avanzadas como consecuencia de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados, no solo por el sector público, sino también por el privado. En este último caso, las economías avanzadas aumentaron casi un 80% su endeudamiento desde inicios de los 2000 hasta 2008, algo que contrasta por completo con lo sucedido en el resto de economías. Además, su estudio muestra que el grado de desapalancamiento del sector privado en la crisis ha sido muy limitado, lo que indica que queda un largo período de desendeudamiento.

Otra de las lecciones de la crisis ha sido que la incertidumbre generalizada en los mercados financieros y el carácter sistémico de la crisis bancaria en un elevado número de países han alterado sustancialmente las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas, ya que el cierre de los mercados mayoristas se ha trasladado rápidamente al crédito bancario. La situación de *credit crunch* ha obligado a las empresas a modificar sus fuentes de financiación durante la crisis (recurriendo a la autofinanciación), sobre todo en las más dependientes del crédito bancario.

En este contexto, el objetivo de esta monografía es analizar los efectos que la actual crisis económica ha tenido en la estructura financiera y en las condiciones de financiación de las empresas de los países de la eurozona prestando especial atención al caso español. Es de especial interés analizar el impacto de la crisis en las restricciones de las empresas a la hora de acceder a la financiación externa, sobre todo bancaria, así como el efecto diferencial de la crisis sobre las pymes. El análisis combina un enfoque

macroeconómico —con datos agregados a nivel de país— con otro microeconómico a nivel de empresa. Además, se realiza un estudio descriptivo de la evolución de las diferentes formas de financiación antes y después de la crisis, así como de su coste, prestando especial atención al impacto de la crisis en las condiciones en el acceso al crédito bancario.

El análisis macroeconómico combina dos fuentes de información. En el primer caso se utiliza la información que ofrece Eurostat en las cuentas financieras y que permite estudiar la evolución y composición de las distintas fuentes de financiación. En el segundo caso (el estudio de las condiciones de acceso a la financiación de las empresas) utilizamos la encuesta que elabora el Banco Central Europeo (BCE) y la encuesta sobre préstamos bancarios que también elabora el BCE trimestralmente, que ofrecen información desagregada por países. En el primer caso son las empresas las que emiten su opinión, mientras que en la segunda encuesta son los propios bancos los que declaran si han endurecido o relajado los criterios que aplican a la hora de dar un préstamo.

Dada la riqueza de información que ofrece la encuesta del BCE, es posible analizar el impacto de la crisis sobre las condiciones en el acceso a la financiación de las empresas, distinguiendo por tamaños. Se pueden analizar cuestiones tan importantes como el impacto de la crisis sobre la disponibilidad de crédito, el tipo de interés exigido por los bancos, las exigencias de mayores o menores garantías, etc. Esta información que revelan las empresas se complementa con la que ofrecen los bancos sobre el endurecimiento o relajación de los términos y condiciones que aplican en los préstamos a las empresas.

Un punto de conexión entre el análisis macro y el micro, que se describe a continuación, descansa en el análisis que se realiza utilizando la base de datos *Bank for the Accounts of Companies Harmonised* (BACH) que proviene de las Centrales de Balances de los Bancos Centrales. Si bien BACH construye agregados a partir de datos a nivel de empresa, no tenemos acceso a los datos micro, por lo que hemos trabajado los datos agregados. Siguiendo este análisis, se constata la existencia de importantes diferencias en la estructura financiera entre sectores y tamaños empresariales. La ventaja de BACH es que contiene información homogénea para

12 países de la Unión Europea (UE) que permite comparar los estados financieros agregados por sectores y tamaños. No obstante, la extracción de datos realizada en el momento de elaborar esta monografía proporcionaba información completa de todas las variables necesarias para ocho países, de los que se seleccionan los seis pertenecientes a la eurozona.

A partir de esta riqueza de información, el objetivo del estudio es analizar la evolución del endeudamiento y de la estructura financiera de las empresas antes y después del inicio de la crisis, así como el coste de la financiación. Es posible analizar el impacto de la crisis en la cuantía del endeudamiento, el tipo de endeudamiento, el coste de la financiación, el vencimiento de la deuda, etcétera. Además, se ofrece un análisis desagregado por sectores de actividad y por tamaño empresarial.

La visión macro de la situación financiera se completa con un exhaustivo análisis a nivel micro o de empresa, utilizando los datos que ofrece la base de datos Amadeus, que contiene información sobre más de cuatro millones de empresas de 34 países. Los resultados de la visión micro son coherentes con la visión macro ofrecida, pero permite profundizar en las conclusiones al obtenerse un perfil general de las empresas pertenecientes a un determinado sector, con información como código de actividad, número de empleados, cifras de ventas de los últimos años, balance, cuenta de resultados, etc. Después de aplicar distintos filtros para depurar la información, se trabaja con un panel que contiene aproximadamente 16 millones de observaciones-empresa (1,9 millones en el 2011) para los principales países de la UE. La ventaja de utilizar este volumen de información es que permite conocer el nivel de endeudamiento, la debilidad financiera y la carga de la deuda de las empresas, y advertir que las diferencias entre estas son mayores que las que se derivan de las diferencias de tamaño o del sector de actividad. Esto quiere decir que los datos medios analizados en la primera sección esconden diferencias muy importantes entre empresas. Detrás del valor medio o agregado, en el tejido empresarial coexisten empresas con reducido endeudamiento y carga de la deuda con otras que tienen excesivo apalancamiento y que están sufriendo dificultades en el contexto de crisis actual. La comparación de España con otros países también permite concluir que las

diferencias dentro de las empresas de un mismo país son mayores a las que se observan entre distintas economías.

Es por ello que, dadas las grandes diferencias que se observan entre empresas, sea necesario realizar un análisis monográfico de la vulnerabilidad financiera de las empresas, entendiendo por vulnerabilidad una situación en la que el elevado endeudamiento condiciona la viabilidad de la empresa si el resultado de explotación es reducido para hacer frente al coste de la deuda. En el tercer capítulo de la monografía se cuantifica el porcentaje de la deuda empresarial de un país que está en manos de empresas con diferentes grados de vulnerabilidad, así como las diferencias que existen por tamaños y sectores.

El análisis macro cubre los países de la zona del euro en el periodo 2000-2012, dado que en el momento de elaborar esta monografía las cuentas financieras y la base de datos BACH todavía no incluyen información del 2013. No obstante, dado que las encuestas del BCE sobre las condiciones de acceso de las empresas a la financiación y sobre los criterios que aplican los bancos a la hora de dar crédito llegan hasta el 2013, en este caso el análisis cubre el año 2013. En el análisis micro el período analizado termina en el 2011, ya que la base de datos Amadeus todavía no es suficientemente representativa para los años posteriores.

Para analizar el impacto de la crisis en la estructura financiera de las empresas, se ha elegido el año 2007 como punto de corte. Si bien un análisis más preciso sitúa a mediados del 2008 el punto de inflexión (con la quiebra de Lehman Brothers) de la crisis, trabajar con datos con frecuencia anual nos obliga a elegir finales del 2007 como punto de corte.

Como se ha descrito, la monografía se estructura en tres grandes bloques que ofrecen una visión coherente entre sí y que permiten profundizar en distintos aspectos desde diferentes perspectivas. El primer bloque utiliza un enfoque macro con datos agregados a nivel de país. El segundo bloque ofrece una panorámica sobre las diferencias en la estructura y fragilidad financiera de las empresas, constatando que existe gran dispersión y que los datos agregados no son suficientes para analizar el grado de debilidad del tejido empresarial español. Finalmente, el tercer bloque también utiliza información a nivel de empresa para centrarse en el análisis de la

vulnerabilidad financiera, cuantificando el porcentaje de empresas y deuda en riesgo.

El análisis realizado muestra un elevado grado de heterogeneidad entre países, no solo en lo que al nivel de endeudamiento empresarial se refiere, sino también respecto a la velocidad del desapalancamiento que está teniendo lugar tras el estallido de la crisis y que se inicia en el 2009 en la eurozona y un año después en España. Este desapalancamiento se debe tanto a factores de demanda (como la menor inversión y actividad que se traduce en menores necesidades de financiación de capital y de circulante) como de oferta (las dificultades para financiarse en los mercados emitiendo deuda, las restricciones en el acceso a la financiación bancaria, etc.) que se analizan en la monografía. Pero, además del proceso de desapalancamiento, también el sector empresarial se ha visto obligado a alterar su estructura de capital, ya que los factores descritos han alterado las condiciones en el acceso a la financiación. Sin embargo, la intensidad de la crisis está propiciando que, pese a la reducción de los niveles de apalancamiento, la debilidad financiera de las empresas —medida como la capacidad de obtener beneficios de la deuda— y la carga de la deuda no se hayan reducido con la misma intensidad, persistiendo incertidumbres importantes.

La heterogeneidad es también un rasgo que se reproduce cuando el análisis agregado se realiza tanto por tamaño empresarial como por sector de actividad, siendo este el motivo por el que este análisis se aborda en la monografía. Pero la heterogeneidad es aún mayor cuando el análisis se realiza a nivel de empresa. Las diferencias entre empresas son muy sustanciales, incluso mayores a las que se derivan del sector de actividad o al tamaño empresarial. Esto quiere decir que, a la hora de evaluar el endeudamiento empresarial y la debilidad financiera, no basta con el análisis de los agregados de un país, sino que conviene analizar el estado de las empresas. De hecho, en España coexisten empresas con reducidos niveles de endeudamiento que han podido incrementarlo en los años de crisis con otras empresas con niveles de endeudamiento preocupantes. El análisis desagregado a nivel de empresas permite asociar mayores niveles de endeudamiento con mayor debilidad financiera y carga de la deuda. Esto quiere decir que la empresa española más endeu-

dada no ha sido capaz de utilizar esta proporción de recursos ajenos para obtener mayor rentabilidad. Es por ello que, en el contexto de una severa crisis económica, la deuda y su carga han amenazado la supervivencia empresarial, siendo necesario propiciar las condiciones para que el necesario desapalancamiento no sea acelerado y para que se reduzca la vulnerabilidad financiera de las empresas, mejorando las condiciones de la financiación y la recuperación de los márgenes empresariales.

1. Estructura financiera de las empresas y condiciones en el acceso a la financiación: enfoque macro

EL excesivo nivel de endeudamiento que han alcanzado algunas economías europeas las ha situado en una situación de vulnerabilidad que lastra sus posibilidades de recuperación como consecuencia del desapalancamiento que deben realizar en el futuro. En el caso de las sociedades no financieras, un elevado nivel de endeudamiento condiciona la recuperación de la inversión, máxime en el caso de las pymes que tienen más restricciones en el acceso a la financiación ajena. Además, la importancia de las pymes en países como España y su elevada dependencia de la financiación bancaria las hace aún más vulnerables cuando existen factores, no solo de demanda, sino también de oferta que endurecen las condiciones de acceso al crédito bancario. El problema se agrava no solo por el excesivo nivel de deuda acumulada, sino por el impacto que la crisis ha tenido en los márgenes empresariales y en el coste de la financiación, lo que aumenta la debilidad financiera de las empresas y la carga de la deuda.

En este contexto, el objetivo de este capítulo es analizar la evolución reciente de la estructura financiera y endeudamiento del agregado de las empresas españolas en el contexto europeo, poniendo el énfasis en los cambios que se han producido con motivo de la crisis. Para ello, se construyen diversos indicadores de endeudamiento de las empresas de la eurozona desde el 2000 y se analizan las diferencias que existen entre países en la estructura financiera y la importancia de la financiación bancaria, así como en la financiación a corto y a largo plazo. Además de estudiar el endeudamiento, es de interés analizar las diferencias existentes en el coste de la financiación y la carga de la deuda, aspectos que

afectan a la vulnerabilidad financiera de las empresas. También se analiza en el capítulo los cambios que se han producido en las condiciones en el acceso a la financiación y las diferencias que existen entre países, sobre todo en el contexto de fragmentación del mercado financiero europeo que ha tenido lugar con especial intensidad con el estallido de la crisis de la deuda soberana. Para ello se utiliza la rica información que ofrecen las encuestas del BCE, tanto la que recaba la opinión de las empresas como la de los propios bancos. En estas encuestas se pone de manifiesto la importancia que el tamaño empresarial tiene para explicar las diferencias en las condiciones de la financiación, por lo que se dedica una sección a analizar las diferencias en los niveles de endeudamiento, la carga de la deuda, etc., por tamaño de empresa. Finalmente, también se dedica una sección al análisis de las diferencias en el endeudamiento y la estructura financiera en función del sector de actividad de la empresa.

1.1. El endeudamiento del sector privado no financiero

En los siete años de crisis que llevamos desde el estallido de la Gran Recesión, las condiciones del acceso a la financiación externa han cambiado por completo, lo que ha obligado a las empresas a cambiar su estructura financiera (recursos propios *vs.* ajenos) y sus fuentes de financiación (autofinanciación *vs.* financiación externa). La abundancia de liquidez en los mercados y los bajos tipos de intereses existentes en la anterior etapa de expansión permitieron a los bancos expandir rápidamente sus balances, experimentando el crédito tasas de crecimiento muy elevadas. Así, en el caso concreto de los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM), el crédito al sector privado no financiero (empresas y familias) creció a una tasa media anual del 9% del 2000 al 2008, llegando a alcanzar niveles por encima del 20% en Irlanda, Grecia y España del 2003 (primer año disponible en las estadísticas del BCE) al 2008. Estas tasas de crecimiento que se sitúan muy por encima de las del producto interior bruto (PIB) dieron lugar a un creciente endeudamiento del sector privado, siendo en el fondo el motivo que explica la actual crisis.

El gráfico 1.1 muestra la evolución de la deuda¹ del sector no financiero (como porcentaje del PIB²) de la eurozona y España, así como su composición por agentes institucionales distinguiendo entre empresas no financieras, economías domésticas y sector público. En el caso de la eurozona, la ratio de deuda no financiera/PIB ha aumentado en más de 60 puntos porcentuales del 2000 al 2012, pasando del 193,9% al 258,4%. El mayor crecimiento ha tenido lugar en el endeudamiento de las empresas, ya que ha aumentado casi un 35% (26 puntos porcentuales) con un valor máximo en el 2009, y de la Administración Pública debido a su elevado crecimiento en el 2012. También los hogares han aumentado intensamente su endeudamiento (un 31%). En el caso de las Administraciones Públicas, el mayor crecimiento de la deuda tiene lugar a partir de 2008 ya que, aunque del 2000 hasta el 2007 la ratio deuda/PIB incluso llegó a caer, a partir de entonces, en un contexto ya de crisis, aumentó 26 puntos porcentuales, hasta situarse en el 93,3%. La deuda de las empresas se ha estabilizado en los años de crisis (e incluso ha caído en el 2012) y la de las familias ya ha experimentado ligeras caídas desde el 2010 como consecuencia del necesario proceso de desapalancamiento que deben realizar.

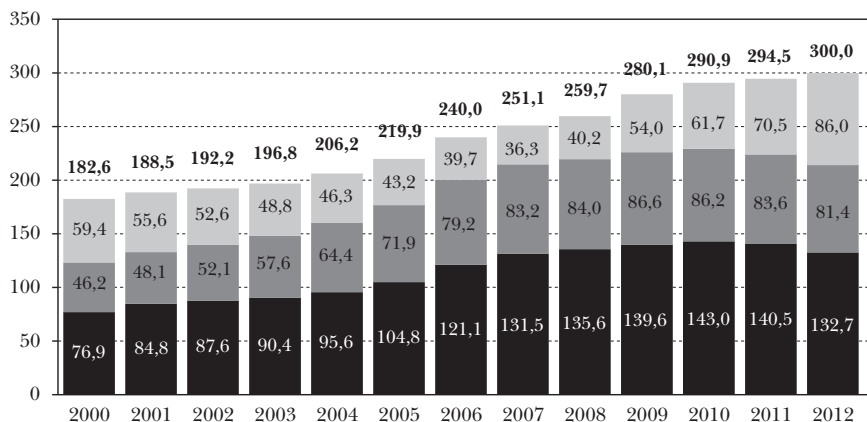
En el caso de España, el crecimiento del endeudamiento del sector no financiero ha sido más acelerado ya que, de situarse en el 2000 11 puntos porcentuales por debajo de la media de la

¹ La deuda con coste incluye la renta fija, los préstamos y las reservas técnicas de los fondos de pensiones.

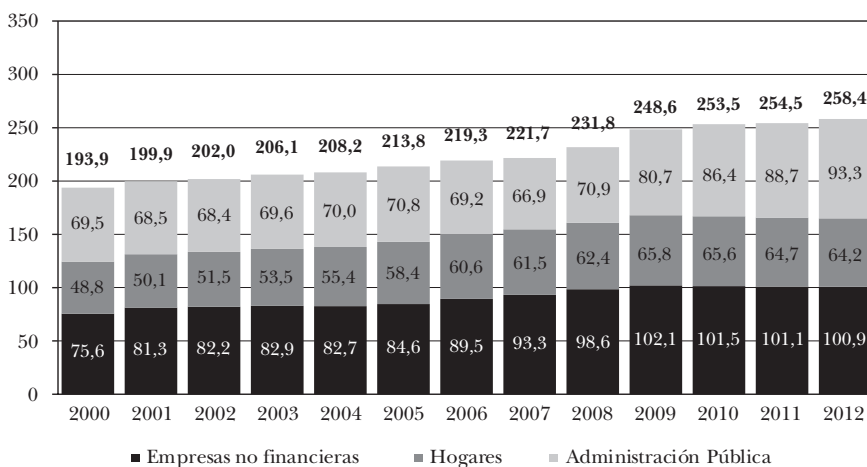
² Si bien es práctica generalizada utilizar la ratio deuda/PIB como indicador de endeudamiento en las comparaciones internacionales, hay que tener en cuenta la limitación que presenta en el caso concreto de la deuda de las sociedades no financieras. Parte de la deuda del pasivo de la empresa se utiliza para financiar la adquisición de activos en el exterior del país, en forma de participaciones en filiales u otras sociedades. Si bien la deuda está en el balance de la sociedad constituida en el país, los activos en los que está invertida la deuda en el exterior generan valor añadido también fuera del país, que no está por tanto incluido en el PIB (estaría incluido parcialmente a través de los ingresos financieros en concepto de intereses y dividendos percibidos). Por tanto, no hay una correspondencia perfecta entre la deuda de la empresa y el PIB generado en el país. En España este matiz puede ser importante teniendo en cuenta que, tras su entrada en el euro, una parte importante del crecimiento de la deuda de las empresas tiene su origen en la adquisición de activos en el exterior.

GRÁFICO 1.1: Evolución de la deuda con coste del sector no financiero por sectores. Eurozona y España, 2000-2012
(porcentaje del PIB)

a) España



b) Eurozona



Nota: El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre el año 2000 y 2005 por falta de información. La deuda incluye préstamos, renta fija y reservas técnicas de los fondos de pensiones.
Fuente: Eurostat (2013).

eurozona, en el 2012 ha pasado a situarse 42 puntos por encima. Así, del 2000 al 2012, la ratio deuda/PIB ha crecido un 64%, es decir, 117 puntos. Por agentes, es el sector privado no financiero el que explica la mayor parte del crecimiento en el endeuda-

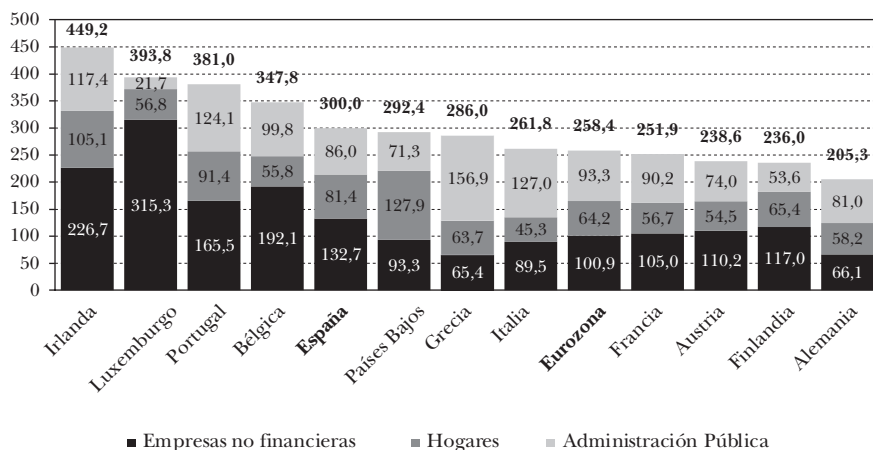
miento, tanto de empresas como de familias, ya que en ambos casos su deuda ha crecido por encima de 70 puntos, situándose en el 2012 en el 133% en el caso de las empresas y en el 81% en las familias. El aumento de la deuda pública ha sido menor como consecuencia de la caída que tuvo lugar hasta el 2007 fruto de los superávits públicos, si bien desde entonces el crecimiento se ha acelerado, habiéndose multiplicado por 2,6 la ratio deuda/PIB del 2007 al 2013. En este último año se ha alcanzado un máximo del 93,9%, valor que se sitúa por encima de la media europea. Tanto las familias españolas como, con más intensidad, las empresas, están más endeudadas que las europeas. También se observa en el gráfico que el proceso de despalancamiento ya se ha iniciado en el sector privado y con más intensidad en las empresas. Así, en el caso concreto de España, la ratio deuda privada/PIB ha caído en casi 10 puntos porcentuales del 2010 al 2012, concentrándose la mayor caída en 2012. De esa caída, las tres cuartas partes se deben al despalancamiento de las empresas.³

La información desagregada por países que ofrece el gráfico 1.2 con datos del 2012 muestra un amplio rango de variación en el nivel de endeudamiento de los países de la eurozona. Irlanda encabeza el *ranking* con una ratio deuda/PIB del 449%, que es más del doble de la del país menos endeudado, Alemania (205%). También destaca el elevado endeudamiento de Luxemburgo y Portugal, así como el reducido de Finlandia y Austria.

La composición del endeudamiento por agentes económicos también muestra importantes diferencias entre países. Junto con España, Portugal, Bélgica, Irlanda y, sobre todo, Luxemburgo tienen un sector empresarial muy endeudado. En el caso de las familias, destaca sobremanera el endeudamiento de los Países Bajos e Irlanda. Y, en el caso del sector público, los países intervenidos (Grecia, Irlanda y Portugal), junto con Italia, son los más endeudados, situándose en el extremo opuesto Luxemburgo con una ratio deuda pública/PIB de solo el 22%.

³ En el 2013, la deuda con coste de las empresas españolas ha seguido cayendo hasta situarse en el 130% del PIB. En el caso de las familias, en el 2013 se sitúa en el 77% del PIB.

GRÁFICO 1.2: Deuda con coste del sector no financiero de los países de la eurozona, 2012
(porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat (2013).

Centrando la atención en la deuda de las empresas no financieras, el cuadro 1.1 muestra el distinto grado de endeudamiento en los países de la eurozona en el 2000, el 2007, el 2009 y el 2012, así como las tasas anuales de crecimiento para los subperíodos 2000-2009 y 2009-2012. El motivo de utilizar 2009 como punto de corte es porque, tal y como se observa en el gráfico 1.2, la ratio deuda/PIB de la eurozona aumentó hasta 2009, iniciándose el desapalancamiento en dicho año.

En el subperíodo 2000-2009, las empresas españolas fueron las que aumentaron con mayor intensidad su endeudamiento, con una tasa de crecimiento anual del 6,8% que duplica la media europea. Junto con España, Irlanda y Grecia son los países en donde las empresas más incrementaron el endeudamiento. Por el contrario, desde 2009 las empresas españolas han reducido su endeudamiento a una tasa que supera la media europea. Obsérvese que en este subperíodo 2009-2012 algunos países han seguido aumentando su deuda empresarial, como es el caso de Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Irlanda y Portugal. Las empresas españolas, junto con las alemanas y griegas, son las que más han reducido su deuda.

CUADRO 1.1: Deuda con coste de las empresas no financieras. Eurozona, 2000, 2007, 2009 y 2012
(porcentaje del PIB y puntos porcentuales)

	2000	2007	2009	2012	2000-2009	2009-2012	Tasa de crecimiento	
							2000-2009	2009-2012
Alemania	68,3	68,9	71,2	66,1	3,0	-5,1	0,5%	-2,5%
Austria	78,2	98,1	102,2	110,2	24,0	8,0	3,0%	2,5%
Bélgica	130,1	157,5	178,3	192,1	48,2	13,8	3,6%	2,5%
España	76,9	131,5	139,6	132,7	62,6	-6,9	6,8%	-1,7%
Finlandia	96,1	97,2	115,1	117,0	19,0	1,9	2,0%	0,6%
Francia	81,5	94,2	102,6	105,0	21,1	2,4	2,6%	0,8%
Grecia	42,0	58,6	69,3	65,4	27,3	-3,9	5,7%	-1,9%
Irlanda*	107,1	120,1	187,4	226,7	80,3	39,3	6,4%	6,6%
Italia	64,5	85,4	90,9	89,5	26,4	-1,4	3,9%	-0,5%
Países Bajos	102,6	91,4	95,2	93,3	-7,3	-1,9	-0,8%	-0,7%
Portugal	112,6	135,3	156,5	165,5	43,8	9,1	3,7%	1,9%
Eurozona	75,6	93,3	102,1	100,9	26,6	-1,3	3,4%	-0,4%

* El dato en el año 2000 para Irlanda corresponde al del año 2001.

Fuente: Eurostat (2013).

De los países más grandes de la eurozona, es de destacar el reducido nivel de endeudamiento (con relación al PIB) de las empresas alemanas, con una ratio del 66% en el 2012, 35 puntos porcentuales por debajo de la media. Francia, por el contrario, presenta una ratio ligeramente por encima de esa media. Grecia es el país de la eurozona con una menor deuda empresarial como porcentaje del PIB, justo lo contrario de lo que ocurre con su deuda pública. En el 2012, la ratio deuda/PIB de las empresas españolas es 32 puntos porcentuales superior a la media de la eurozona, siendo las cuartas más endeudadas de la euroárea por detrás de Irlanda, Bélgica y Portugal.

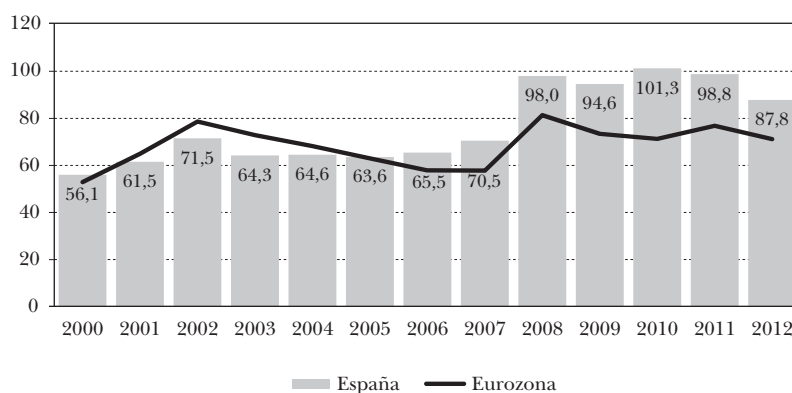
Si bien el proceso de desapalancamiento de las empresas españolas comienza en el 2009, en los tres años posteriores la ratio deuda/PIB ha caído 6,9 puntos porcentuales, por lo que existe un importante desendeudamiento pendiente para los próximos años.⁴ No obstante, en puntos porcentuales, el desapalancamiento de las empresas españolas es el más intenso de la eurozona, siendo superior al de las empresas griegas. Detrás del mayor desapalancamiento en España está la importante caída del crédito bancario en las empresas, cuyo *stock* ha caído en 217.000 millones (un 21%) desde el máximo en el 2008 hasta el 2012, y en 328.000 millones (un 32%) hasta el 2013.

Por lo que respecta a la ratio de endeudamiento (definida como el cociente entre la deuda con coste y los recursos propios que proporciona información sobre la estructura de capital de la empresa), aunque del 2000 al 2004 la de las empresas españolas se mantuvo por debajo de las de la eurozona en torno a un nivel del 65%, en los años posteriores se ha abierto una brecha que es más intensa desde el estallido de la crisis, hasta situarse la ratio de apalancamiento de España 30 puntos porcentuales por encima de la de eurozona en el 2010 para ir reduciéndose en los dos años posteriores. Es de destacar el estrechamiento de la brecha producido en el 2012 alcanzando 17 puntos porcentuales. En el 2010, la ratio de apalancamiento de las empresas españolas incluso supera el 100%, lo que puede deberse al hundimiento del valor de las ac-

⁴ En el 2013, la ratio deuda/PIB ha seguido cayendo hasta el 129% del PIB, por lo que, desde su valor máximo, la reducción es de 15 puntos porcentuales.

ciones en las empresas cotizadas (gráfico 1.3). El *ranking* de países de la eurozona en términos de la ratio de endeudamiento de sus empresas en el 2012 muestra el importante proceso de desapalancamiento de las empresas españolas ya que, de ocupar el cuarto lugar del *ranking* en el 2011 por detrás de Grecia, Italia e Irlanda, pasa a ser el séptimo país en el 2012 con una ratio del 87,8%. Junto con las empresas griegas e italianas, las irlandesas también presentan ratios por encima del 95%, niveles que duplican la ratio de endeudamiento de las empresas de Luxemburgo (gráfico 1.4). También es de destacar el reducido nivel de endeudamiento de las empresas francesas y belgas. Para la media de la eurozona, del 2008 al 2010 el endeudamiento se redujo, aunque volvió a aumentar en el 2011, y en el 2012 se retorna a la tendencia de reducción.

GRÁFICO 1.3: Ratio deuda con coste/recursos propios de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012
(porcentaje)



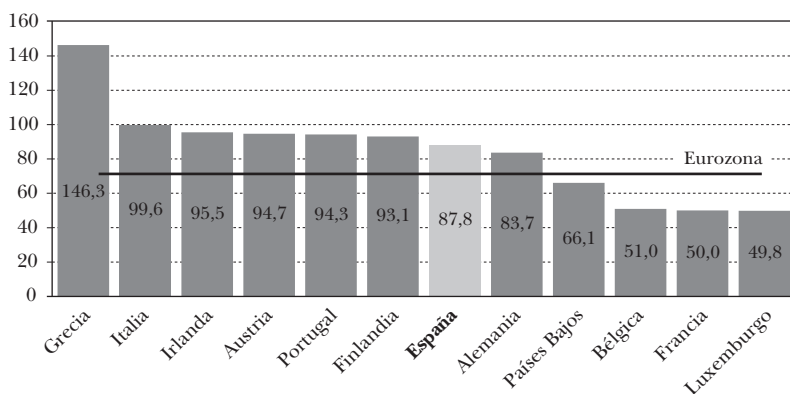
Nota: El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre los años 2000 y 2005 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

Dadas las limitaciones que presenta utilizar la ratio deuda con coste/recursos propios en época de volatilidad del precio de las acciones, es mejor utilizar la ratio deuda con coste/activo, es decir, el porcentaje del balance que la empresa financia con recursos ajenos. Además, también tiene interés analizar la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación ya que refleja la debilidad financiera teniendo en cuenta los recursos que se generan en el país

para devolverla. Igual que a nivel de país se utiliza la ratio deuda/PIB como indicador de endeudamiento y de sostenibilidad de la deuda, para las empresas no financieras el equivalente a esa ratio es deuda/excedente bruto de explotación, ya que el beneficio es lo que permite amortizar deuda.

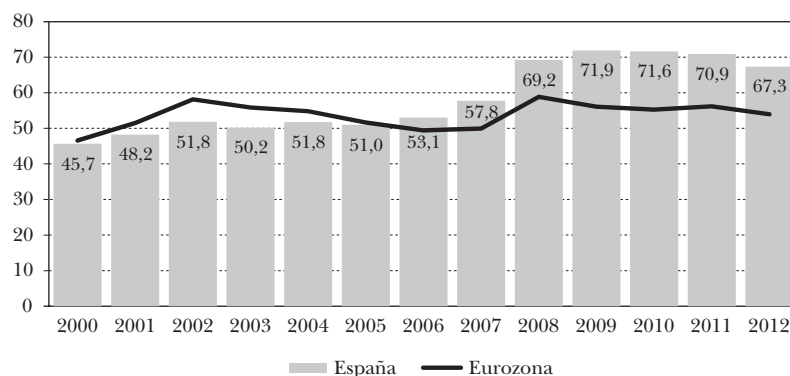
GRÁFICO 1.4: Ratio deuda con coste/recursos propios de los países europeos, 2012
(porcentaje)



Fuente: Eurostat (2013).

Con relación al total de activos financieros (gráfico 1.5), España se mantuvo por debajo de la media de la eurozona hasta el 2005, abriéndose a partir de entonces una brecha hasta situar la ratio de las empresas españolas 13 puntos porcentuales por encima de la media en el 2012. De las grandes economías europeas, la ratio deuda con coste/activos financieros de las empresas no financieras más elevada corresponde a Italia, con un valor del 91% en el 2012, frente al 54% de la eurozona (gráfico 1.6). En el extremo opuesto se sitúa Francia, con un porcentaje del 42%. Irlanda con 2,4 puntos porcentuales por encima y Alemania con 1,3 puntos por debajo son los dos países que rondan la media europea. Si nos fijamos en la evolución temporal, de las grandes economías de la eurozona, Italia y España son las que más han aumentado su endeudamiento, mientras que en Alemania y Francia la ratio ha sido más estable. Del 2008 al 2010, la ratio de endeudamiento disminuye en el agregado

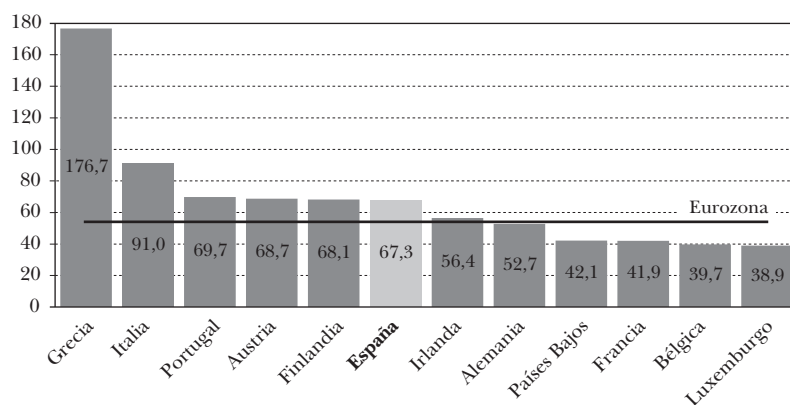
GRÁFICO 1.5: Evolución de la ratio deuda con coste/activos financieros de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012 (porcentaje)



Nota: El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre los años 2000 y 2005 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

GRÁFICO 1.6: Ranking por países de la ratio deuda con coste/activos financieros de las empresas no financieras, 2012 (porcentaje)

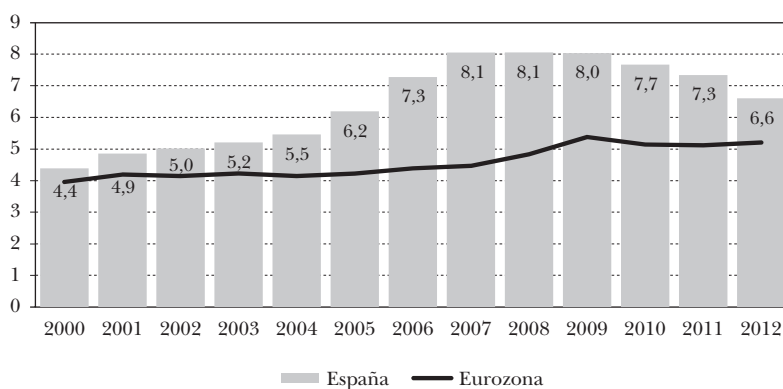


Fuente: Eurostat (2013).

de la eurozona, aumentando en el 2011 y volviendo a disminuir en el 2012. Obsérvese que las empresas griegas son, con diferencia, las más endeudadas de la eurozona, con una ratio que triplica la media.

La evolución de la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación del sector empresarial no financiero (gráfico 1.7) muestra que es el intenso crecimiento que ha tenido lugar en España desde inicios de los 2000 lo que explica el mayor nivel de endeudamiento de las empresas españolas en la actualidad. Hasta el 2007, la ratio ya había aumentado seis veces más en España (un 84% acumulado). En los años posteriores de crisis, la ratio siguió subiendo hasta alcanzar un valor máximo del 8,1 en España en el 2008, frente a 4,8 en la eurozona, disminuyendo hasta 6,6 en el 2012, frente a 5,2 de la media de la eurozona. Es de destacar que en los años de crisis se está cerrando la brecha entre España y la eurozona, a lo que contribuye sin duda el mayor desapalancamiento de las empresas españolas. En 2012, las empresas españolas presentan un nivel de endeudamiento por encima de las principales economías europeas, siendo las de Luxemburgo, Bélgica, Portugal e Irlanda las más endeudadas. Las empresas alemanas tienen una envidiable situación en términos de debilidad financiera, ya que la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación es de 3, algo menos de mitad de la ratio de las empresas españolas (gráfico 1.8).

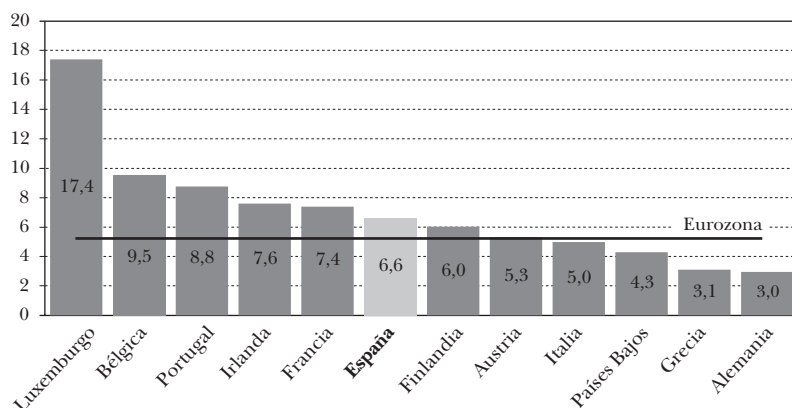
GRÁFICO 1.7: Evolución de la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012
(tanto por uno)



Nota: El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre los años 2000 y 2005 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

GRÁFICO 1.8: *Ranking por países de la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación de las empresas no financieras, 2012*
(tanto por uno)



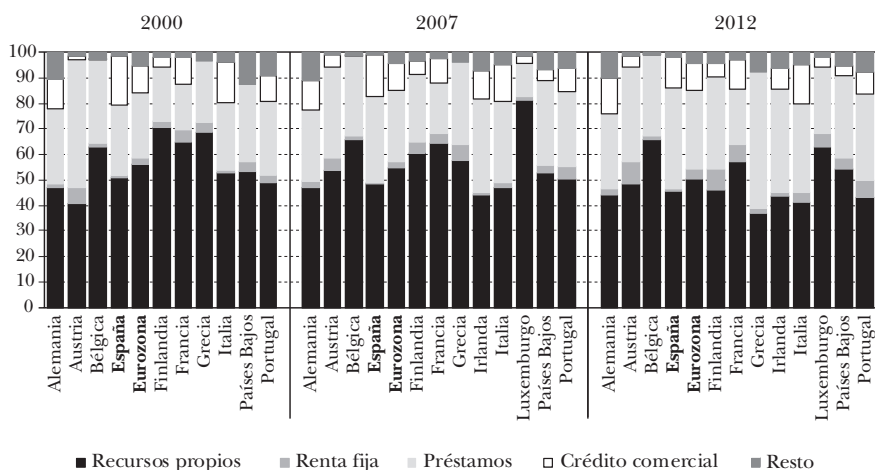
Fuente: Eurostat (2013).

1.2. Estructura financiera de las empresas

Con relación a las fuentes de financiación de las empresas europeas (v. gráfico 1.9), además de existir importantes diferencias entre países, la crisis ha impactado de distinto modo en la estructura financiera. Tomando como referencia la información más reciente disponible referida al 2012, los recursos propios aportan más del 50% de la financiación en Bélgica, Luxemburgo, Francia y los Países Bajos, situándose, además de Grecia (que presenta con diferencia la mayor ratio de deuda externa), Alemania, España, Italia, Irlanda y Portugal por debajo de la media europea.

Respecto a la variación temporal de la importancia relativa de las distintas fuentes de financiación de las empresas, los datos que ofrece el gráfico 1.9 muestran diferencias entre países. Así, de los 10 países de la eurozona representados en el año 2000, ha aumentado el endeudamiento en todos a excepción de Austria y Bélgica, destacando sobre todo el aumento en Grecia y Finlandia. De las principales economías de la eurozona, en España el peso de la financiación ajena en el total ha aumentado 5 puntos por-

GRÁFICO 1.9: Estructura porcentual de la financiación de las empresas europeas, 2000, 2007 y 2012
(porcentaje)



Nota: El dato de la eurozona no incluye a Irlanda y a Luxemburgo en el año 2000 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

centuales (del 49% al 54%), al igual que en Francia (del 35% al 43%) e Italia (del 47% al 59%). En Alemania el aumento ha sido menor: del 53% al 56%.

La estructura de la deuda también difiere por países. Como es ampliamente conocido, la principal vía de financiación ajena de las empresas no financieras es el crédito bancario, sobre todo en el caso de las pymes, ya que tienen severas restricciones al acceso a la financiación de los mercados. No obstante, como se analiza a continuación, la crisis ha impactado en la importancia relativa de las fuentes de financiación, habiendo caído la contribución de los recursos propios para el agregado de la eurozona, aunque hay importantes diferencias por países. No obstante, en el período previo de expansión, también los recursos propios perdieron peso.

Con datos del 2012, la vía de financiación ajena más importante es el préstamo, representando el 31% de la financiación total (propia y ajena) de las empresas europeas. El préstamo ha ganado peso desde el 2000 (en concreto, 5 puntos porcentuales en la eurozona) y en todos los países con la excepción de Austria

donde ha caído 13,5 puntos y en Alemania y Bélgica con caídas más suaves de 0,6 puntos y 1,3 puntos, respectivamente. El mayor aumento ha tenido lugar en Grecia, donde el peso del préstamo bancario en el total de la financiación empresarial ha pasado del 24% en el 2000 al 53% en el 2012. España es uno de los países en donde más ha crecido el peso del préstamo en el total de los pasivos financieros, en concreto del 27,3% al 39,6%.⁵

El elevado ritmo de crecimiento del préstamo (principalmente bancario) que tuvo lugar en la anterior etapa de expansión es lo que justifica el aumento de su importancia relativa como fuente de financiación de las empresas. En algunos países, en el período de crisis el préstamo ha perdido peso, como es el caso de Bélgica, Finlandia, Francia y los Países Bajos. En España, en cambio, ha seguido aumentando su peso en la financiación total del 2008 al 2011 (en concreto 1,4 puntos porcentuales), al igual que ha ocurrido en Italia. Si a este análisis añadimos el año 2012, el préstamo en España cae en 1 punto porcentual debido a la contracción de esta variable en el último año.

El crédito comercial es la segunda fuente de financiación ajena más importante de las empresas europeas, representando en el 2012 el 10,4% de la financiación total. En España, el peso relativo es mayor (12,3%), solo por detrás de las empresas italianas (15,5%) y alemanas (14%). No obstante, a pesar de la mayor importancia en España, su peso ha caído desde el 2000, pasando del 19,5% en el 2000 al 12,3% en el 2012, siendo España el país en donde más se ha reducido.⁶

Finalmente, la financiación mediante la emisión de títulos de renta fija representa el 4,1% del total en el 2012 en las empre-

⁵ Eurostat no permite desglosar el préstamo total entre bancario y no bancario. Pero el informe de estabilidad financiera de diciembre de 2012 del BCE (2012) contiene un análisis donde muestra que del subperíodo 2000-2T2008 al 3T2008-2012 el peso del préstamo total ha aumentado en la estructura financiera, y es resultado de un aumento del préstamo no bancario (interempresarial) y de una caída del bancario. Para la media de la eurozona, el préstamo total también aumenta, tanto el bancario como el no bancario. De igual forma, los recursos propios disminuyen del 52% al 48% entre ambos subperíodos en la eurozona, rasgo que comparten las empresas españolas.

⁶ Según las cuentas financieras del Banco de España, en el 2013 el crédito comercial ha vuelto a caer hasta representar el 10,5% de los pasivos financieros de las empresas.

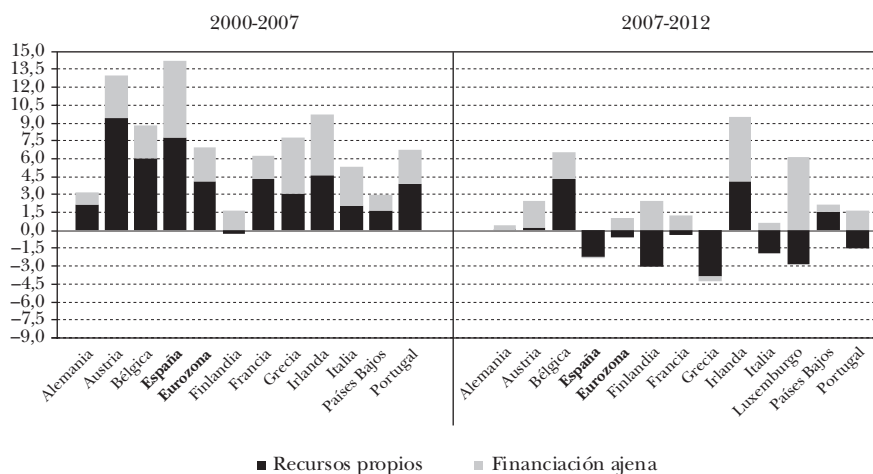
sas de la eurozona, habiendo aumentado su peso en 1,5 puntos porcentuales desde el 2000. España es con diferencia el país en donde menor es la importancia relativa de la emisión de deuda como mecanismo de financiación de las empresas, con un peso que ni siquiera llega al 1%. En Francia, Finlandia, Austria y Portugal la renta fija es una fuente importante de financiación de sus empresas, con un peso en el total que casi dobla la media europea.

Los cambios que se han producido en la estructura financiera de las empresas antes y después de la crisis se vislumbran con claridad en el gráfico 1.10 en donde se representa la contribución de los recursos propios y ajenos a la variación de la financiación ajena. Para el agregado de la eurozona, la financiación total creció en el período de expansión a una tasa anual cercana al 7%, registrándose en el período de crisis una tasa ligeramente positiva (0,5%) que se explica por la caída de la contribución de los recursos propios y la ralentización de la financiación ajena. Además, la financiación ajena explica el 41% del aumento de la financiación total del 2000-2007, mientras que en el período 2007-2012 su contribución disminuye en un 61%. España es el país de la eurozona en el que más creció la financiación total en el período de expansión, a un ritmo del 14,2% al año que más que duplica la media europea. En el resto de grandes economías europeas, el crecimiento fue más moderado, sobre todo en Alemania (3,2% al año). En España el aumento de la financiación ajena explica cerca del 45,3% de la variación de la financiación total.

En el período de crisis, la financiación total ha caído en España, Grecia, Italia y Finlandia, lo que contrasta por completo con el aumento que tiene lugar en los países de la Europa central. En España, la caída en el total de recursos financieros de las empresas se debe sobre todo a la caída de los recursos propios,⁷ que se han reducido a una tasa anual del 2,2%, rasgo que comparte con los demás países salvo Bélgica, Irlanda, Países Bajos y, en menor medida, Alemania y Austria.

⁷ No obstante, desde el 2010 al 2013, las sociedades no financieras españolas han incrementado sus recursos propios un 18%, que contrasta con la caída del 16% de los recursos ajenos.

GRÁFICO 1.10: Contribución al crecimiento de la financiación total de las empresas europeas, 2000-2007 y 2007-2012
(porcentaje)

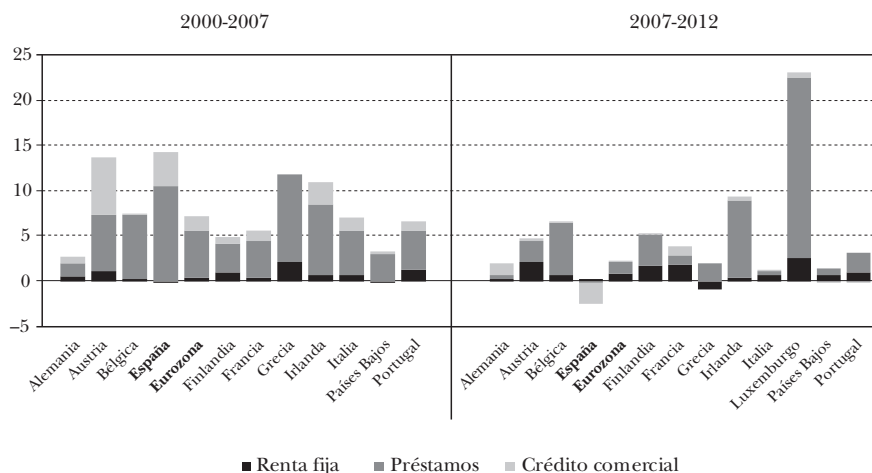


Nota: En el 2000, Irlanda presenta dato del 2001. El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre el 2000 y el 2006 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

Si centramos la atención en los cambios que se han producido en las fuentes de financiación ajena con motivo de la crisis, el gráfico 1.11 muestra la sustitución entre los distintos instrumentos financieros. Así, de explicar el préstamo las tres cuartas partes del aumento de la financiación ajena de la eurozona en la etapa de expansión, en la posterior etapa de crisis explica un 60%. En algunos países, el préstamo bancario llegó a explicar casi el 100% del aumento de la financiación ajena, situándose por debajo del 50% solo en Austria. En España, la expansión del préstamo bancario a las empresas (que creció a una tasa anual del 10,5%) explica el 74% del aumento de la financiación ajena, siendo también elevado el aumento del crédito comercial. En cambio, en el período de crisis, la ralentización del préstamo en la eurozona explica que aumente hasta el 34,5% el peso relativo de la emisión de deuda a la hora de explicar la variación de la financiación ajena. España es el país en el que más cae el préstamo a las empresas, si bien es mucha más elevada la caída del crédito comercial.

GRÁFICO 1.11: Sustitución entre las fuentes de financiación ajena (renta fija, préstamos y crédito comercial). Contribución al crecimiento total. Precrisis y crisis, 2000-2007 y 2007-2012
(porcentaje)



Nota: En el 2000, Irlanda presenta dato del 2001. En los Países Bajos que no presentan dato de crédito comercial en el año 2001, se toma el valor del 2001 para esa variable. El dato de la eurozona no incluye a Irlanda en el año 2000 ni a Luxemburgo entre el 2000 y el 2006 por ausencia de información de la fuente original.

Fuente: Eurostat (2013).

1.3. La importancia de la financiación bancaria

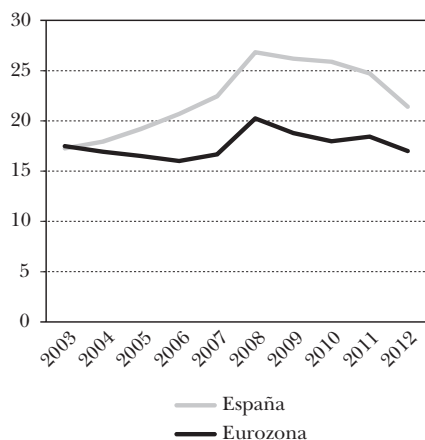
Uno de los temas que ha despertado más interés y preocupación es la abrupta contracción del crédito bancario que se ha producido en algunos países vulnerables tras el impacto de la crisis y que responde tanto a factores de demanda como de oferta. En esta etapa de restricción en el acceso al crédito bancario, las empresas han tenido que sustituir esta forma de financiación, ya sea con otras vías externas o recurriendo a la autofinanciación.

Las cuentas financieras utilizadas no ofrecen información de la deuda bancaria, por lo que hemos recurrido a los datos que proporciona el BCE sobre préstamos a las corporaciones no financieras. Este es un aspecto de suma importancia sobre todo para las pymes que, por su tamaño, son mucho más dependientes de la financiación bancaria.

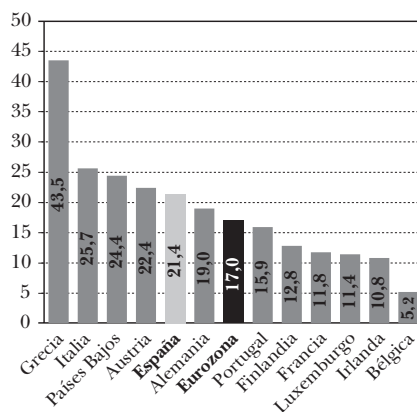
Con relación al total de los pasivos financieros de las empresas, el préstamo bancario ha pasado de representar el 18% en la eurozona en el 2003 al 20,2% en el 2008 (gráfico 1.12). Sin embargo, en el período de crisis posterior, el porcentaje se ha reducido hasta un 17% en el 2012, aproximándose a los niveles de partida. En el caso de las empresas españolas, parten en el 2003 de un peso en el pasivo similar al promedio europeo, aunque el intenso ritmo de crecimiento en el período de expansión sitúa el porcentaje en el 2008 6,6 puntos porcentuales por encima de la media de la eurozona, alcanzándose la máxima distancia de 8 puntos en el 2010. Con datos del 2012, las empresas españolas son, tras las griegas, italianas, holandesas y austriacas, las quintas más dependientes de la financiación bancaria, situándose en el extremo opuesto Bélgica con un porcentaje de solo el 5,2%. Alemania se sitúa ligeramente por encima de la media y Francia por debajo.

GRÁFICO 1.12: Crédito de las instituciones financieras monetarias a las empresas no financieras respecto al total del pasivo de las empresas, 2003-2012 (porcentaje)

a) España y eurozona



b) Ranking 2012



Nota: El dato de la eurozona no incluye a Luxemburgo entre los años 2003 y 2005 por ausencia de información de la fuente original del pasivo de las empresas no financieras.

Fuente: BCE (2013a) y Eurostat (2013).

La elevada dependencia de la financiación bancaria de las empresas de algunos países ha supuesto un serio problema en un escenario de *credit crunch*. Así, si analizamos la evolución del peso de los préstamos bancarios en el pasivo total en los subperíodos de expansión y crisis, en el período más reciente la dependencia bancaria ha aumentado de forma muy intensa en países como Grecia y España, donde la ratio ha aumentado un 67% y 28%, respectivamente. En cambio, en países como Alemania, Francia y Países Bajos, la ratio ha caído. No obstante, si tomamos como referencia la variación del 2008 (máximo de la ratio) al 2012, en todos los países, con la única excepción de Grecia, Italia y Finlandia, cae la ratio, destacando sobremanera Irlanda con una caída del 61%.

1.4. El coste de la financiación y la carga de la deuda

Un factor determinante de la rentabilidad de las empresas es el coste que tienen que asumir del endeudamiento y que, en épocas en las que se endurecen las condiciones de la financiación, puede ser determinante para asegurar la viabilidad de la empresa.

Utilizando la información que suministra BACH para el sector de las sociedades no financieras, es posible calcular el coste medio de la financiación y la carga de la deuda hasta el 2011. El coste medio de la deuda se calcula como cociente entre los gastos asociados a la deuda (intereses más otros gastos) y la deuda con coste. A ese tipo de interés medio de la financiación se resta la tasa de crecimiento del deflactor del PIB para aproximar el coste real.⁸ También tiene interés calcular la ratio intereses de la deuda/deuda con coste, ya que existen importantes diferencias entre países en el peso relativo de los intereses y el resto de costes financieros de la deuda. Por su parte, la carga de la deuda se define como el cociente entre los gastos financieros y el margen bruto de explotación. También se calcula la ratio gastos financie-

⁸ En rigor, el coste real debería calcularse utilizando la tasa de variación del precio de los activos y no la del *output*. Se utiliza esta última por problemas de disponibilidad de información a nivel internacional del precio de los activos.

ros/EBIT⁹ (ganancias antes de intereses e impuestos). Dado que EBIT excluye amortizaciones e incluye ingresos financieros,¹⁰ nos da una idea del margen final del que dispone una empresa para hacer frente a sus gastos financieros y a devolver el principal de la deuda. En el caso de la capacidad de devolución de la deuda (que es otro indicador de vulnerabilidad), se calcula la ratio deuda con coste/margen bruto de explotación y deuda con coste/EBIT, siendo este último un indicador más estricto de endeudamiento.

La etapa de estabilidad financiera y laxitud de la política monetaria que tiene lugar desde el nacimiento del euro y hasta el estallido de la crisis explica la caída en el coste real medio de la deuda que se traduce en una reducción del coste de uso del capital (suma del coste financiero real y la depreciación, y deducida la variación del precio del activo). Esta caída en el tipo de interés medio de la deuda es un claro incentivo al endeudamiento.

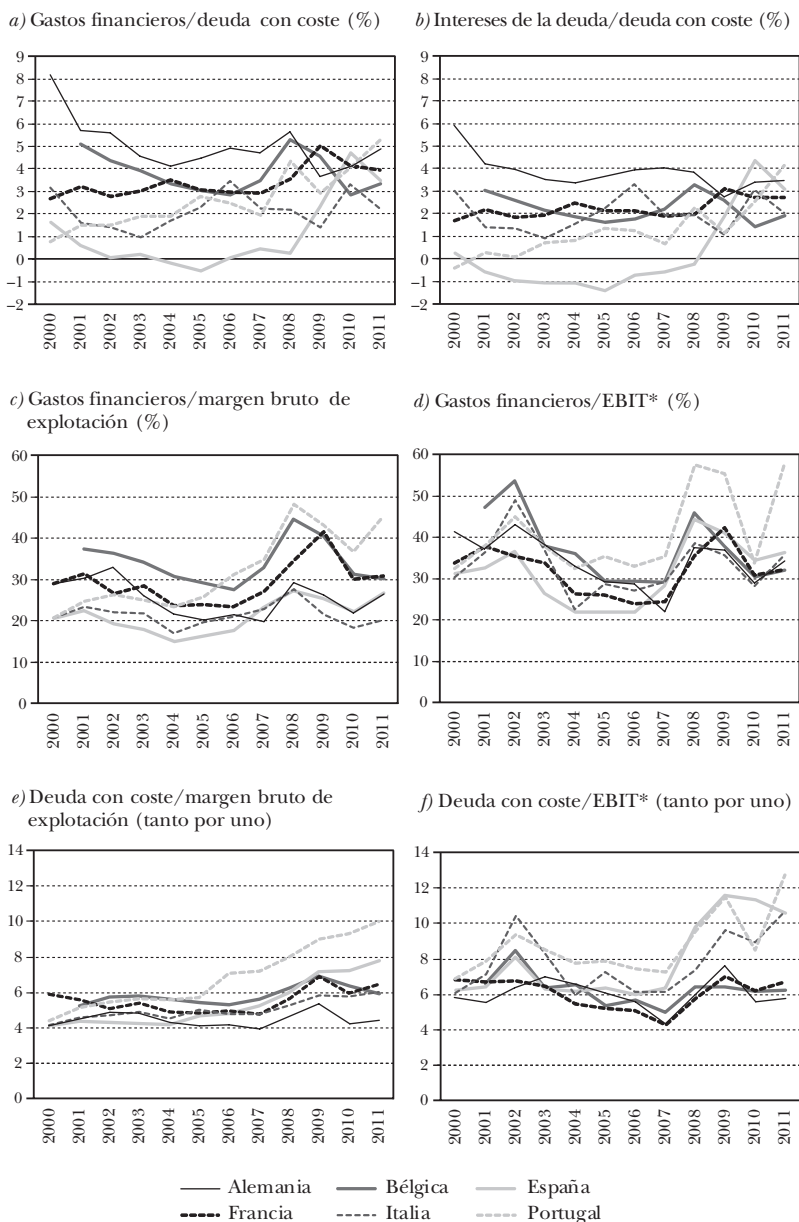
Como muestra el gráfico 1.13, el coste medio real de la deuda de las empresas españolas experimentó una caída del 2000 al 2005, llegando a ser negativo en el 2004 y el 2005. En el 2009, tras las tensiones financieras internacionales, el coste experimentó una intensa subida, aumentando en algo más de 2 puntos porcentuales al año en el 2009 y el 2010, si bien en el 2011 cayó en 1,2 puntos. En promedio, del subperíodo de expansión al de crisis el coste medio de la deuda aumentó 240 puntos básicos, siendo España el país en el que más creció, incluso por encima de los 218 puntos básicos que creció en Portugal.

La comparativa internacional con el resto de países considerados muestra que España se benefició de los menores costes reales de la deuda en la etapa de expansión, con tipos mucho más reducidos. Así, por ejemplo, del 2000 al 2007, el coste medio real de la deuda en España fue solo del 0,28%, frente a valores del 5,28% en Alemania, 3,03% en Francia o 2,1% en Italia. En la posterior

⁹ *Earnings before interest and taxes.*

¹⁰ Aunque la definición de EBIT no considera ni gastos ni ingresos financieros, nuestro cálculo sí suma los ingresos financieros por analogía al tratamiento que se hace en el capítulo 3. Utilizamos el EBIT y no el EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations*), ya que nos interesa la viabilidad de una empresa a largo plazo, plazo en el que debe hacer frente a sus amortizaciones. Si el análisis se centrara en el corto plazo, tendría interés utilizar el EBIT, ya que la empresa podría dejar de reponer activos y utilizar los fondos generados para pagar la deuda.

GRÁFICO 1.13: Coste medio real y carga de la deuda de las empresas no financieras, 2000-2011



*El EBIT incluye los ingresos financieros y no considera los gastos financieros.

Fuente: BACH (2013).

etapa de crisis, el intenso crecimiento en el coste de la financiación en España redujo las diferencias con el resto de países europeos, aunque las empresas españolas siguen soportando costes inferiores con la excepción de Italia. Los datos del 2011 sitúan el coste medio de la deuda de las empresas españolas 137 puntos básicos por debajo de las alemanas, 147 por debajo de las portuguesas y 46 puntos básicos por debajo de las francesas pero por encima de Italia y Bélgica. Es importante no olvidar que estamos hablando del coste medio real de la deuda cuyo valor depende de los gastos financieros del *stock* vivo de deuda y no del coste de las nuevas operaciones.

Como se analiza a continuación, en algunos casos existen diferencias importantes en la magnitud de los intereses de la deuda y el total de gastos financieros. El panel *b* del gráfico 1.13 representa la ratio intereses de la deuda/deuda con coste (en términos reales), siendo por tanto una aproximación del tipo de interés medio de la deuda. En España, tomando como referencia el último dato disponible, la diferencia con respecto al coste total de la deuda es reducida (41 puntos básicos), pero en otros países es muy superior: 139 puntos básicos en Alemania, 142 en Bélgica, 123 en Francia y 110 en Portugal. Solo en Italia (16 puntos básicos) la diferencia es menor que en España. Esto hace que la imagen de la sostenibilidad y vulnerabilidad de las empresas sea sensible al indicador de coste de la deuda utilizado, siendo más realista el gasto financiero total.

Como porcentaje del margen bruto empresarial (indicador de la carga de la deuda), la evolución temporal es similar, si bien el *ranking* por países cambia por completo. En 2011, son las empresas italianas las que soportan una menor carga de la deuda, ya que destinan el 20% del margen bruto al pago de interés y otros gastos financieros. En Portugal la carga es más del doble (45%), soportando las empresas españolas una carga de la deuda similar a las empresas alemanas (un 26%). En el caso español, la caída que tuvo lugar del 2008 al 2010 se ha interrumpido en este último año, aumentando 3,4 porcentuales en el 2011.

Dado que el margen bruto de explotación no tiene en cuenta los posibles ingresos financieros que una empresa pueda percibir ni las amortizaciones que debe realizar, es más adecuado utilizar

como indicador de carga de la deuda los gastos financieros como porcentaje de la suma del EBIT y de los ingresos financieros. Como muestra el panel *d* del gráfico 1.13, en el 2011 las empresas belgas y francesas son las que tienen que destinar una menor parte de su margen a sufragar el coste de la deuda, ya que los gastos financieros representan el 32% del EBIT y los ingresos financieros. Frente a ese porcentaje, en Portugal las empresas dedican el 58% de los ingresos a hacer frente a la carga de la deuda, situándose a continuación España con un 36,3%, porcentaje superior al de las empresas alemanas (34,3%). En España fue en el 2008 cuando más porcentaje del EBIT tenían que destinar sus empresas a hacer frente al pago de la deuda: un 44%. Desde entonces, el porcentaje ha caído en 8 puntos porcentuales. En cambio, del 2004 al 2006, en período de bonanza económica, el porcentaje fue del 22%.

La capacidad de devolver la deuda con la renta (margen bruto de explotación) generada muestra en general una evolución creciente en los seis países considerados que se atribuye sobre todo al aumento en los años de crisis. Si bien los países partían en el 2000 de niveles similares (con la excepción de Francia que tenía una ratio deuda/renta más elevada), al final del período analizado existe un amplio rango de variación, con una ratio en Portugal que más que duplica la de Alemania. Las empresas españolas, tras Portugal, son las que presentan una menor capacidad de devolver la deuda con la renta generada, ya que el valor de la ratio es 7,8 en el 2011. España es, tras Portugal, el país en el que más ha crecido la ratio. Por tanto, el problema de las empresas españolas no es el coste medio de la deuda que soportan, sino la carga que representa y la menor capacidad de devolverla teniendo en cuenta su baja rentabilidad.

Un rasgo destacable y que afecta a la sostenibilidad de la deuda es que las empresas no financieras han reducido su grado de vulnerabilidad respecto a la situación de máxima tensión en el 2008, aunque puntualmente en el 2011 se ha producido un repunte en casi todos los países tanto en términos de la carga de la deuda como la capacidad de devolución. En España, en el 2011 la debilidad de la cuenta de resultados de las empresas como consecuencia de la crisis ha provocado un aumento de la carga financiera de la

deuda acercándose de nuevo al máximo del 2008, alcanzándose la mayor ratio deuda/resultados.

Con relación al total de ingresos ya netos de amortizaciones (EBIT + ingresos financieros), la carga de la deuda que representa el panel *f* del gráfico 1.13 indica que son las empresas alemanas y belgas las que están en mejor situación en el 2011, dado que la ratio deuda con coste/ingresos netos es de 5,7 en Alemania y 6,3 en Bélgica. Por el contrario, en Portugal, con la situación existente en el 2011, serían necesarios casi trece años de actividad para amortizar la deuda. En España e Italia la ratio es de 10,6 y 10,7, respectivamente. La situación de las empresas francesas (6,7) se aproxima más a las menores ratios de endeudamiento de Alemania o Bélgica que a los mayores de España, Italia y Portugal.

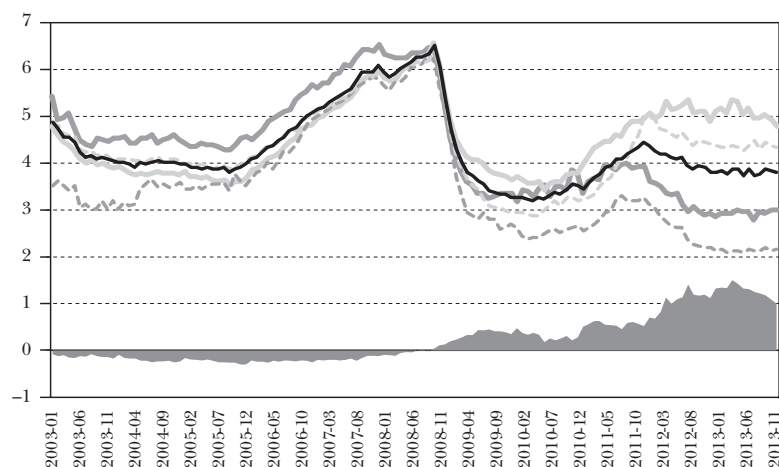
El endurecimiento en el acceso a las condiciones de la financiación de las empresas se puede analizar utilizando los datos que ofrece el BCE desde el 2003 sobre el tipo de interés del préstamo bancario a las empresas no financieras en las nuevas operaciones. La información distingue entre préstamos de más y menos de un millón de euros, de forma que es una buena aproximación al coste de la nueva financiación de las grandes *vs.* pequeñas empresas, ya que los préstamos de menos de un millón de euros son los característicos de las pymes.

En los préstamos de menos de un millón de euros, el gráfico 1.14 muestra con claridad el proceso de convergencia en tipos de interés que tuvo lugar hasta mediados del 2008 en la eurozona. En ese momento, las diferencias entre los principales países no superaban los 40 puntos básicos, siendo el tipo en España prácticamente similar a la media de la eurozona. Pero, con el estallido de la quiebra de Lehman Brothers, el anterior proceso de convergencia ha dado paso a un período de creciente divergencia que se va acentuando con el paso del tiempo. Así, en el caso de España, las pymes soportan un tipo de interés que ha llegado a superar los 150 puntos básicos la media europea en el 2013, manteniéndose en niveles en torno a 130 puntos básicos a mediados de ese año y bajando hasta los 100 puntos básicos a finales del 2013.

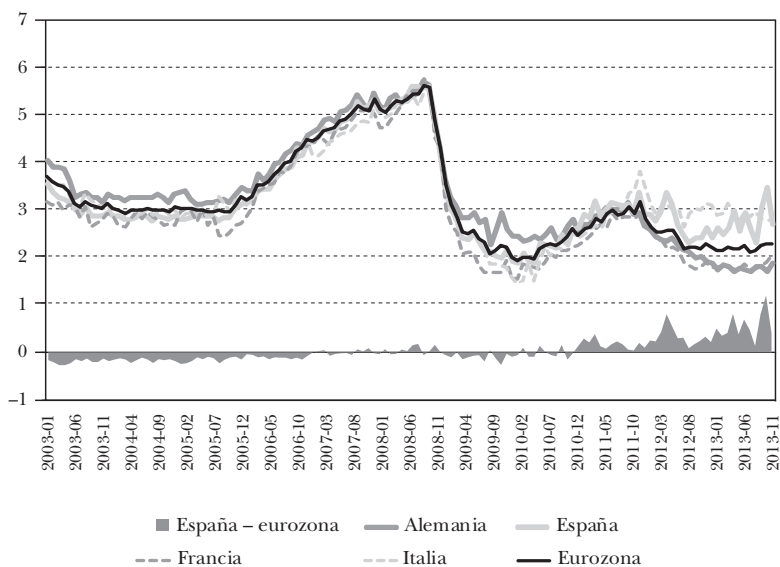
La brecha que se ha abierto con la fragmentación del mercado financiero europeo es aún mayor si comparamos el tipo de interés que soportan las pymes españolas con los países que han sufrido

GRÁFICO 1.14: Tipos de interés de operaciones nuevas a las sociedades no financieras, 2003-2013

a) Préstamos hasta 1 millón de euros



b) Préstamos por encima de 1 millón de euros



Fuente: BCE (2013b).

con mucha menor intensidad la crisis de la deuda soberana. Así, por ejemplo, con respecto a Alemania, las empresas españolas soportaban un tipo de interés de un préstamo bancario de menos de un millón de euros en torno a 225 puntos básicos superior en la primera mitad del 2013, lo que supone que un proyecto de inversión pueda ser rentable en Alemania pero no en España como consecuencia del sobre coste financiero que se ha de soportar. A diciembre del 2013, esta diferencia se ha reducido hasta los 178 puntos básicos, aunque sigue siendo un claro sobre coste.

En el caso de los préstamos de más de un millón de euros, también tras la quiebra de Lehman Brothers se ha fragmentado el mercado europeo, aunque tanto los niveles de los tipos de interés como las diferencias entre países son menores en comparación con los préstamos de menor importe. En el caso de las empresas españolas, de pagar tipos por debajo o en torno a la media europea hasta finales del 2010, se ha pasado a una situación completamente distinta en la que el sobre coste es de 62 puntos básicos en promedio en la segunda mitad del 2013, aunque se ha reducido a 40 puntos básicos en diciembre del 2013. No obstante, con respecto a las empresas alemanas, la diferencia es de 83 puntos básicos a finales del 2013.

1.5. Las condiciones en el acceso a la financiación: la opinión de las empresas

Desde que estallara la crisis, se ha producido una drástica caída en la tasa de crecimiento del crédito bancario, siendo negativa desde hace tiempo en diversos países europeos. Detrás de esa caída hay tanto factores de demanda como de oferta. Obviamente, en un contexto macroeconómico complicado, es difícil encontrar proyectos de inversión rentables, lo que afecta a la demanda solvente de financiación. Pero por el lado de la oferta, como se analiza con profundidad en este epígrafe, las dificultades que los bancos tienen en el acceso a la financiación de los mercados mayoristas, el aumento en las tasas de morosidad y los mayores requerimientos de capital afectan a la predisposición de los bancos a dar financiación, lo que implica que las empresas tienen más restricciones

(tanto en precio como en cantidad) en el acceso a la financiación bancaria.¹¹

Para analizar la importancia de los factores de oferta, en el capítulo vamos a explotar la riqueza de información que ofrece el BCE en la encuesta *Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area* (SAFE)¹². Es una encuesta que viene realizando el BCE semestralmente desde el 2009, de forma que en estos momentos disponemos de nueve oleadas de la encuesta, la primera referida al segundo semestre del 2009 y la última en abril-septiembre del 2013. La encuesta ofrece información desagregada por países y por tamaños. En el primer caso, además de ofrecer datos referidos al área del euro, la encuesta contiene información separada para Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. En el segundo caso, disponemos de información para grandes empresas y pymes, distinguiendo en este último caso entre micro, pequeñas y medianas empresas.

El cuestionario contenía un total de 12 preguntas que se han ampliado a 24 en la última entrega, todas ellas relacionadas con las condiciones en el acceso a la financiación. Cada una de las oleadas de la encuesta está referida a la situación de los seis meses anteriores a su realización, si bien también se analizan las expectativas de las empresas durante los seis meses siguientes a la fecha de la encuesta. La última de las encuestas disponible en el momento de elaborar esta monografía fue realizada entre el 28 de agosto y el 4 de octubre del 2013 y está referida a la situación existente entre abril y septiembre del 2013. La muestra estuvo formada por 8.305 empresas, de las que las españolas, alemanas, francesas e italianas representaban, cada una, el 12% del total; Austria, Bélgica, Finlandia, Grecia, Irlanda, Países Bajos y Portugal con 500 encuestas por país aportan el 6% cada uno de ellos; el resto está formado por Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Luxemburgo y Malta, países que son recogidos en la muestra cada dos años. Por tamaño de empresa, las grandes (250 o más trabajadores)

¹¹ Véase en Ayuso (2013) una descripción de los factores explicativos de la evolución del crédito.

¹² Encuesta sobre el Acceso a la Financiación de las Pymes en la Eurozona.

representan el 8% del total, las medianas (entre 50 y 249 trabajadores) el 25%, las pequeñas (entre 10 y 49 trabajadores) el 34% y las microempresas (entre 1 y 9 trabajadores) el 33% restante. Por sectores de actividad, los servicios concentran el 35% de las empresas de la muestra, seguido en importancia de la industria (28%), el comercio (7%) y la construcción (10%). Según la propiedad, predominan las empresas familiares o de emprendedores (55%) y los autónomos (25%).

1.5.1. El problema de acceso a la financiación externa

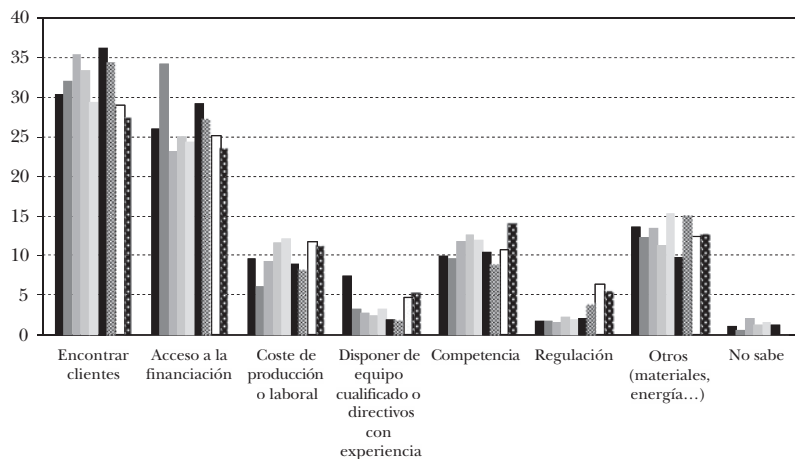
La primera pregunta de la encuesta que arroja luz sobre la importancia de las restricciones en el acceso a la financiación externa (en general) es la que pregunta cuál es el problema más importante al que se enfrenta la empresa, siendo uno de los motivos el acceso a la financiación frente a otros seis posibles motivos (encontrar clientes, coste de producción, disponibilidad de personal cualificado o directivos con experiencia, la competencia, la regulación y otros). Como refleja el gráfico 1.15,¹³ el acceso a la financiación es el segundo de los problemas más importantes, solo por detrás de encontrar clientes. En concreto, la última información disponible muestra que el 16% de las pymes de la eurozona señalan la financiación como el principal problema, frente al 24% correspondiente al problema de encontrar clientes. Desde que se dispone de la encuesta, el acceso a la financiación siempre ha sido el segundo problema más importante, llegando a un máximo del 19% de pymes que señalan a este como el principal problema a finales del 2009.

Frente a estos porcentajes, las pymes españolas sufren en mayor medida los problemas en el acceso a la financiación externa ya que, frente a ese porcentaje máximo del 19,4% al que llegó en las pymes europeas, en las mismas fechas en las españolas alcanzó el 34%, 15 puntos porcentuales por encima de la eurozona. En la última de las encuestas, el 23,4% de las pymes españolas identifica a este como el principal problema, 7 puntos porcentuales por

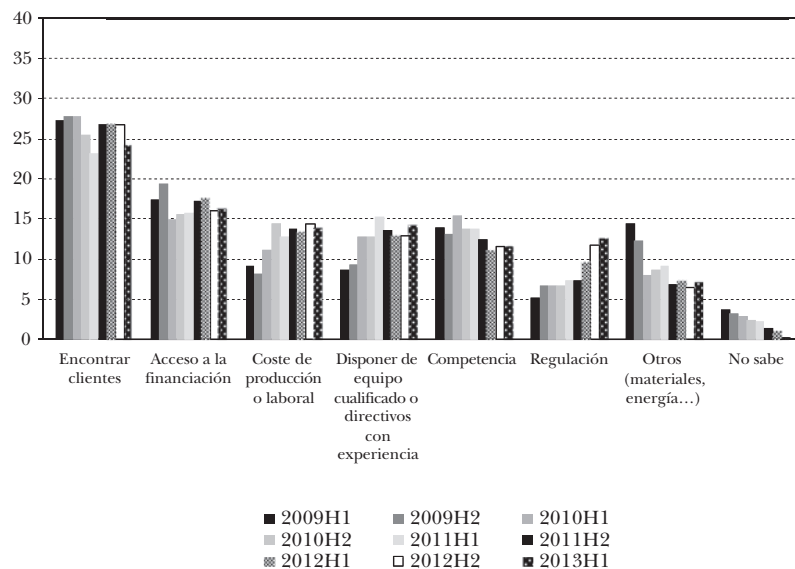
¹³ Los períodos considerados en todos los gráficos son 2009H1: enero-junio. 2009; 2009H2: julio-diciembre 2009; 2010H1: marzo-septiembre 2010; 2010H2: septiembre 2010-marzo 2011; 2011H1: abril-septiembre 2011; 2011H2: octubre 2011-marzo 2012; 2012H1: abril-septiembre 2012; 2012H2: octubre 2012-marzo 2013; y 2013H1: abril-septiembre 2013.

GRÁFICO 1.15: Problemas más importantes a los que se enfrentan las pymes. Eurozona y España, 2009-2013
(porcentaje de respuestas)

a) España



b) Eurozona



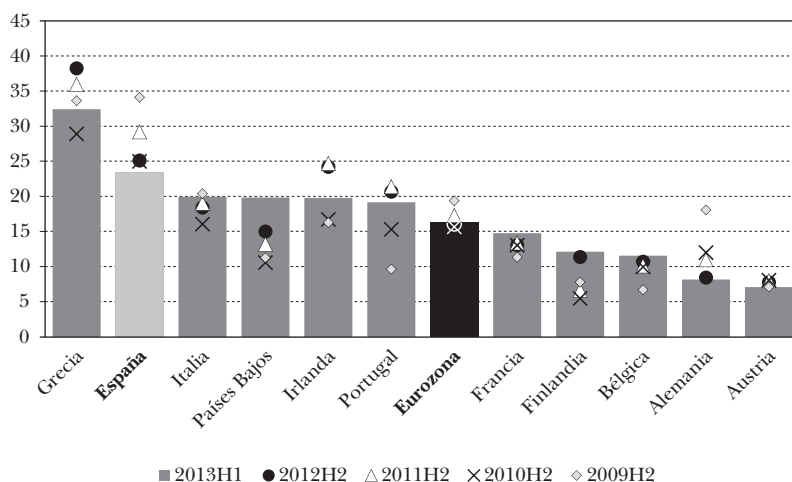
Nota: 2009H1: ene.-jun. 2009; 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H1: mar.-sep. 2010; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H1: abr.-sep. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H1: abr.-sep. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

encima de la media europea. En consecuencia, la situación ha mejorado aunque sigue siendo peor en España.

El gráfico 1.16 muestra, para distintos años, el *ranking* de mayor a menor del porcentaje de pymes que identifican el acceso a la financiación como su principal problema. El rango de variación es muy grande, ya que en la última encuesta varía de un porcentaje máximo del 32% en Grecia a uno mínimo del 7% en Austria. España es el segundo país de la eurozona, solo por detrás de Grecia, que soporta los mayores problemas en el acceso a la financiación externa, con un porcentaje de respuesta del 23,4%. Es llamativa la posición de los primeros lugares del *ranking*, ya que coincide con los países que han sufrido en mayor medida el impacto de la crisis de la deuda soberana: Grecia, España, Irlanda, Portugal e Italia pero también los Países Bajos. Por el contrario, en el extremo opuesto se encuentran las pymes de Austria, Alemania, Bélgica y Finlandia.

GRÁFICO 1.16: Porcentaje de pymes que consideran el acceso a la financiación como el principal problema, 2009-2013



Nota: 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

1.5.2. Éxito o fracaso en la petición de financiación

Otra de las preguntas del cuestionario del BCE que aporta información relevante sobre las restricciones que sufren las empresas a la hora de acceder a la financiación externa es la referida al resultado de la petición de financiación dado que, si un porcentaje elevado de empresas responde que su petición ha sido rechazada, concedida pero solo en parte o que, si bien se ha concedido, se ha declinado la concesión por excesivo coste, será un indicador del grado de restricción financiera.

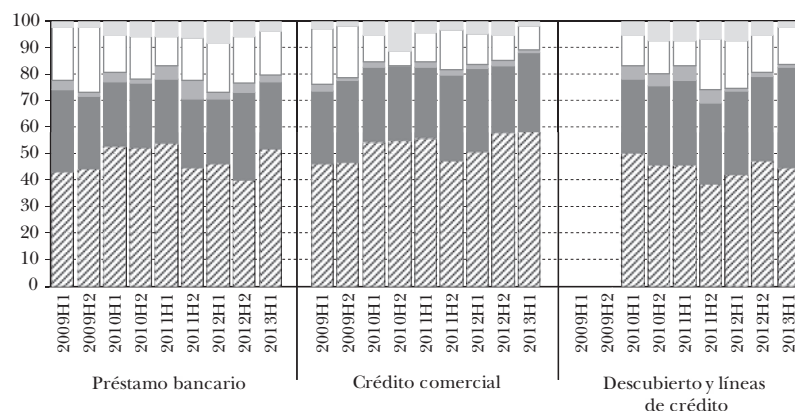
Como muestra el gráfico 1.17, y centrándonos en la situación más reciente, en España el 52% de las pymes declara que su petición de préstamo bancario ha sido completamente atendida, porcentaje que es 13 puntos porcentuales inferior al promedio de las pymes de la eurozona, un nivel similar al de Italia y solo superior al de Grecia y los Países Bajos. El porcentaje de rechazo es del 16,7%, frente al 12,4% de las pymes europeas y similar al de Italia. La importante diferencia registrada a finales del 2012 entre España y la eurozona en el porcentaje de empresas a las que la cuantía de crédito solicitado se concede, pero solo en parte (33,2% y 17,4%, respectivamente), mejora a favor de España en la última entrega de la encuesta, pasando a un 25,3%, frente al 17,3% de la eurozona. Esta caída en el porcentaje de empresas con crédito concedido parcialmente se ha traducido en un aumento del porcentaje de empresas cuya solicitud de crédito es concedido de forma íntegra.

En el caso del crédito comercial, las diferencias entre las pymes españolas y las europeas son más reducidas. Así, en el porcentaje de empresas que han visto atendida por completo su petición de financiación por esta vía, el valor de España es 6,3 puntos porcentuales inferior al de las pymes europeas, diferencia que vuelve a niveles de 2010 gracias al mayor número de empresas cuyo crédito comercial es concedido completamente. El porcentaje de rechazo en España es casi el doble que en la eurozona (9,2% *vs.* 5,4%), siendo la diferencia muy reducida para peticiones que se han concedido en parte a lo largo de todo el período.

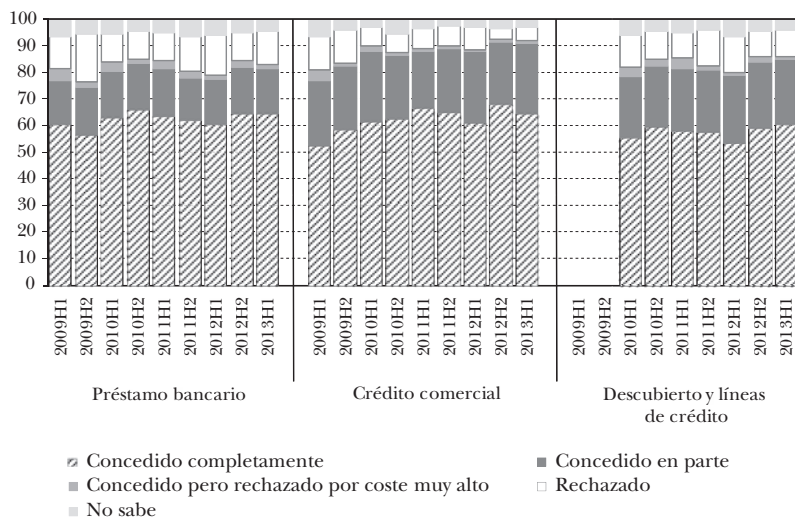
Respecto a la financiación vía línea de crédito, nuevamente las pymes españolas sufren mayores restricciones financieras ya que, por ejemplo, el porcentaje a las que se les ha concedido en su totalidad su

GRÁFICO 1.17: Resultado de la petición de financiación externa de las pymes solicitada en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013
(porcentaje de respuestas)

a) España



b) Eurozona



Nota: 2009H1: ene.-jun. 2009; 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H1: mar.-sep. 2010; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H1: abr.-sep. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H1: abr.-sep. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

petición es 16,2 puntos porcentuales inferior a las europeas. De igual forma, el porcentaje de rechazo es mayor en España (14% *vs.* 9,9%).

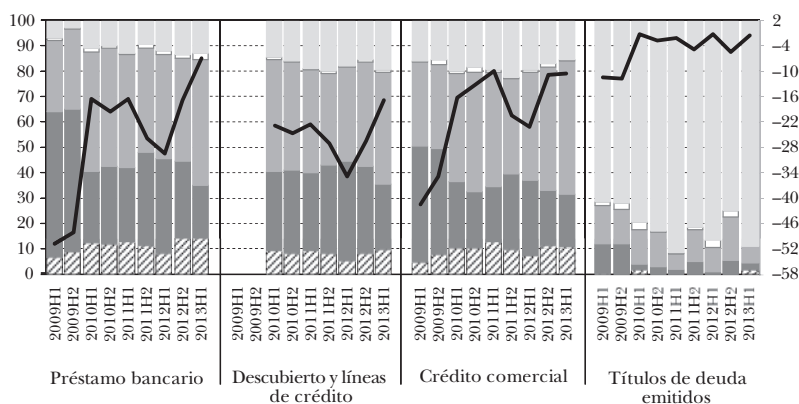
1.5.3. Disponibilidad de financiación

Las restricciones en el acceso a las fuentes de financiación se ponen de manifiesto tanto en términos del coste de la financiación como de la cantidad disponible. En el segundo caso, la información contenida en el gráfico 1.18 muestra la percepción que tienen las pymes europeas sobre si la disponibilidad de financiación ha mejorado o empeorado. En el caso del crédito bancario, la diferencia entre el porcentaje de empresas que declara que la disponibilidad ha mejorado y el correspondiente a las que opinan que ha empeorado siempre es negativo tanto en España como en la eurozona, siendo de mayor valor en España. La diferencia ha llegado a superar 50 puntos porcentuales en España (en el 2009), año en el que casi el 60% de las pymes declaraba que la disponibilidad de fondos había empeorado. En el dato más reciente disponible, el 21% de las pymes españolas sigue pensando que ha empeorado la disponibilidad de crédito. La diferencia con respecto al porcentaje que piensa que ha mejorado es de 7 puntos porcentuales, evidenciando una notable recuperación respecto a los porcentajes alcanzados en años anteriores, frente a 11 puntos porcentuales de las pymes europeas. La evolución temporal del porcentaje neto de respuesta que se representa en el eje derecho del gráfico muestra una mejora desde finales del 2011, tanto en España como en la zona euro. Con la excepción de Alemania y Portugal, en el resto de países de la eurozona es mayor el porcentaje de empresas que opina que ha empeorado la disponibilidad de crédito bancario, alcanzándose el mayor porcentaje de respuestas negativas en Grecia, aunque estos porcentajes son menores en general a los registrados a finales del 2012 (gráfico 1.19).

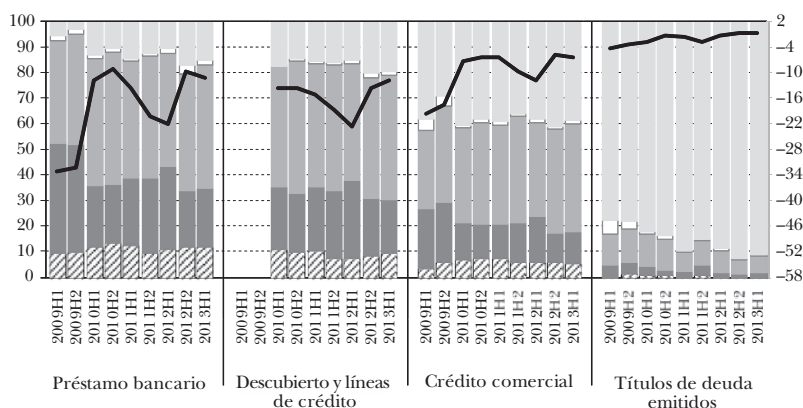
La mejora que se ha producido en la disponibilidad de financiación a lo largo del 2012 también ha tenido lugar en el acceso a líneas de crédito para financiar el circulante de las empresas. No obstante, desde que disponemos de datos de la encuesta del BCE, siempre ha sido mayor el porcentaje de empresas que opina que la disponibilidad de financiación ha empeorado con relación al porcentaje que opina lo contrario. En el caso de las pymes españolas, entre abril y septiembre de 2013, la restricción en el acceso a este tipo de financiación es mucho mayor, con un porcentaje neto de

GRÁFICO 1.18: Disponibilidad de financiación de las pymes en los 6 meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013
(porcentaje de respuestas)

a) España



b) Eurozona

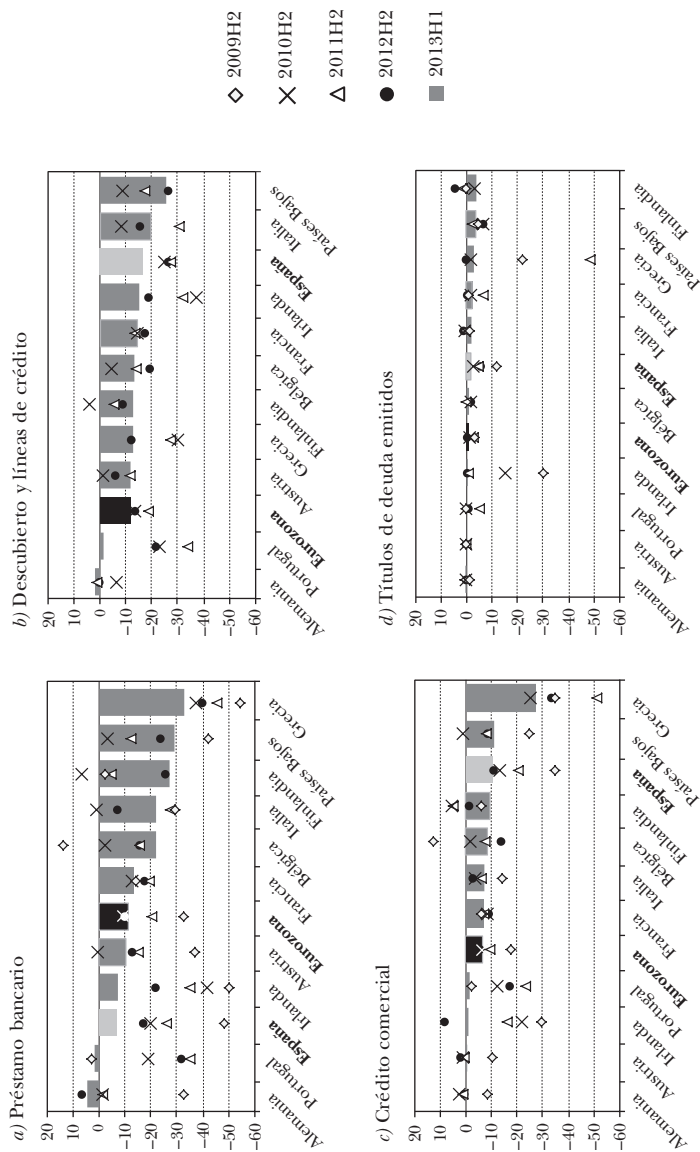


No aplica a la firma (blanco) No sabe (línea blanca)
 No ha variado (gris) Ha empeorado (oscuro gris)
 Ha mejorado (rayado) Porcentaje neto (aumentado - disminuido), eje der. (línea negra)

Nota: 2009H1: ene.-jun. 2009; 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H1: mar.-sep. 2010; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H1: abr.-sep. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H1: abr.-sep. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

GRÁFICO 1.19 *Ranking por países de disponibilidad de financiación utilizada por las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013*
(porcentaje neto, mejora – empeora, de respuestas)



Nota: 2009H2; jul.-dic. 2009; 2010H2; sep. 2010-mar. 2011; 2011H2; oct. 2011-mar. 2012; 2012H2; oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1; abr.-sep. 2013.
Fuente: SAFE (BCE, varios años).

respuesta de 17 puntos porcentuales frente a 12 puntos de la media de la eurozona. España es el tercer país de la eurozona con mayor porcentaje de empresas declarando que la disponibilidad de líneas de crédito ha empeorado, aunque este porcentaje neto ha bajado respecto al que se reportaba años atrás. Nuevamente Alemania es el único país con un porcentaje neto de respuesta positivo.

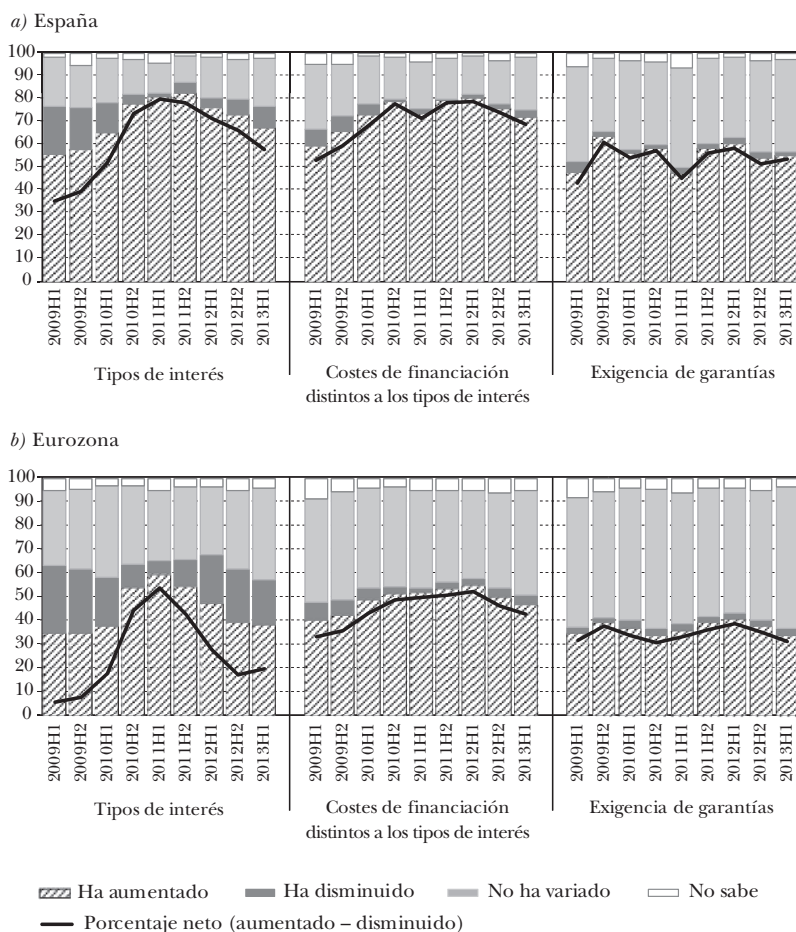
En cuanto al crédito comercial, la disponibilidad de financiación también ha mejorado a lo largo del 2012 y se ha mantenido esta tendencia en los meses del 2013 correspondientes a la última encuesta. Nuevamente es mayor el porcentaje de empresas que opina que la disponibilidad de fondos ha empeorado, con un porcentaje neto de respuestas de 6,5 puntos porcentuales en la eurozona y casi el doble (10,5 puntos porcentuales) en España. En cualquier caso, a pesar de la mejora, sigue predominando el porcentaje de empresas que percibe que la disponibilidad de financiación empeora.

1.5.4. Términos y condiciones de la financiación bancaria

Quizás la pregunta del cuestionario del BCE que más información aporta sobre el grado de restricción financiera al que se enfrentan las empresas es la referida a las condiciones del acceso a la financiación, tanto en cantidad como en aspectos distintos a los fondos disponibles. En concreto, las empresas manifiestan su opinión sobre si han mejorado o empeorado las condiciones en términos de tipo de interés, costes distintos al tipo de interés (como el pago de comisiones), la exigencia de garantías, adecuación del plazo de amortización de la financiación otorgada, etc. La pregunta está formulada de forma genérica para la financiación bancaria, sin distinguir las distintas vías de financiación.

En el caso del tipo de interés, siempre es mayor el porcentaje de empresas que opina que los tipos han aumentado (gráfico 1.20), alcanzándose un porcentaje neto de 53,5 puntos porcentuales entre abril y septiembre del 2011 en la eurozona y en torno a 80 puntos porcentuales en España. Desde esos valores máximos, la situación ha mejorado, si bien hasta septiembre del 2013, en España, el porcentaje neto de respuestas sigue siendo muy alto (57,7 puntos porcentuales) y tres veces superior a la media de pymes europeas. Un 67% de nuestras pymes afirma que los tipos de interés de la financiación bancaria han

GRÁFICO 1.20: Términos y condiciones del crédito bancario concedido a las pymes en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013
(porcentaje de respuestas)



Nota: 2009H1: ene.-jun. 2009; 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H1: mar.-sep. 2010; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H1: abr.-sep. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H1: abr.-sep. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

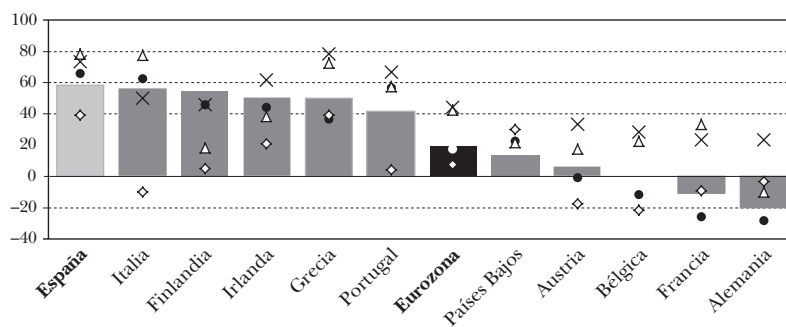
Fuente: SAFE (BCE, varios años).

aumentado, siendo el mayor de la eurozona por encima de países como Portugal, Grecia o Irlanda (v. gráfico 1.21). Esta situación de los países rescatados contrasta con la vigente en Austria, Bélgica, Francia y Alemania, en los que predomina el porcentaje de empresas que opinan que se han reducido los tipos de interés bancarios.

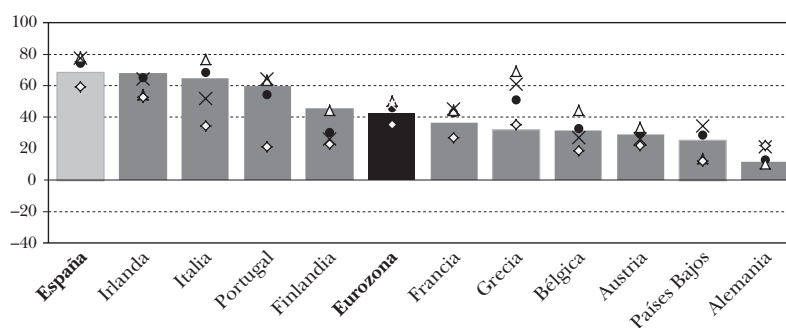
GRÁFICO 1.21: *Ranking por países de los cambios en los términos y condiciones del crédito bancario concedido a las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013*

(porcentaje neto, aumenta – disminuye, de respuestas)

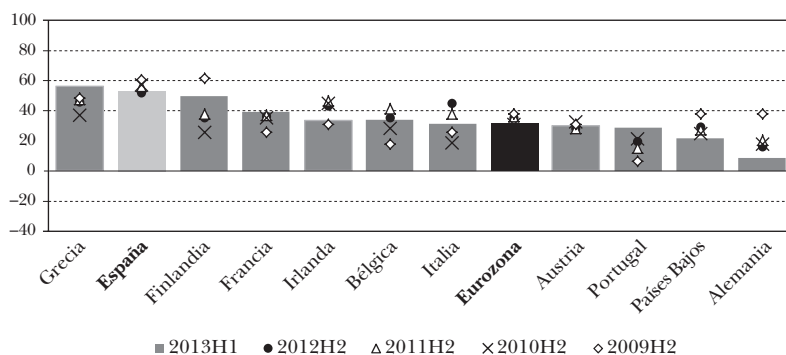
a) Tipos de interés



b) Costes de financiación distintos a los tipos de interés



c) Exigencia de garantías



■ 2013H1 ● 2012H2 △ 2011H2 × 2010H2 ◇ 2009H2

Nota: 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

Para los costes distintos al tipo de interés (como las comisiones bancarias), las condiciones de las pymes españolas son peores que las europeas, con un porcentaje neto de respuestas de 68 puntos porcentuales, frente a 42 puntos en la eurozona. En esta característica de la financiación bancaria, España es el país que sale peor parado del *ranking* europeo, incluso peor que Irlanda, Portugal y Grecia. Nuevamente, las pymes alemanas, junto con los Países Bajos y Austria, son las que más ventajas tienen en este tipo de coste de la financiación.

Otro aspecto importante a la hora de acceder a la financiación externa es la mayor o menor exigencia de garantías para avalar la operación. En el período de crisis analizado, la banca exige a las pymes españolas más garantías. A septiembre del 2013, la diferencia entre el porcentaje de empresas que declara que la banca exige más garantías y el que opina lo contrario es de 53 puntos porcentuales en España y 31 puntos en la eurozona, situándose España de nuevo a la cabeza del *ranking* de países europeos solo después de Grecia.

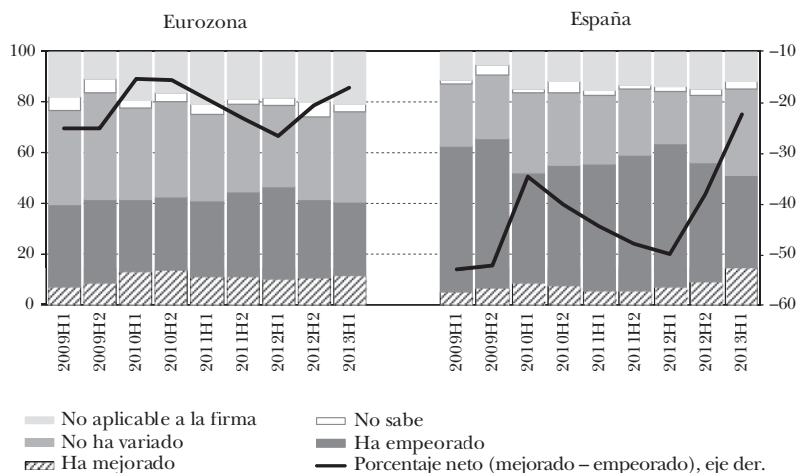
1.5.5. Predisposición de los bancos a dar financiación

La evolución del crédito viene determinada tanto por factores de demanda como de oferta. En este último caso, la opinión de las propias empresas puede ser de ayuda para valorar la mayor o menor disposición de las entidades financieras a otorgar financiación. Por eso es de interés analizar la evidencia que aporta una de las preguntas de la encuesta SAFE del BCE:

La disponibilidad de financiación externa depende de varios factores, que en parte están relacionados con la situación económica en general, la situación específica de la empresa, o la actitud del prestamista. Para cada uno de los siguientes factores, diga si las condiciones han mejorado, empeorado o no han variado.

El gráfico 1.22 recoge las respuestas a esa pregunta en la disposición de los bancos a dar crédito para las pymes de la eurozona y para las españolas. En la totalidad del período para el que disponemos de información, el porcentaje de empresas que considera que la actitud de los bancos a dar crédito ha mejorado es inferior al que opina que ha empeorado, con una diferencia que ha llegado a alcanzar -27 puntos porcentuales en la euro-

GRÁFICO 1.22: Cambio en la disposición de los bancos a dar crédito a las pymes en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013
(porcentaje de respuestas)

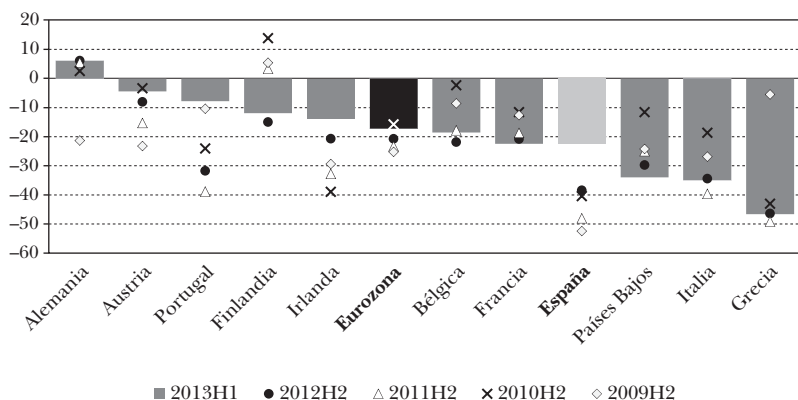


Fuente: SAFE (BCE, varios años).

zona y -50 puntos en España. Desde abril del 2012, la situación ha mejorado, sobre todo en España, si bien el porcentaje neto de respuestas sigue siendo abultado (-22,5 puntos porcentuales) y más negativo que en la eurozona, aunque la distancia se haya reducido a lo largo del 2013.

Los datos por países muestran enormes diferencias. Entre los países grandes representados en el gráfico 1.23, y con los últimos datos disponibles, solo en Alemania el porcentaje de pymes que opina que la predisposición de los bancos a dar crédito ha mejorado es mayor que el porcentaje que opina lo contrario, siendo la diferencia de 6 puntos porcentuales. En Francia, la diferencia es de -22,4 puntos porcentuales que, junto a Países Bajos, Italia y Grecia, se ha deteriorado de manera continua. Con relación a estos valores, la percepción de las pymes españolas es similar a la de las francesas ya que, frente al 36,9% que opina que los bancos están menos predispuestos a dar financiación, solo el 14,4% opina que la situación ha mejorado, por lo que en términos netos el valor es de -22,5 puntos porcentuales. España es uno

GRÁFICO 1.23: *Ranking por países de la disposición de los bancos a dar préstamos a las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013*
(porcentaje neto, mejorado – empeorado, de respuestas)



Nota: 2009H2: jul.-dic. 2009; 2010H2: sep. 2010-mar. 2011; 2011H2: oct. 2011-mar. 2012; 2012H2: oct. 2012-mar. 2013 y 2013H1: abr.-sep. 2013.

Fuente: SAFE (BCE, varios años).

de los países en los que más ha mejorado esta diferencia neta desde el 2011.

Con relación al resto de países de la eurozona, son las pymes griegas (51%) junto con las italianas (41%) las que perciben que los bancos están menos dispuestos a dar crédito, siendo la percepción incluso más negativa que en España (27%), Irlanda (25%) y Portugal (22%).

1.6. Las condiciones en el acceso a la financiación: la opinión de los bancos

La visión que se desprende de la evolución de las condiciones en el acceso a la financiación a través de la opinión de las empresas puede complementarse con la opinión de los bancos. Para ello, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios que realiza trimestralmente el BCE desde el 2003 contiene información sobre los criterios que utilizan los bancos para conceder un préstamo bancario (distinguiendo entre sociedades no financieras, hogares para compra de vivienda y hogares para consumo y otros fines) y sus factores

determinantes, tanto de oferta (capacidad para acceder a la financiación de los mercados, competencia entre bancos, expectativas macroeconómicas, etc.) como de demanda (inversión en capital fijo, en circulante, financiación interna, etc.). La encuesta también aporta información sobre las condiciones de los préstamos concedidos como el margen aplicado, las garantías exigidas, el plazo de vencimiento, etc. Además de dar la opinión de los bancos sobre los cambios en los tres meses anteriores a la fecha de realización de la encuesta, también se recaba la opinión de las expectativas de cambio de los próximos tres meses.

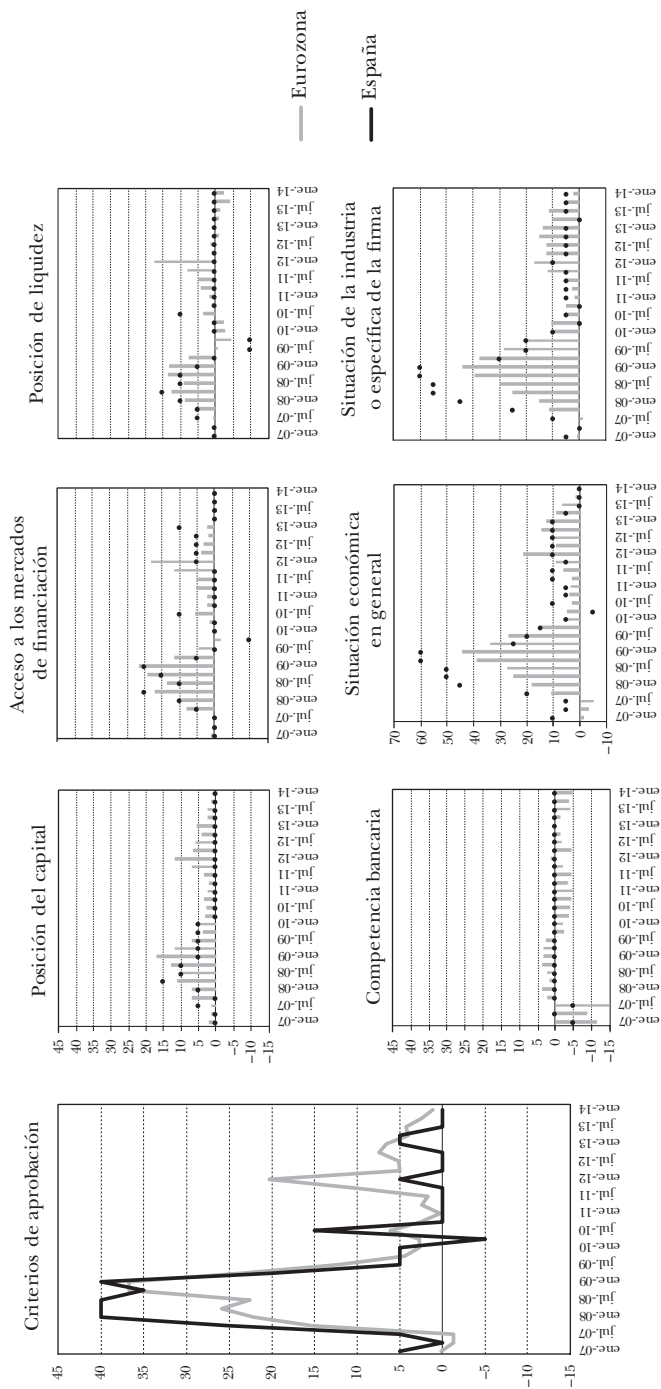
El análisis que se muestra a continuación de la posición relativa de la banca española con relación al resto de países de la eurozona se realiza en torno a la diferencia o porcentaje neto entre el porcentaje de bancos que declaran que los criterios de aprobación se han endurecido y el porcentaje que opinan que se han relajado. Pero, como el endurecimiento/relajación tiene distintos grados de intensidad, se utiliza el llamado *índice de difusión* que pondera dicho grado de intensidad de la siguiente forma:

Índice de difusión = (porcentaje de bancos que endurecen considerablemente los criterios) $\times$ 1 + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) $\times$ $\frac{1}{2}$ – (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) $\times$ $\frac{1}{2}$ – (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) $\times$ 1.

En consecuencia, un valor positivo implica que es mayor el número de bancos que han endurecido las condiciones. En el caso de los factores de demanda, un porcentaje neto positivo implica que es mayor el porcentaje de bancos que declaran que la demanda de financiación ha aumentado con relación al que opina que ha caído.

Centrándonos en los préstamos a las empresas no financieras que son el objetivo de esta monografía y en el período que arranca en el 2007, el gráfico 1.24 muestra claramente el endurecimiento en los criterios de aprobación de préstamos bancarios que tuvo lugar desde el estallido de la crisis a mediados del 2007, alcanzándose un porcentaje neto (ponderado) del 40% en España y algo más reducido en la eurozona en la primera mitad del año 2008,

GRÁFICO 1.24: Evolución del índice de difusión en criterios de aprobación. Eurozona y España, 2007-2014
(indicador de difusión, porcentaje)



Nota: Índice de difusión = (porcentaje de bancos que endurecen considerablemente los criterios) $\times$ 1 + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) $\times \frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) $\times \frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) $\times$ 1.
Fuente: Euro Area Bank Lending Survey (BCE, varios años) y elaboración propia.

persistiendo la máxima tensión en la segunda mitad del mismo año. Si bien en los años posteriores, con alguna excepción, el índice de difusión es menor, siempre es positivo, lo que significa que se siguen endureciendo los criterios de aprobación de préstamos. En la segunda mitad del año 2013 y principios del 2014, España presenta un índice igual a cero, reflejando un equilibrio entre aquellas empresas que consideran que el crédito se endurece y aquellas que opinan lo contrario.

La encuesta del BCE ofrece información desagregada en algunas variables que afectan a los criterios de aprobación aplicados en los préstamos a las empresas. En concreto, seis son los factores explicativos: la solvencia o capitalización del banco, su acceso a la financiación en los mercados mayoristas, su posición en términos de liquidez, el grado de competencia bancaria y la situación económica general o la específica del sector o empresa al que se evalúa.

Viendo los niveles de las series, es en la situación macroeconómica (en general o la específica de la industria o empresa) donde la banca española alcanza los mayores índices de difusión, con valores que llegan a alcanzar el 60% a finales del 2008 y principios del 2009, justo tras la quiebra de Lehman Brothers. En la práctica totalidad de las encuestas realizadas, los valores del índice de difusión son positivos, lo que implica que el adverso contexto macroeconómico ha contribuido de forma permanente al endurecimiento de las condiciones de la financiación de las empresas.

Donde la banca española sale mejor parada es en la contribución de su situación en términos de solvencia, ya que desde mediados del año 2000 el valor del índice es cero, frente a valores que en ocasiones han llegado al 12% en la banca de la eurozona. Es llamativo este resultado teniendo en cuenta que una parte del sector bancario español ha presentado insuficiencias de capital tras las pruebas de estrés realizadas, por lo que quizá la composición de la muestra de bancos del panel del BCE puede afectar a los resultados. En cualquier caso, el endurecimiento de la regulación a nivel internacional (con los nuevos acuerdos de Basilea III) y el impacto de la crisis de la deuda soberana son factores que están detrás de parte de las restricciones de oferta en el acceso al crédito bancario.

La banca española le da más importancia que la europea a la hora de señalar las dificultades en el acceso a los mercados mayoristas de financiación como un factor explicativo del endurecimiento en los criterios de aprobación de préstamos. No siempre ha sido así pero sí a lo largo de 2012.

El factor que menos incidencia ha tenido en los cambios de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos es la competencia bancaria, cuyo índice de difusión es cero en España desde finales del 2007 y reducido (y negativo) en la eurozona desde la segunda mitad del 2009. Por tanto, los bancos no creen que haya habido variaciones en España en la rivalidad competitiva o, si los ha habido, no han afectado a las condiciones crediticias.

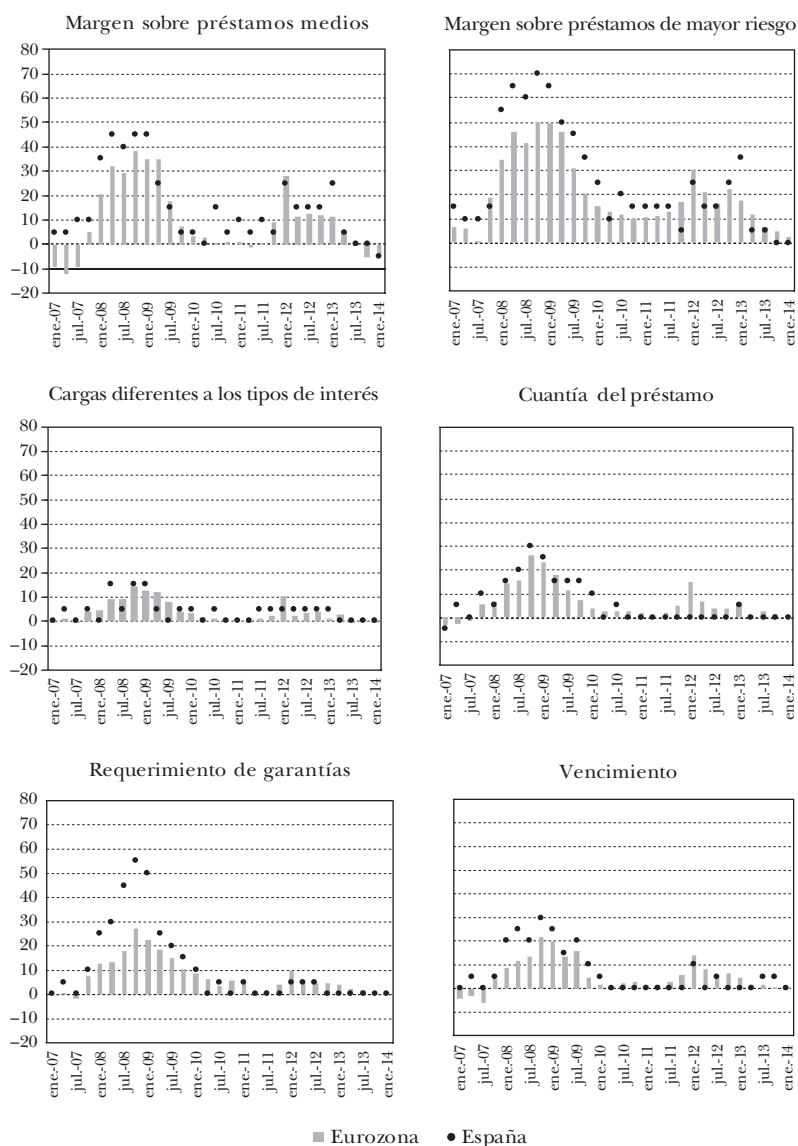
Además de conocer los factores explicativos de los cambios en los criterios de aprobación aplicados a los préstamos, la encuesta del BCE ofrece información sobre las variaciones en las condiciones de la financiación, tanto en términos de precios como de cantidades (cuantía del préstamo, exigencia de garantías, etc.).

El gráfico 1.25 muestra la información para seis aspectos de la financiación. Donde se alcanzan valores más elevados del índice de difusión es en el margen que aplican los bancos en los préstamos más arriesgados, con valores que han llegado a alcanzar el 70%, muy por encima de la media europea. Para un préstamo medio, también en España los valores del índice son superiores a los de la eurozona, por lo que los bancos españoles han exigido primas de riesgo superiores en momentos en los que el entorno macroeconómico era más complicado. No obstante, la mejora de ese entorno, o al menos el hecho de que no se agudice aún más la crisis en 2013, explica que deje de aumentar la prima de riesgo que aplican los bancos.

En el caso de la cuantía del préstamo, la evolución en España no difiere mucho de la media europea, siendo un factor que apenas contribuye a los cambios de los términos de la financiación. No obstante, si bien no empeora la disponibilidad de crédito, tampoco mejora ya que el índice de difusión es cero.

Los costes de la financiación distintos al tipo de interés (como comisiones cobradas) tienen una escasa incidencia sobre los cambios en los criterios de aprobación, aunque nunca han contribuido a relajar los criterios. Algo mayor ha sido la contribución del plazo

GRÁFICO 1.25: Términos y condiciones aplicados a los préstamos concedidos. Eurozona y España, 2007-2014
(indicador de difusión, porcentaje)



Nota: Índice de difusión = (porcentaje de bancos que endurecen considerablemente los criterios) $\times$ 1 + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) $\times$ $\frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) $\times$ $\frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) $\times$ 1.

Fuente: Euro Area Bank Lending Survey (BCE, varios años) y elaboración propia.

de vencimiento de la financiación en algunos momentos, aunque desde 2010 su contribución es marginal o nula.

Si, en lugar de centrarnos en los factores de oferta, analizamos la contribución de los factores de demanda, la encuesta del BCE identifica varios condicionantes. En ese caso, un valor negativo del índice significa que la demanda de financiación ha caído.

La evolución del indicador agregado (gráfico 1.26) muestra nuevamente que es en la segunda mitad del 2008 y primera del 2009 cuando los bancos atribuyen en mayor medida a la contracción de la demanda el hecho de que caiga el crédito, con un porcentaje neto de respuestas del 40% en España y del 25% en la eurozona. Tras la recuperación de la demanda en los trimestres posteriores, desde mediados del 2011 vuelve a caer ese porcentaje, hasta situarse en el -25% en España en abril del 2013.

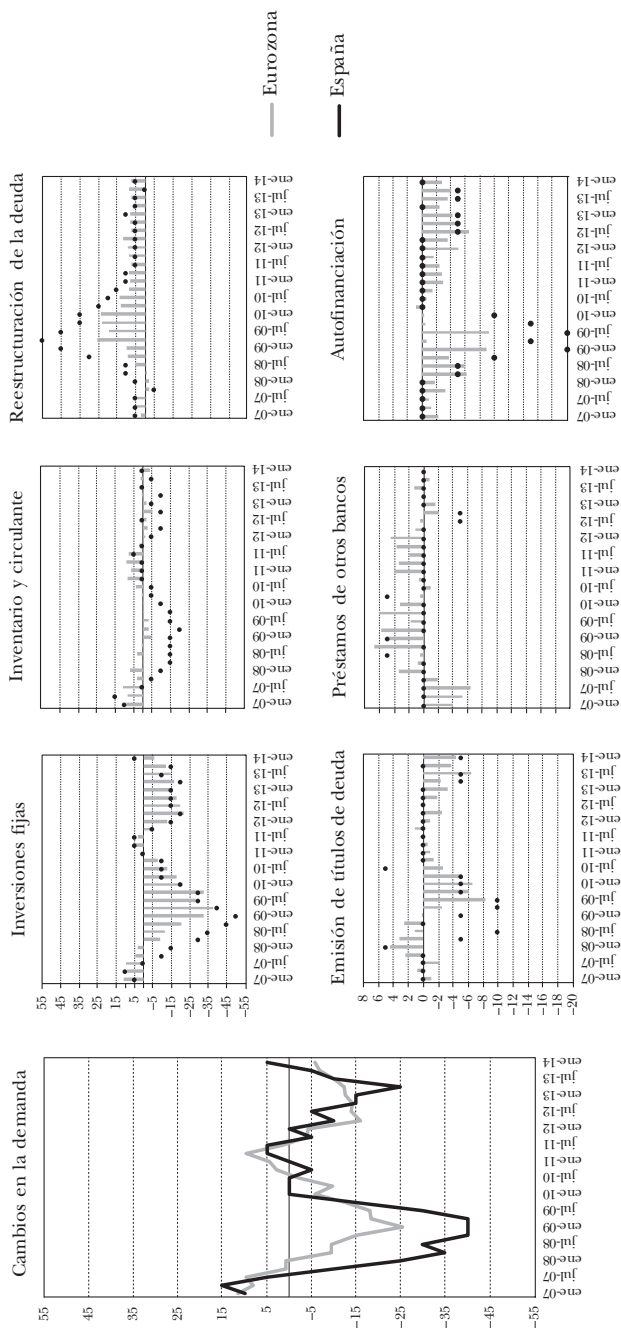
Detrás de esos cambios en la demanda puede haber factores como la menor inversión de las empresas en inmovilizado, en circulante, en mayores o menores necesidades de reestructurar su deuda, en la posibilidad de que las empresas puedan emitir títulos para financiarse, que puedan acudir a otros bancos o que puedan financiarse por sus propios medios.

En el caso de la mayor o menor demanda de financiación bancaria asociada a la mayor o menor inversión de las empresas, es patente el papel que tiene el ciclo económico, ya que los bancos atribuyen a la fuerte caída de la demanda de inversión del 2009 la reducción del crédito. El poder explicativo de la inversión en circulante es menor, aunque en España en algunos trimestres presenta un porcentaje neto de respuestas en torno al -15%.

El hecho de que las empresas tengan que reestructurar su deuda afecta a la demanda de financiación bancaria, llegando a presentar el índice de difusión un valor del 55% en algún trimestre. También la disponibilidad de financiación propia de las empresas en ocasiones explica la caída de la demanda de crédito bancario.

Si centramos la atención en el 2013, sigue habiendo una disminución en las solicitudes de financiación bancaria, aunque el ritmo de reducción se ha moderado en las últimas encuestas disponibles tanto en España como en la eurozona. En enero del 2014, el índice de difusión alcanza el 5%, reflejando un incre-

GRÁFICO 1.26: Cambios en la demanda de préstamos a las empresas y evolución de los factores que la afectan, en los pasados tres meses. Eurozona y España, 2007-2014
(indicador de difusión, porcentaje)



Nota: Índice de difusión = (porcentaje de bancos que endurecen considerablemente los criterios) $\times 1$ + (porcentaje de bancos que endurecen en cierta medida los criterios) $\times \frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado en cierta medida los criterios) $\times \frac{1}{2}$ - (porcentaje de bancos que han relajado considerablemente los criterios) $\times 1$.

Fuente: Euro Area Bank Lending Survey (BCE, varios años) y elaboración propia.

mento neto de la demanda de crédito en España a diferencia de la eurozona cuyo índice es del -6% que, aunque negativo, lo es menos que el registrado en los trimestres pasados. Esta evolución viene explicada por la caída en las necesidades de financiación de inversiones fijas y en la utilización por parte de las empresas de fuentes de financiación no bancaria, como la emisión de deuda o la autofinanciación.

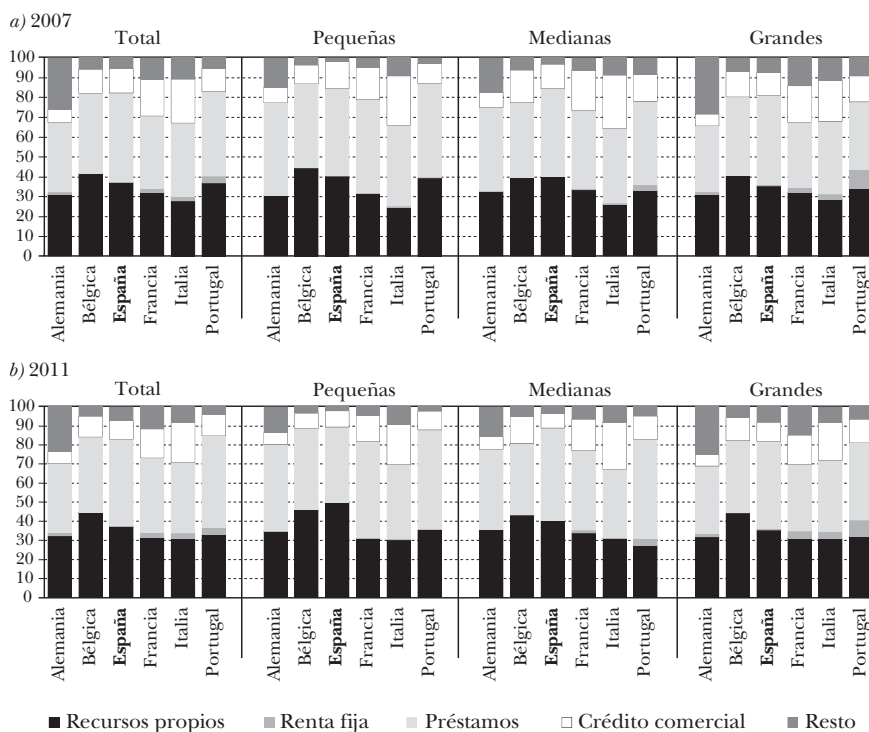
1.7. La importancia del tamaño

Como se analiza en este epígrafe, uno de los motivos que explica los distintos niveles de endeudamiento de las empresas es su tamaño. Ello es debido a que, por diversos motivos (como la calidad de la información contable o las asimetrías de información), las pequeñas empresas se enfrentan a problemas de financiación superiores a las grandes, lo que las obliga a depender de la financiación bancaria dadas sus reducidas posibilidades de acceso a la financiación de los mercados.

BACH agrupa las empresas en tres categorías según su tamaño en términos de cifra de negocios: *a)* pequeñas, que son las que tienen menos de 10 millones de euros; *b)* medianas, entre 10 y 50 millones; y *c)* grandes, de 50 millones de euros en adelante. Dado que no disponemos de información para todos los países de la eurozona, el análisis se va a centrar en los principales países de la UE (Alemania, Francia, Italia, España, Bélgica y Portugal).

La información que representa el gráfico 1.27 muestra que existen importantes diferencias por tamaños en cualquier país, si bien no hay un rasgo común a todos ellos. Así, y tomando como referencia el 2011 (último disponible), en España las pequeñas empresas presentan una estructura de capital donde pesan mucho más los recursos propios ya que, frente a un peso medio del 37%, en las pequeñas los recursos propios representan 13 puntos porcentuales más. También en Alemania, Portugal y Bélgica las pequeñas empresas son más dependientes de la financiación propia, mientras que en Italia y Francia apenas hay diferencias entre las pequeñas empresas y el promedio del sector.

GRÁFICO 1.27: Cambios en la estructura financiera de las empresas por tamaño, 2007 y 2011 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

Al comparar las pequeñas con las grandes empresas, en España las mayores diferencias tienen lugar en la importancia relativa de la financiación propia, donde, como hemos visto, pesan mucho más los recursos propios en las pequeñas. En cambio, en las grandes es más importante la financiación vía préstamos y otras formas de financiación. El crédito comercial es algo más importante en las grandes empresas, así como la emisión de títulos de renta fija, si bien incluso en las grandes no llega ni al 1% del total de los pasivos financieros.

En Francia, la principal diferencia entre pequeñas y grandes empresas está en el mayor peso de la financiación con préstamos de las pequeñas empresas (15,5 puntos porcentuales más), rasgo que comparte con Alemania, Portugal y Bélgica.

Si comparamos la situación en el momento del estallido de la crisis en el 2007 con la existente en el 2011, llama la atención los cambios que se han producido en la estructura del capital de las pequeñas empresas españolas, donde aumenta en 9 puntos porcentuales la importancia relativa de los recursos propios como consecuencia de la caída en los préstamos y en el crédito comercial. Sin embargo, en las medianas empresas aumenta el peso de la financiación vía préstamos, mientras que en las grandes apenas ha habido cambios salvo una ligera caída del crédito comercial. En consecuencia, al menos en España, la información agregada enmascara importantes diferencias por tamaño empresarial, siendo en las más pequeñas donde más ha caído la importancia del préstamo como fuente de financiación.

También en Italia las pequeñas empresas han visto reducida la importancia relativa del préstamo como fuente de financiación, aunque en mucha menor medida que en España. En cambio, en Francia ha ocurrido justo lo contrario.

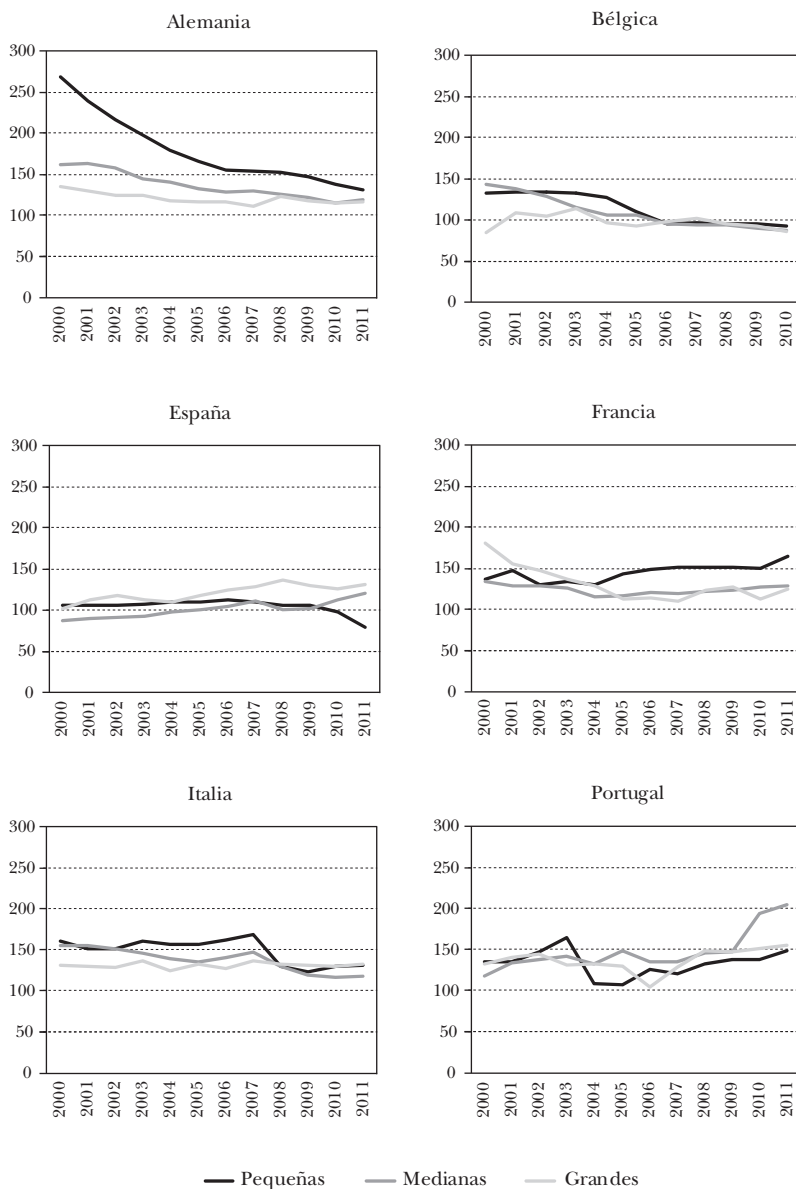
Un denominador común a las pequeñas empresas de todos los países es que disminuye la importancia del crédito comercial en el total del pasivo durante la crisis, siendo la caída más acusada en España. En las grandes empresas, con la excepción de Portugal, el préstamo reduce su importancia.

En resumen, si bien existen diferencias en la estructura financiera por tamaño empresarial, no hay un patrón común entre países, al igual que no hay un comportamiento común en la evolución temporal.

En el gráfico 1.28 se muestra la evolución de los niveles de endeudamiento (ratio deuda con coste¹⁴/recursos propios) por tamaños para cada uno de los países considerados. En el caso de España, las grandes y medianas empresas presentan una tendencia creciente en su endeudamiento, siendo las más grandes las que en el 2011 presentan la ratio más elevada (131%). Las pequeñas empresas tuvieron un nivel de endeudamiento relativamente estable hasta el 2009, aunque en los dos últimos años la ratio ha caído un 25%, siendo en el 2011 un 65% más reducida con relación a las grandes empresas.

¹⁴ La deuda incluye renta fija y préstamos (deuda con coste), sin que sea posible incluir las reservas de los fondos de pensiones.

GRÁFICO 1.28: Ratio deuda con coste respecto a sus recursos propios de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

Nuevamente, no hay un patrón definido en los niveles de endeudamiento por tamaños cuando comparamos los distintos países europeos. Así, por ejemplo, mientras que en Alemania, Bélgica e Italia las pequeñas empresas han reducido su nivel de endeudamiento en el período analizado (con mucha intensidad en Alemania), en Francia y Portugal ha aumentado. Y en el caso de las grandes ocurre lo mismo, ya que en unos países su endeudamiento ha caído (Alemania y Francia) y en otros ha aumentado.

En el 2011, las pequeñas empresas españolas son las menos endeudadas, algo que contrasta con los elevados niveles de Portugal y Francia. En el caso de las más grandes, las empresas españolas presentan niveles de endeudamiento superiores a las alemanas y francesas, similares a las italianas y más reducidos que las portuguesas.

Tampoco hay un patrón definido de qué tipo de empresa es la más endeudada, ya que en España e Italia son las más grandes, mientras que en Alemania y Francia son las más pequeñas.

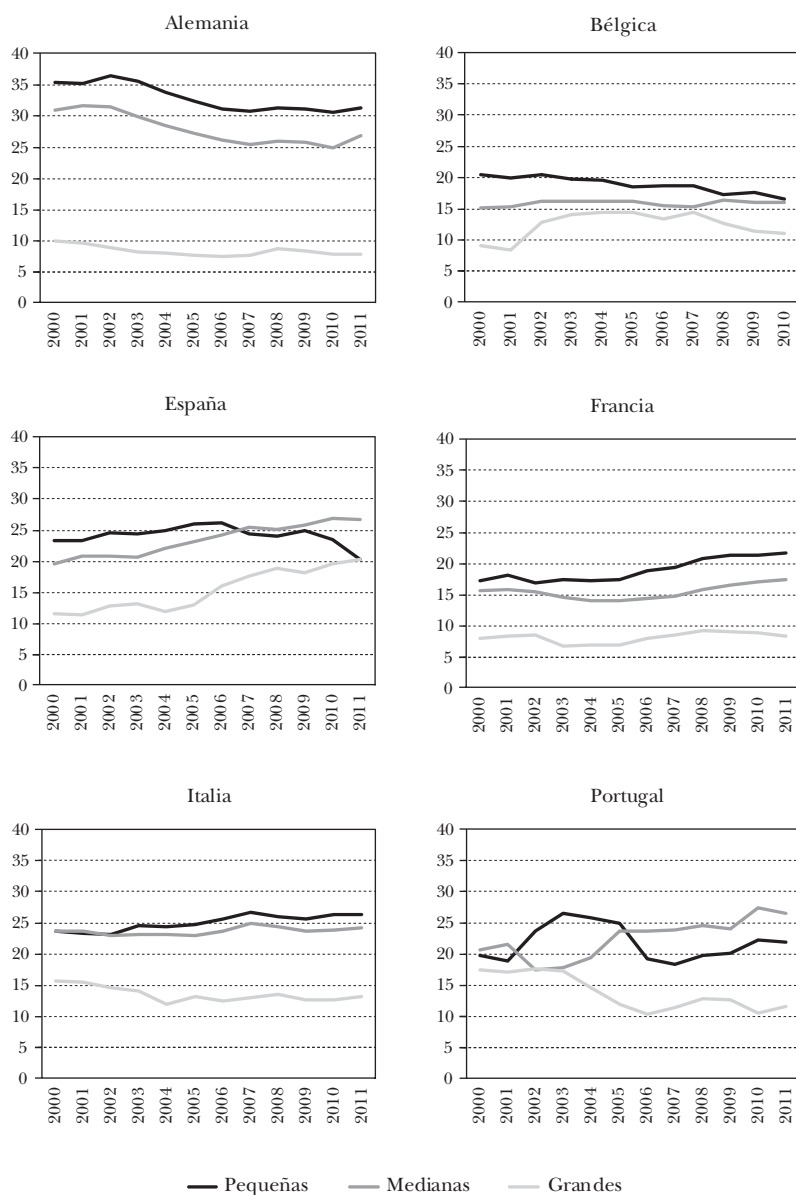
A diferencia de la información que ofrecen las cuentas financieras de Eurostat, BACH suministra información de la deuda bancaria, por lo que es posible analizar las diferencias por tamaños en el grado de dependencia de la financiación bancaria.

En el caso de las empresas españolas, las diferencias por tamaño empresarial en el peso del préstamo bancario en el pasivo total se han reducido en el tiempo e incluso las diferencias de nivel han cambiado. Así, si bien en los años de expansión las pequeñas empresas eran las más dependientes de la financiación bancaria, en el 2011 la diferencia con respecto a las grandes ha desaparecido como consecuencia de la caída de la ratio deuda bancaria/activo en las pequeñas y el aumento en las grandes. Son las medianas las más dependientes del préstamo bancario (gráfico 1.29).

España es con diferencia el país en el que en las grandes empresas el peso de la financiación bancaria es el más elevado, ya que en el 2011 representa el 20% del activo total, más del doble que en Francia y Alemania.

A diferencia de España, en el resto de países europeos considerados existe una brecha importante en el grado de dependencia de la financiación bancaria de pequeñas y grandes empresas. En

GRÁFICO 1.29: Peso de la deuda bancaria por tamaño de la empresa, 2000-2011
(porcentaje del activo total)



Fuente: BACH (2013).

todos los países, y con datos del 2011, las pequeñas empresas son mucho más dependientes de los bancos desde el punto de vista financiero, llegando a alcanzar la diferencia 23 puntos porcentuales en Alemania y 13 en Francia e Italia.

La evolución temporal del grado de dependencia de la financiación bancaria por tamaño de empresa también difiere entre países. Así, en el caso de las pequeñas empresas, mientras que en España, Bélgica y Alemania se ha reducido, en Francia, Portugal e Italia ha aumentado. Por su parte, en las grandes empresas, España es el país en el que más ha aumentado el peso de la financiación bancaria (casi 9 puntos porcentuales), mientras que en Alemania, Italia y Portugal ha caído. Alemania es el único país de los analizados en el que el peso de la financiación bancaria se ha reducido en todos los tamaños empresariales.

Los negativos costes reales unitarios de la deuda que tuvimos ocasión de comentar en páginas anteriores para el total de empresas españolas en la etapa de expansión es un rasgo común a las pequeñas y medianas pero no así a las grandes, cuyo coste unitario es del 0,49% en el subperíodo 2000-2007 (gráfico 1.30). En la posterior etapa de crisis, el coste aumenta en todas las empresas, aunque con más intensidad en las grandes. En este período más reciente, al igual que puntualmente en el 2011, apenas hay diferencias en el coste real de la financiación de medianas y grandes empresas, cuyo tipo es en torno a 40 puntos básicos superior al de las pequeñas empresas. Es sorprendente obtener que el coste medio de la deuda de las grandes empresas es en algunos países superior al de las pequeñas. No obstante, en la muestra que se utiliza en España en la Central de Balances para hacer un seguimiento trimestral, también es frecuente obtener este resultado comparando grandes y medianas empresas. En la Central de Balances anual, en el 2011 el coste medio de la financiación de las pequeñas empresas es idéntico al de las grandes.

Una vez más no hay un patrón fijo entre países ya que, si bien en España, Bélgica, Italia, Portugal y Alemania son las pequeñas empresas las que se benefician de menores costes medios de la financiación, en Italia es justo lo contrario. Con datos del 2011, es en Alemania donde mayor es la diferencia del coste medio de la

deuda por tamaños, pagando las grandes empresas alemanas 187 puntos básicos más que las pequeñas.

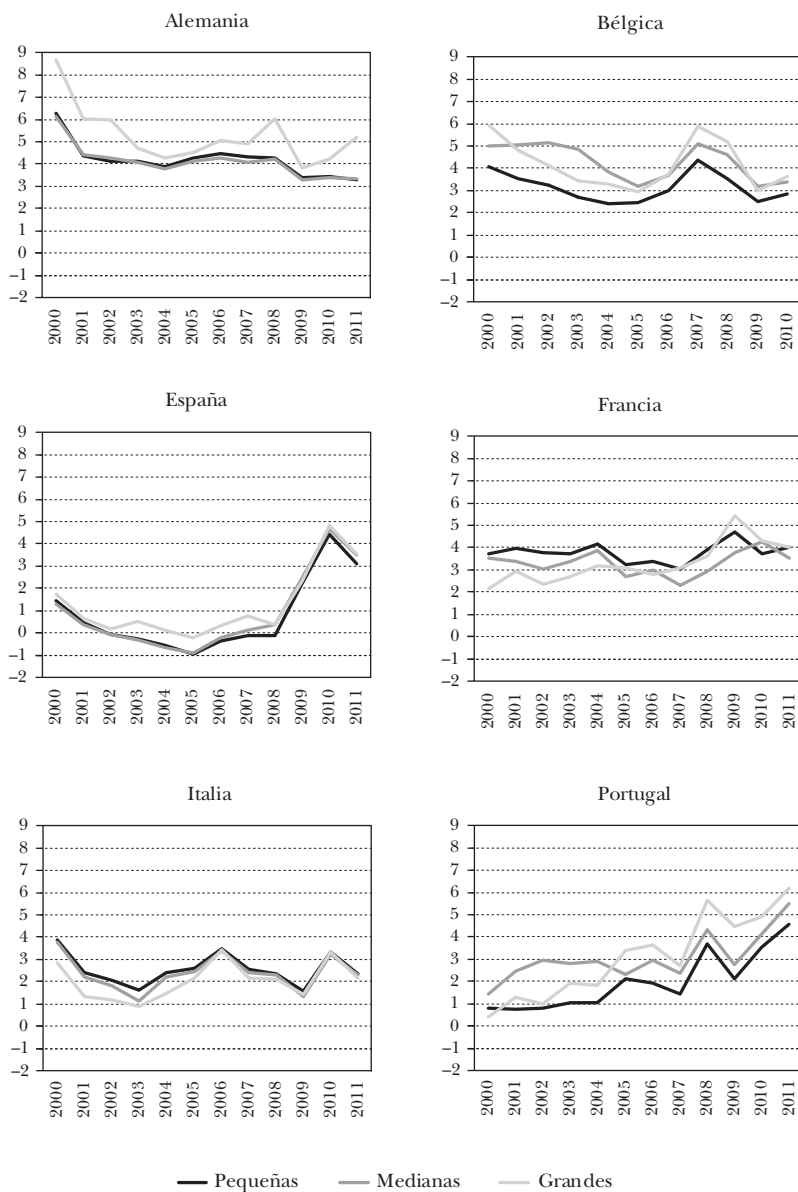
Un rasgo que llama la atención es el reducido nivel de los costes financieros de las pequeñas empresas españolas, que en promedio del período analizado son las que soportan costes más bajos. No obstante, la diferencia se ha reducido en el período de crisis, si bien en el 2011 el coste unitario sigue siendo menor que Alemania, Francia y Portugal, pero ya supera al de Bélgica e Italia (gráfico 1.30).

También las grandes empresas españolas presentan en promedio costes financieros inferiores al resto, con la excepción de Italia. Con datos del 2011, las grandes empresas españolas pagan un coste financiero medio 163, 46, 137 y 261 puntos básicos por debajo de las alemanas, francesas, italianas y portuguesas, respectivamente. Conviene no olvidar que estamos hablando del coste medio de la deuda y no del coste de las nuevas operaciones.

En términos de carga de la deuda, teniendo en cuenta el margen bruto de explotación (gráfico 1.31), las grandes empresas españolas soportan una carga inferior a las pequeñas y medianas empresas, habiendo aumentado la diferencia en el período de crisis. Así, del 2008 al 2011, los gastos financieros absorben el 24,5% del margen bruto de las grandes empresas españolas, mientras que en las pequeñas el porcentaje es el 27,3%. La crisis explica que la carga financiera haya aumentado en todas las empresas con independencia de su tamaño, aunque es en las pymes donde más ha aumentado: 7,3 puntos porcentuales en las pequeñas, 9 puntos en las medianas y 5 puntos en las grandes. En comparación con el resto de países, en los años de crisis, la carga de la deuda de las pequeñas empresas españolas solo es superior a las alemanas mientras que, en el caso de las grandes empresas, la carga de las españolas es inferior a las alemanas, francesas y portuguesas pero superior a las italianas.

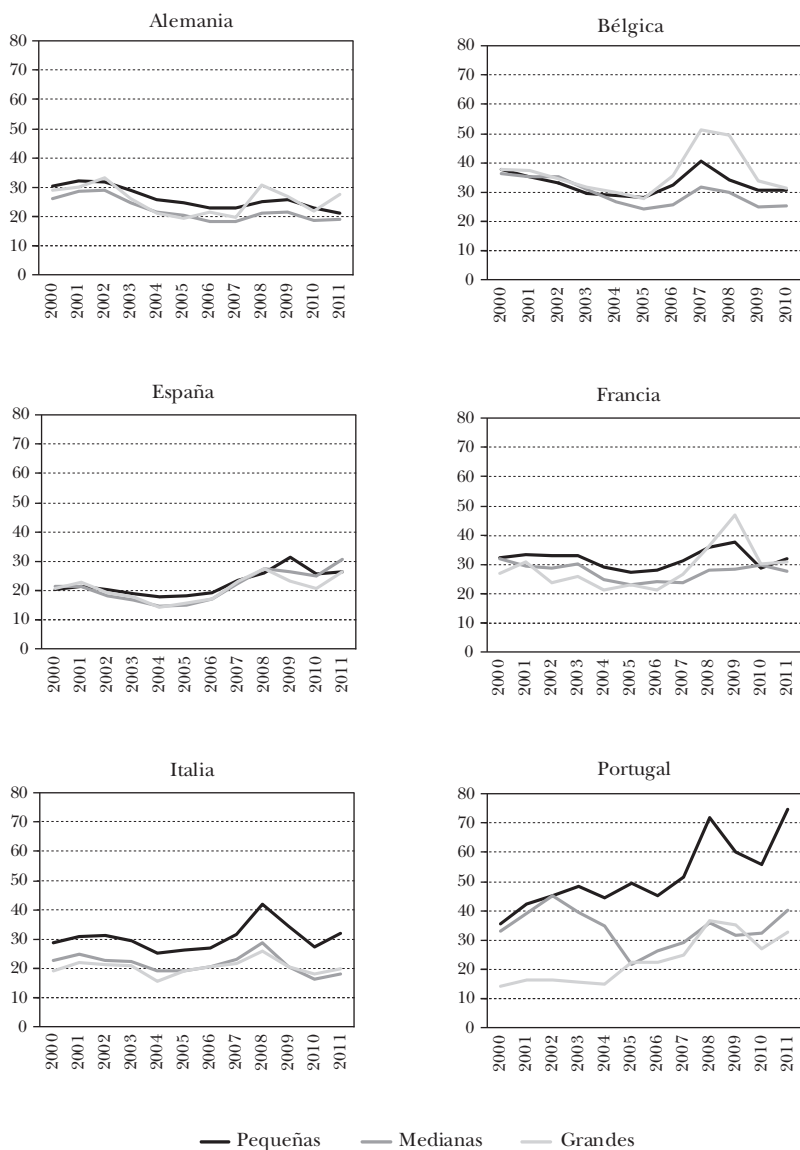
En el caso de Alemania, si bien las grandes empresas han visto aumentar la carga de la deuda con la crisis, en las pequeñas y medianas se ha aligerado, aunque las grandes soportan una mayor carga en la actualidad: 27,7% en el 2011, frente a 24% en las pequeñas y 19,3% en las medianas. En Francia, también ha aumentado la carga de la deuda con gran intensidad en las grandes empresas que han visto aumentar el porcentaje del margen destinado

GRÁFICO 1.30: Ratio gastos financieros reales respecto a la deuda con coste de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

GRÁFICO 1.31: Ratio gastos financieros respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011
(porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

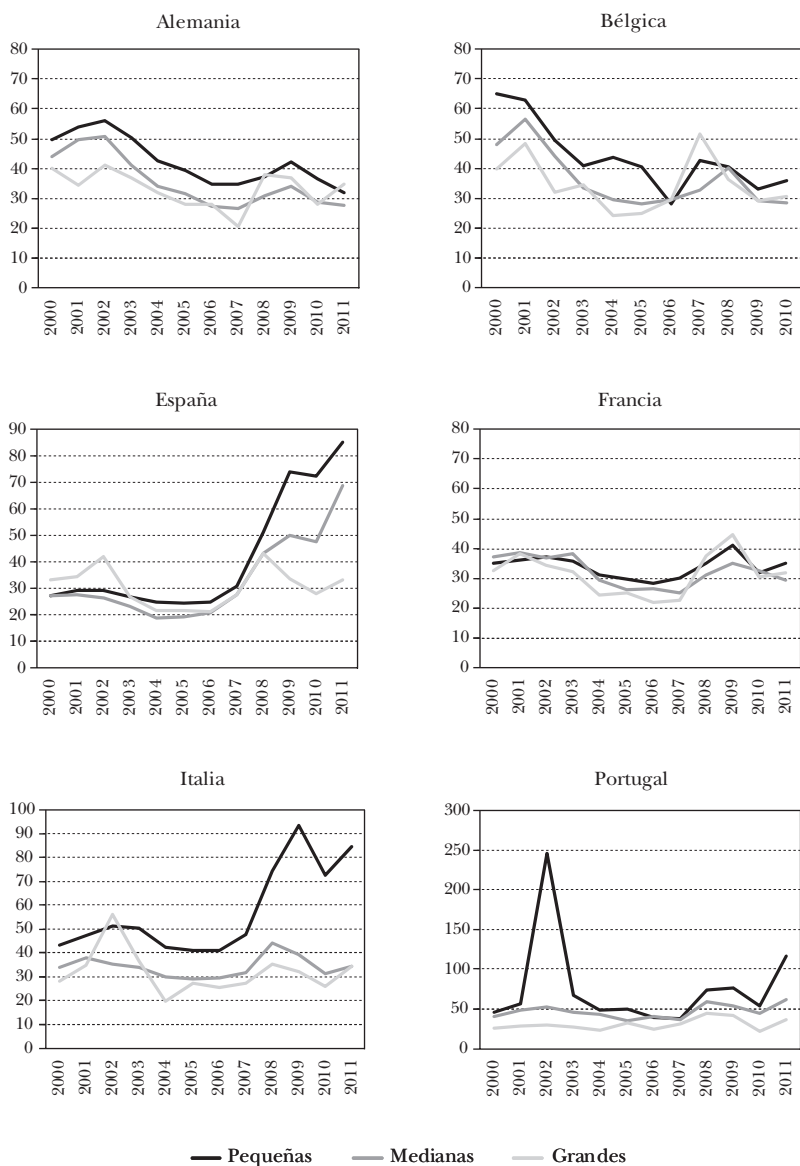
a pagar los gastos financieros del 25% al 36% entre los subperíodos de expansión y crisis. En Italia, en cambio, han sido las pequeñas empresas las más perjudicadas por la crisis, soportando en el 2011 una carga de la deuda 12 puntos porcentuales por encima de las grandes empresas. Y en Portugal es donde más ha aumentado la carga de la deuda con la crisis: 20 puntos porcentuales en las pequeñas empresas y 16,5 puntos en las grandes, mientras que en las medianas empresas la subida es de solo 1,5 puntos. En el 2011, las pequeñas empresas portuguesas destinan las tres cuartas partes de su margen bruto de explotación a pagar los gastos de la deuda, un porcentaje que más que dobla a las grandes empresas portuguesas, y muy superior al que pagan las empresas de igual tamaño en el resto de países de la eurozona.

Una imagen más real de la carga de la deuda se obtiene si ponemos con relación los gastos financieros con el EBIT y los ingresos financieros, ya que la suma de estos dos últimos componentes de la cuenta de resultados recoge la totalidad de los ingresos netos que una empresa puede utilizar para hacer frente al pago de la deuda. Además, como se analizará con datos a nivel de empresas en el capítulo 3 de la monografía, este indicador muestra la viabilidad financiera a medio/largo plazo de la empresa, una vez ha hecho frente a sus amortizaciones.

El gráfico 1.32 replica el gráfico 1.31 pero utilizando en el denominador la suma del EBIT y los ingresos financieros. En algún país el cambio es tan importante que incluso se invierte el *ranking* de carga de la deuda por tamaño de empresa. Este es el caso de España, donde en términos de margen de explotación las pequeñas empresas soportaban una carga similar a las grandes, pero en términos de ingresos netos totales las grandes empresas están en una situación financiera mucho mejor que las pequeñas.

Si tomamos como referencia el dato de 2011 que es el último disponible, con la excepción de Alemania, en los otros cuatro países analizados las pequeñas empresas soportan una mayor carga de la deuda, siendo la diferencia muy abultada en el caso de España, Italia y Portugal. En España e Italia la diferencia es de 1 a 2,5, mientras que en Portugal alcanza 3,2. El caso más preocupante es el de Portugal, cuyas empresas pequeñas soportan unos gastos

GRÁFICO 1.32: Ratio gastos financieros respecto al EBIT de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011 (porcentaje)



Nota: Esta definición de EBIT incluye los ingresos financieros y no considera los gastos financieros
Fuente: BACH (2013).

financieros un 16% superiores a sus ingresos netos. En España e Italia la vulnerabilidad financiera también es elevada, dado que esas mismas empresas de tamaño reducido destinan el 85% de todos sus ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) a pagar los costes de la deuda.

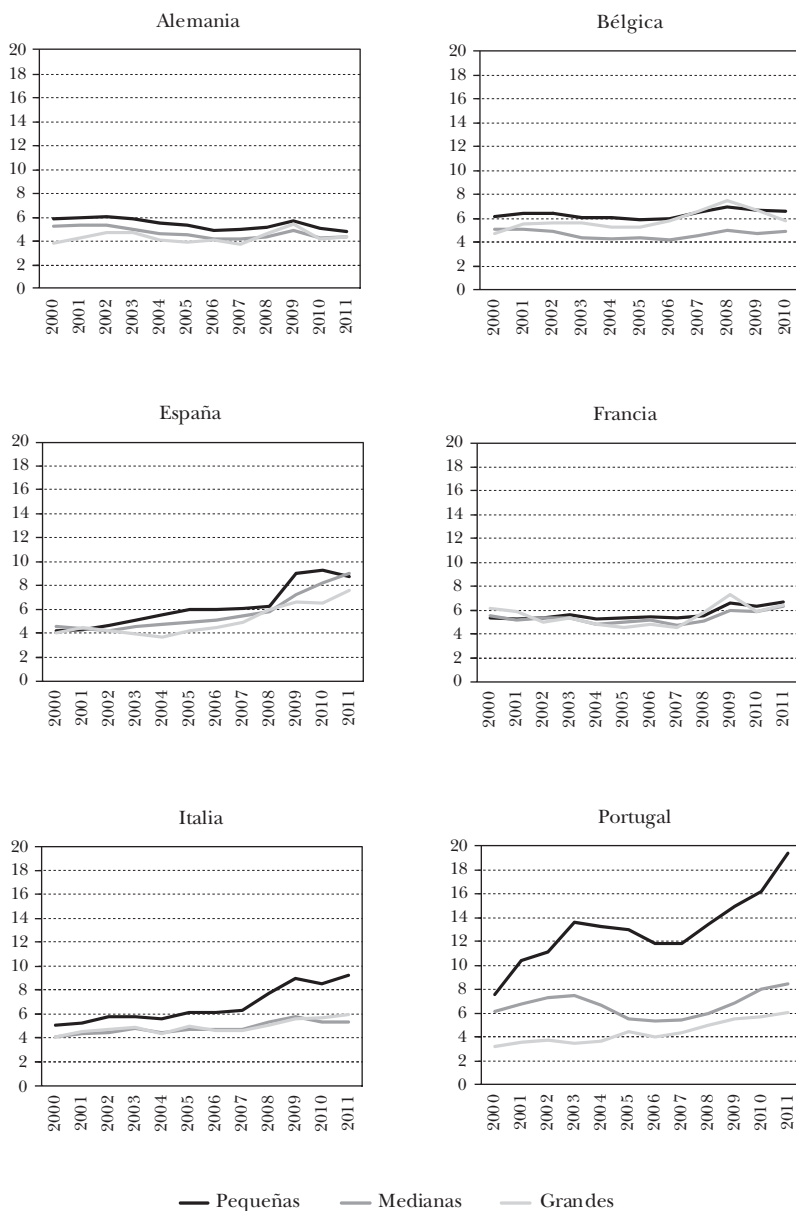
La situación de las empresas de mayor tamaño cambia por completo, ya que destinan entre un 31% y un 38% de los ingresos netos a sufragar sus gastos financieros. Incluso en Portugal, que es el país más vulnerable, sus grandes empresas presentan una situación no muy distinta a la de las del resto de países europeos analizados. En el caso de las empresas medianas, las españolas son las que están en peor situación, al tener que destinar el 69% de sus ingresos netos al coste de la deuda, porcentaje superior al de las empresas portuguesas (62%) y más del doble que las alemanas, francesas e italianas.

Con relación al resultado bruto de explotación (gráfico 1.33), el nivel de deuda con coste de las pequeñas empresas españolas es superior al de las medianas y grandes. También en promedio en la anterior etapa de expansión las pequeñas empresas estaban más endeudadas, pero la diferencia con respecto a las grandes era inferior a la actual. Con datos del 2011, las ratio deuda/margen empresarial de las pequeñas empresas españolas es casi el doble que el de las alemanas, 1,3 veces superior a las francesas pero inferior a las de Italia y Portugal.

Un hecho destacable es que en los seis países analizados las empresas más pequeñas son las más endeudadas en términos de la ratio deuda con coste/margen empresarial. En Alemania y Francia las diferencias con respecto a las grandes empresas son reducidas, mientras que en Italia y, de forma muy acusada, en Portugal las diferencias son mayores. Este es un rasgo que destaca el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de octubre del 2013 donde advierte de los riesgos que existen en algunos *distressed countries* como consecuencia del elevado nivel de deuda, especialmente en el caso de las más pequeñas que puede afectar a la calidad de los balances bancarios como consecuencia de la mayor dependencia del préstamo bancario por parte de las pequeñas empresas.

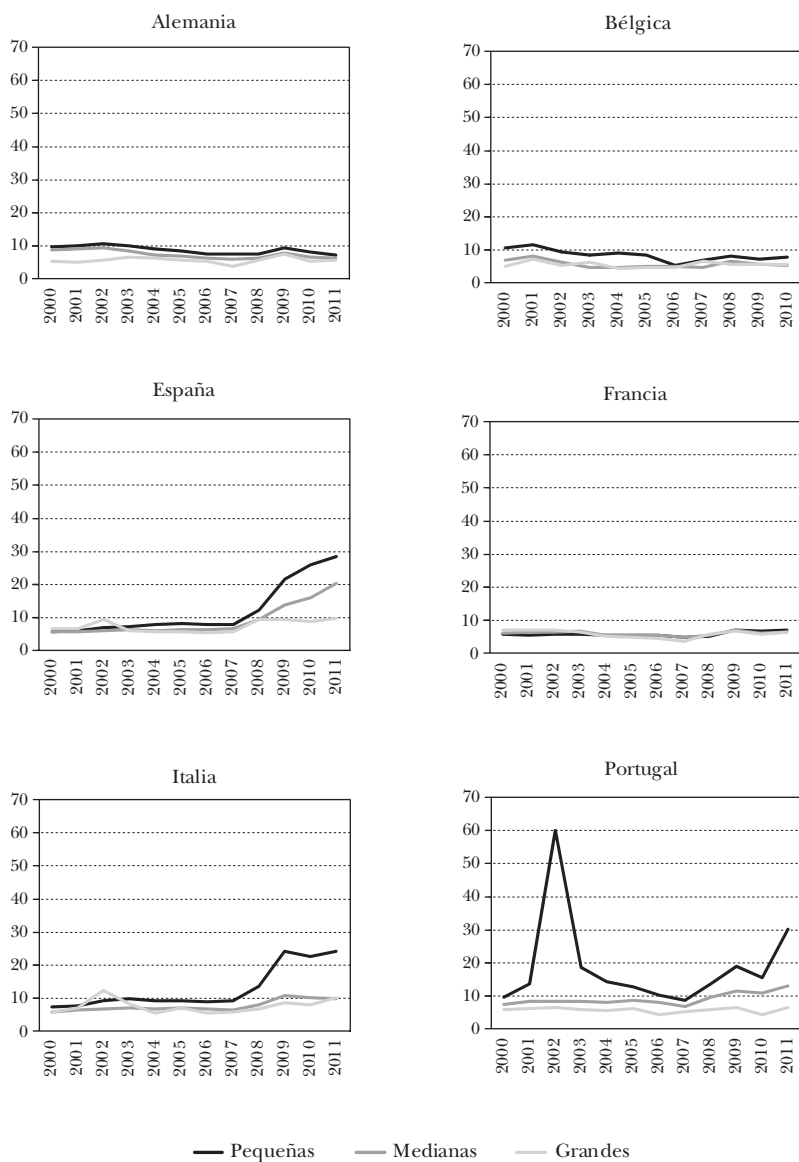
Si adoptamos una visión más de medio y largo plazo y tomamos en consecuencia como referencia la ratio deuda con coste/(EBIT + ingresos financieros), la visión que se desprende del gráfico 1.34

GRÁFICO 1.33: Ratio deuda con coste respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011
(tanto por 1)



Fuente: BACH (2013).

GRÁFICO 1.34 Ratio deuda con coste respecto al EBIT de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011
(tanto por 1)



Nota: Esta definición de EBIT incluye los ingresos financieros y no considera los gastos financieros.
Fuente: BACH (2013).

es similar, en el sentido de que las empresas pequeñas están más endeudadas que las grandes, siendo la diferencia muy abultada en España, Italia y Portugal. En Alemania y, sobre todo Francia, las diferencias son muy reducidas. En el 2011, las empresas más pequeñas de Portugal y España tienen ratios de endeudamiento que cuadruplican las de Francia o Alemania. En cambio, en el caso de las grandes empresas, las diferencias entre países son mucho más reducidas.

1.8. Diferencias sectoriales en el endeudamiento y la estructura financiera

La base de datos BACH también ofrece la información clasificada por sectores de actividad económica. Esta clasificación sectorial se corresponde con la NACE (*Nomenclature of economic activities*) Rev. 2, que equivale a la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) 2009 en España, y está disponible a nivel de sección. Al considerar únicamente a las empresas no financieras, no se cuenta con la sección K (actividades financieras y de seguros), O (Administración Pública y defensa: Seguridad Social obligatoria), T (actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico; actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio) y U (actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales). A efectos del estudio se consideran siete sectores de actividad.

Para los sectores de la economía escogidos, el gráfico 1.35 muestra la distribución porcentual del pasivo total de los principales países de la eurozona en el 2007 y el 2011.

Centrando la atención en la situación más reciente en el 2011, en cualquier sector de actividad existen importantes diferencias en la estructura financiera de las empresas europeas. En el caso de España, los principales rasgos más destacables son los siguientes.

En el sector agrícola, de los cinco países europeos con los que se realiza la comparación, las empresas españolas son las menos endeudadas, ya que los recursos propios representan el 52% de los pasivos totales. Solo se aproxima en nivel de capitalización las empresas alemanas, donde los recursos propios concentran el 48%

GRÁFICO 1.35: Estructura financiera por sectores de actividad, 2007 y 2011
(porcentaje)

a) 2007

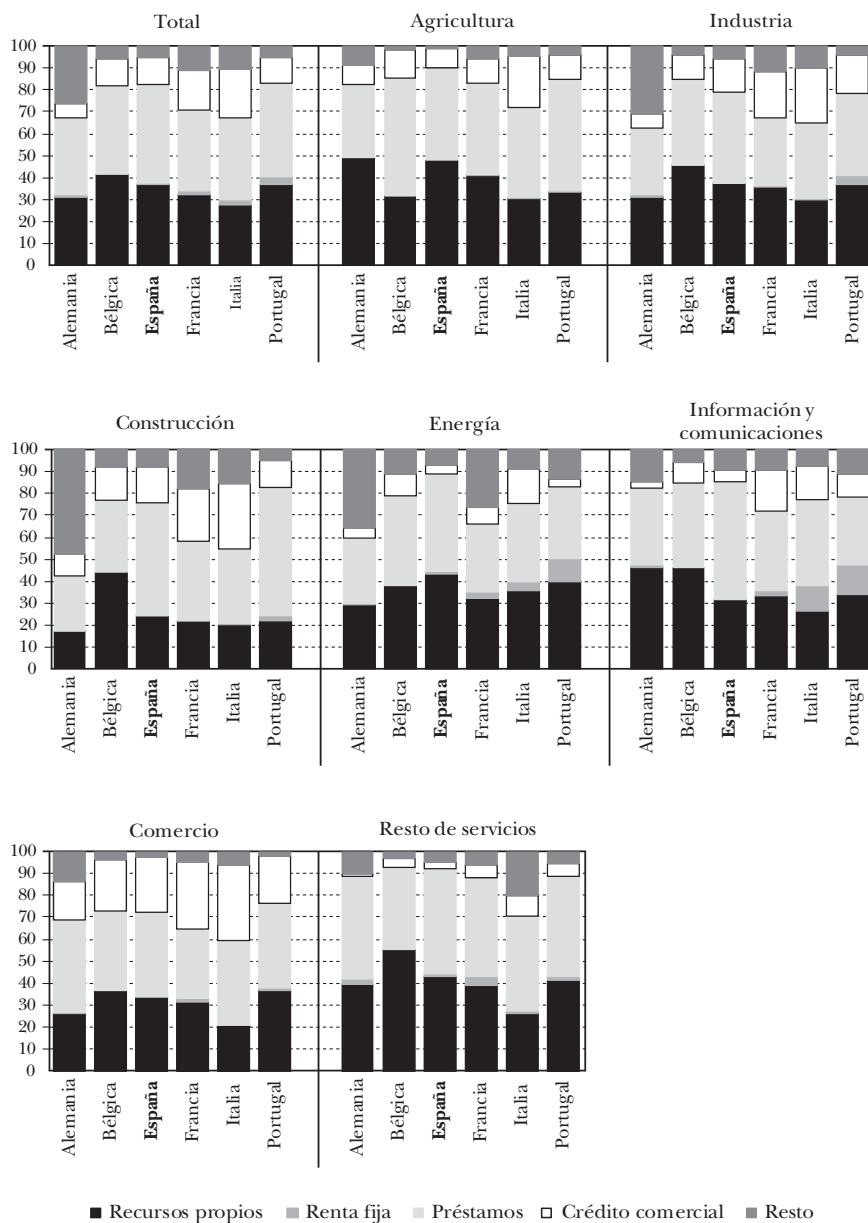
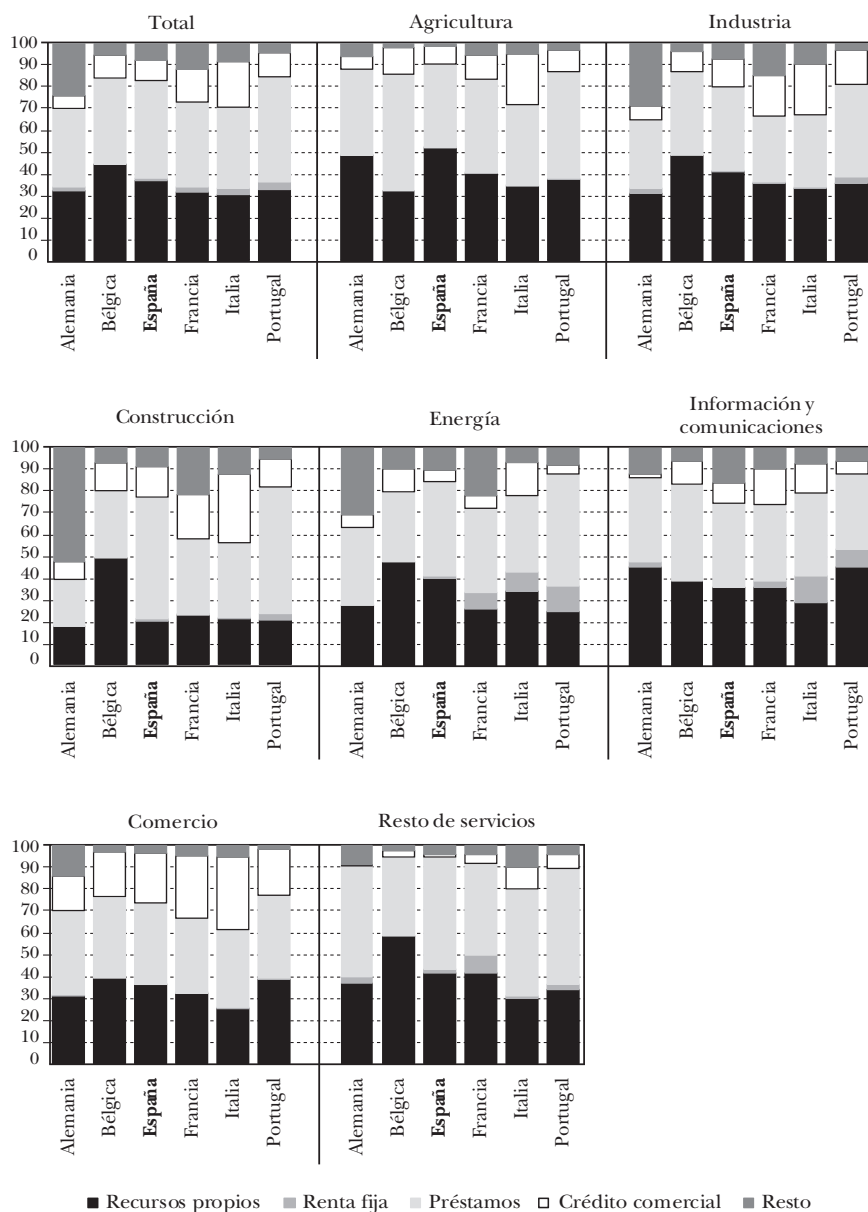


GRÁFICO 1.35 (cont.): Estructura financiera por sectores de actividad, 2007 y 2011
(porcentaje)

b) 2011



Fuente: BACH (2013).

del pasivo total. En el sector de la energía, también las empresas españolas presentan elevados niveles de capitalización (40% del total), aunque por detrás de las empresas belgas.

En cambio, España destaca por su elevado nivel de endeudamiento en el sector de la construcción como consecuencia sobre todo de la elevada dependencia del préstamo como fuente de financiación, con un 56% de los pasivos totales solo por detrás de Portugal.

En el sector industrial, las empresas españolas tienen un nivel de capitalización superior al resto de países con la excepción de Bélgica. En concreto, del pasivo total, los recursos propios representan el 41,2%.

En el período de crisis hasta 2011, un rasgo destacable en las empresas españolas es el aumento del endeudamiento en el sector de la construcción, con un incremento de 5,2 puntos porcentuales del peso relativo del préstamo en el pasivo total, algo que contrasta con la caída que tiene lugar en las empresas alemanas.

En cambio, en la industria las empresas españolas han reducido su dependencia de la financiación con préstamos, siendo, de hecho, el país de los analizados en el que más ha caído. En el sector de la información y las telecomunicaciones, las empresas españolas han reducido drásticamente la dependencia de la financiación vía préstamos, con una caída de 15,8 puntos porcentuales del 2007 al 2011 y que contrasta por completo con el aumento que ha tenido lugar en Alemania.

En resumen, la conclusión que se obtiene al analizar la estructura financiera de las empresas europeas y su evolución temporal es que existe un elevado grado de heterogeneidad entre países sin que existan rasgos comunes. Para un mismo sector, los niveles de endeudamiento difieren ampliamente por países. De igual forma, tampoco hay rasgos comunes en la evolución temporal de la estructura financiera, ya que para un mismo sector en algunos países ha aumentado el endeudamiento, mientras que en otros ha ocurrido lo contrario. Habrá que esperar por tanto al análisis más detallado que se hace a nivel de empresa en el capítulo 2 de la monografía.

El desglose por sector de actividad de la ratio deuda con coste/recursos propios muestra también una elevada heterogeneidad

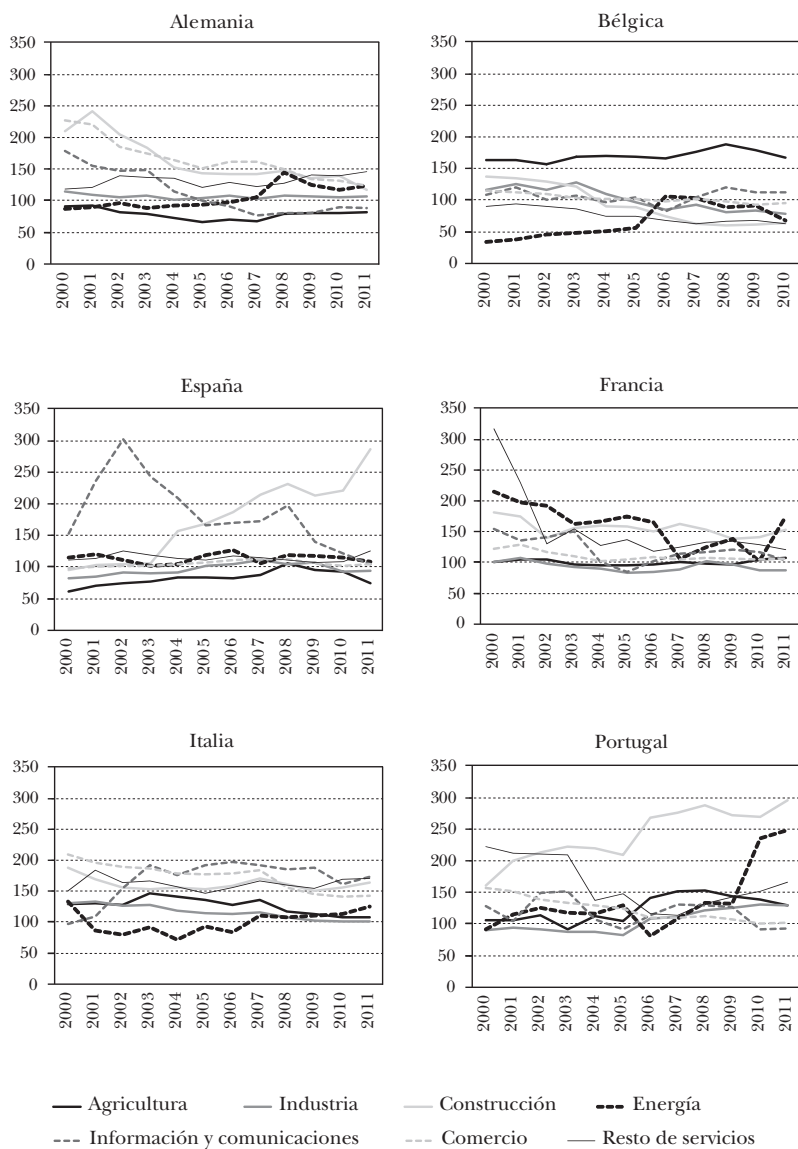
tanto dentro de cada país como entre países. La evolución en el período de crisis está condicionada en gran parte por los niveles alcanzados en los años anteriores, dada la mayor necesidad de reducir el apalancamiento en aquellos sectores que alcanzaron los mayores niveles de endeudamiento (gráfico 1.36).

En el caso de España, el primer rasgo destacable es el aumento del apalancamiento del sector de la construcción, que ya había aumentado un 65% hasta el 2004 y que ha alcanzado un nivel máximo del 2,86% en el 2011, triplicando su nivel de partida en el año 2000. En el 2011 es con diferencia el sector más endeudado de la economía española y con una ratio deuda con coste/recursos propios que más que duplica a la de Alemania, si bien Portugal incluso supera a España.

De los sectores considerados, solo el de la energía y, con gran intensidad, el de la información y comunicaciones son los que han reducido su nivel de endeudamiento en el 2011 en comparación con la situación del 2000. El desapalancamiento se está produciendo desde los máximos niveles alcanzados a la altura del 2008, con la excepción ya mencionada del sector de la construcción y, en mucha menor medida, en el resto del sector de los servicios.

En el resto de países considerados no hay un denominador común ni en los niveles de endeudamiento ni en su evolución temporal. En el sector de la construcción, si bien en España y Portugal el endeudamiento ha crecido en el período analizado, en Alemania, Bélgica, Francia e Italia ha caído y con gran intensidad, reduciéndose a la mitad en Alemania. En el sector industrial, las diferencias actuales entre países son más reducidas, con un rango de variación que oscila entre un valor máximo del 1,29% en Portugal a uno mínimo del 0,78% en Bélgica. En España la ratio es del 0,94%, por debajo del nivel de Alemania (108%). En el sector energético, las diferencias son muy grandes, con un nivel de endeudamiento del 2,48% en el 2011 en Portugal, frente a un reducido nivel del 0,68% en Bélgica. En España el sector de la energía presenta una ratio deuda/recursos propios inferior a Alemania, Francia e Italia. En el sector servicios (sin información y telecomunicaciones y comercio), el endeudamiento de las empresas españolas es inferior al de las alemanas e italianas.

GRÁFICO 1.36: Ratio deuda con coste respecto a sus recursos propios por sector de actividad de la empresa, 2000-2011
(tanto por 1)



Fuente: BACH (2013).

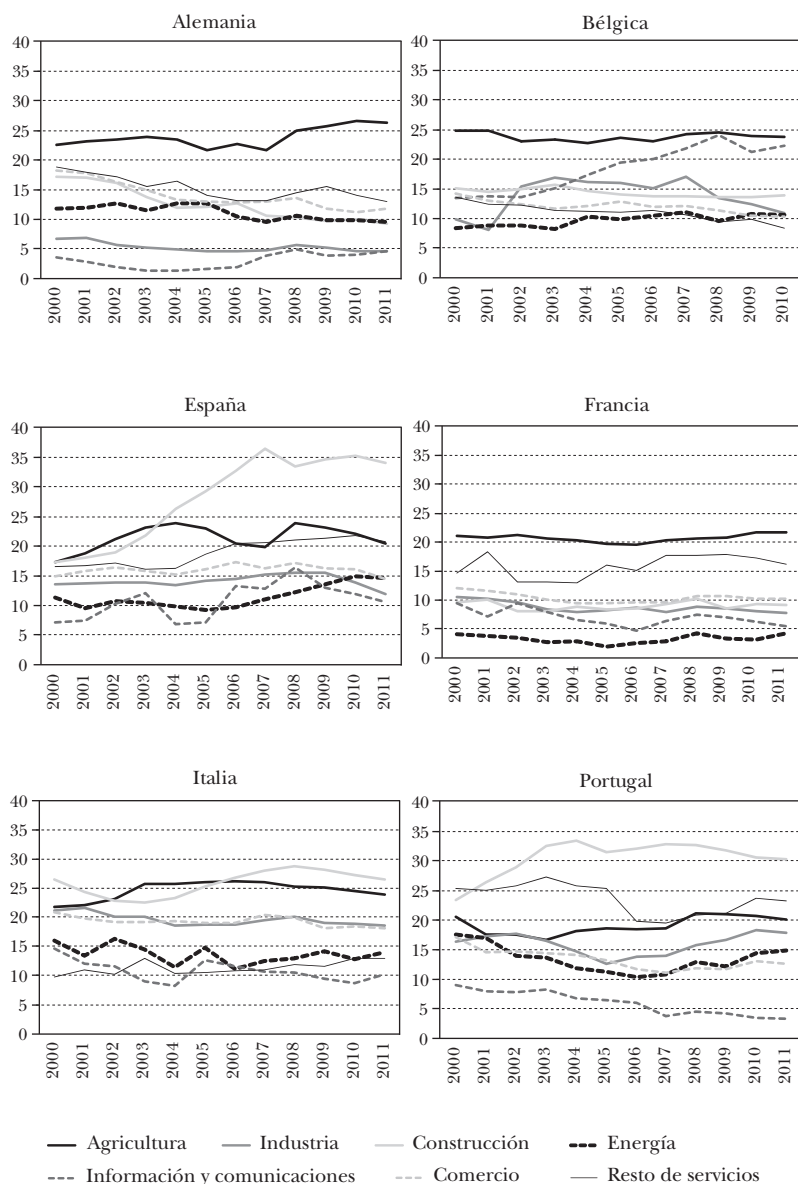
El elevado grado de heterogeneidad que existe en el grado de endeudamiento por sectores también se da en la importancia de la financiación bancaria. Centrando la atención en España, el sector de la construcción es con diferencia el más dependiente de la financiación bancaria, con un peso del préstamo en el activo total del 34% en el subperíodo de crisis, doblando el porcentaje que presentaba a principios de los 2000. Es en el 2007 cuando la dependencia fue mayor, ya que el préstamo llegó a representar el 36,5% del activo total. Son niveles de dependencia bancaria que más que duplican a las empresas del sector industrial. El elevado peso de la financiación bancaria en el sector de la construcción en España también es un rasgo que se cumple a nivel internacional, ya que es el país de los seis analizados en el que mayor es el peso préstamos bancarios/activos (gráfico 1.37).

En el caso del sector industrial, las empresas españolas han reducido en el período de crisis su dependencia de la financiación bancaria, con una caída de 3,5 puntos porcentuales de la ratio préstamos bancarios/activos hasta situarse en el 2011 en el 11,9%. Es un nivel mucho más elevado del de las empresas alemanas (4,6%) y francesas (7,7%) pero más reducido que el de Italia (18,6%) y Portugal (17,9%). Y, en los servicios, también en España es elevado el peso del préstamo bancario, ya que en el 2011 representa el 21% del activo total, frente a valores del 13% en Alemania, 16% en Francia y 13% en Italia. Solo el sector terciario de Portugal tiene una dependencia bancaria superior al español.

La evolución del coste medio real de la deuda por sectores que contiene el gráfico 1.38 se ha calculado utilizando el deflactor del PIB específico de cada sector de actividad, dada la distinta evolución de los precios por sectores. En la agricultura, el coste medio de la deuda es muy volátil, hecho que se achaca a la fuerte variabilidad del precio de los productos agrícolas. Algo parecido sucede en la energía, aunque con algo menos de volatilidad.

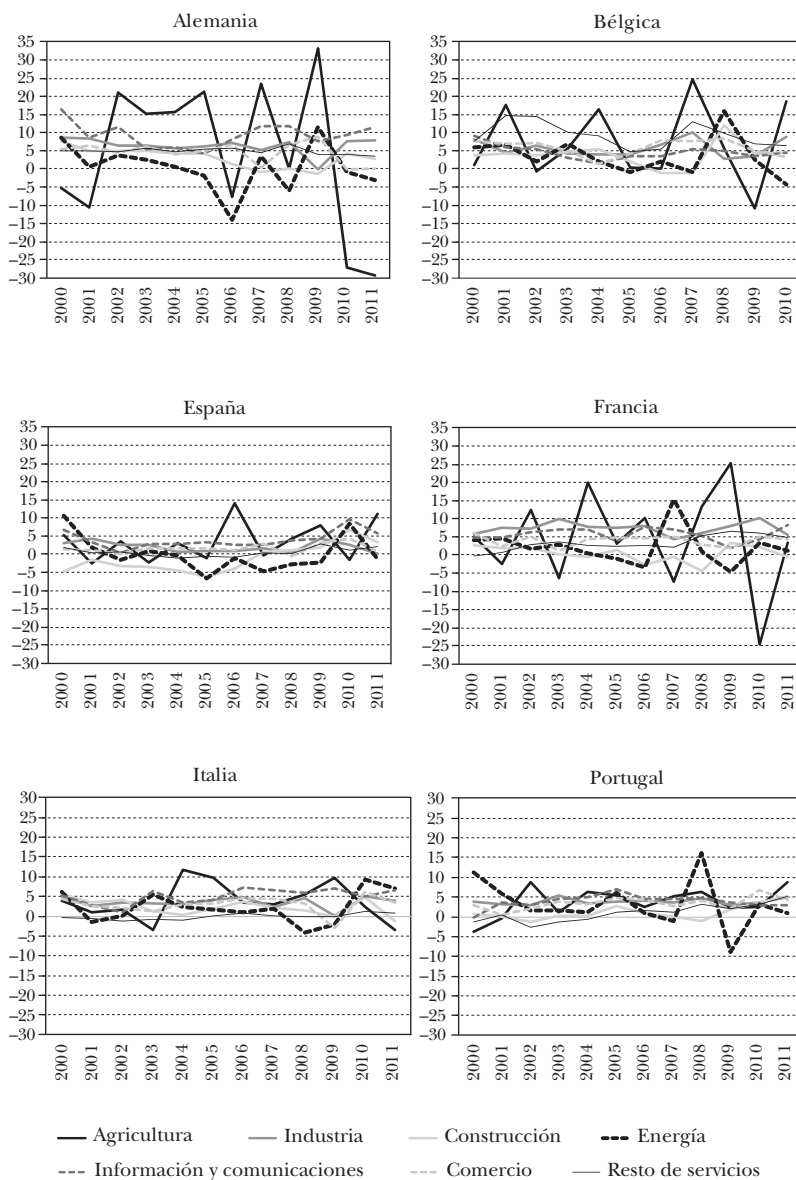
En España, el sector de la construcción disfrutó de un coste real de la financiación negativo en el período de burbuja inmobiliaria hasta el 2006. Sin embargo, el pinchazo de la burbuja y la fuerte caída del precio de los inmuebles a partir del 2008 ha dado lugar a un entorno completamente distinto donde el coste

GRÁFICO 1.37: Ratio deuda de las empresas no financieras con las instituciones de crédito respecto al total de sus activos por sector de actividad de la empresa, 2000-2011 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

GRÁFICO 1.38: Coste medio real de la deuda. Ratio gastos financieros respecto a la deuda con coste por sector de actividad de la empresa, 2000-2011
(porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

medio real de la deuda ha llegado a alcanzar el 6,7% en el 2010. Con datos del 2011, son la agricultura, seguida del sector de la información y las telecomunicaciones, los que soportan costes más altos de la deuda, situándose en el extremo opuesto la industria y el comercio.

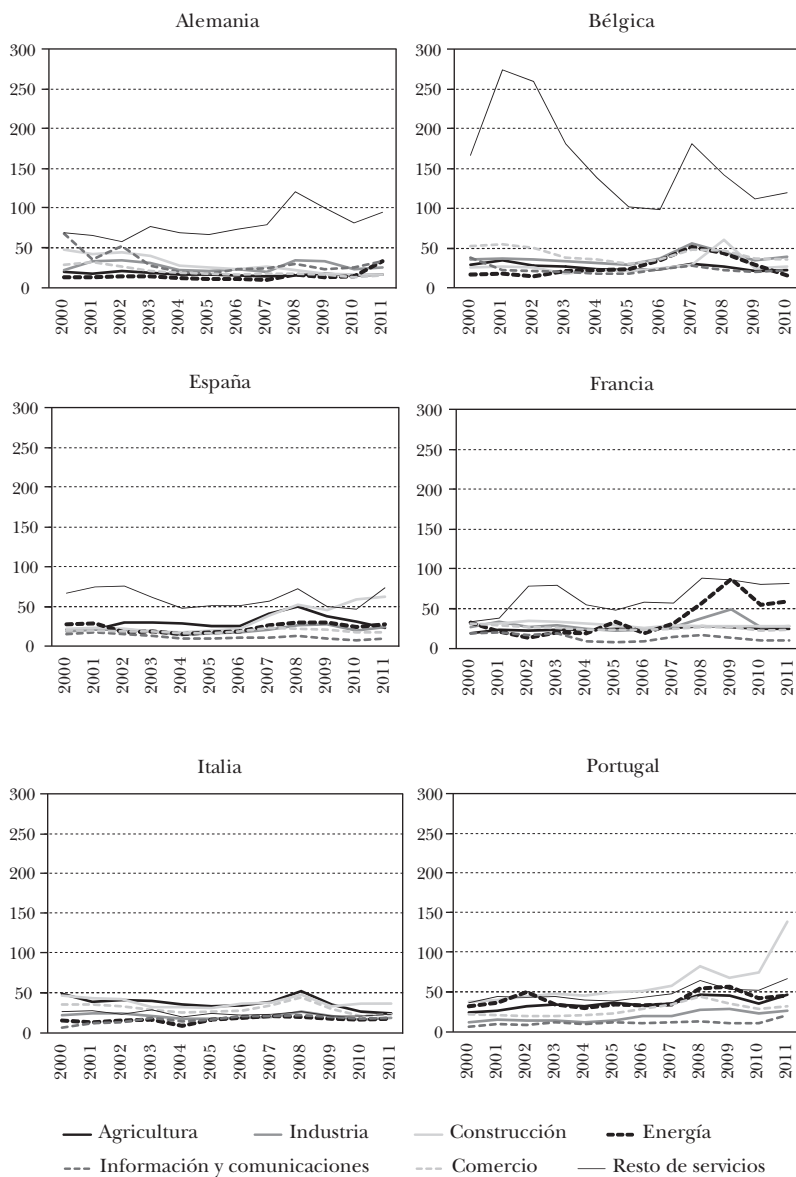
Una vez más, el elevado grado de heterogeneidad que se da entre países y sectores también se repite en la carga de la deuda. Así, como muestra el gráfico 1.39 que representa el porcentaje que los gastos financieros suponen respecto del margen bruto de explotación, en España las diferencias llegan a ser de 1 a 10 en algún caso en concreto. En el 2011, por ejemplo, el sector servicios destina el 74% de su margen a pagar los gastos financieros, mientras que en el sector de la información y las comunicaciones el porcentaje es de solo el 10%. También la construcción presenta una elevada carga financiera ya que, de dedicar el 23% del margen a gastos financieros antes de la crisis, el porcentaje ha aumentado al 55% del 2008 al 2011. En el sector industrial la carga de la deuda es más llevadera, con un aumento durante la crisis de 6 puntos porcentuales.

La elevada carga de la deuda del sector servicios en España es un rasgo común a países como Alemania, Bélgica, Francia, si bien en Italia es mucho más reducido. Sin embargo, en el caso de la construcción, con la excepción de Portugal, en el resto de países la ratio gastos financieros/margen es inferior al de España, triplicando la carga de España la de Alemania.

Con relación a los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros), la visión que se desprende del gráfico 1.40 es que la imagen de vulnerabilidad financiera es muy volátil como consecuencia de las fuertes oscilaciones que en ocasiones presentan los márgenes empresariales, llegando incluso a ser negativa la ratio construida si el margen es negativo.

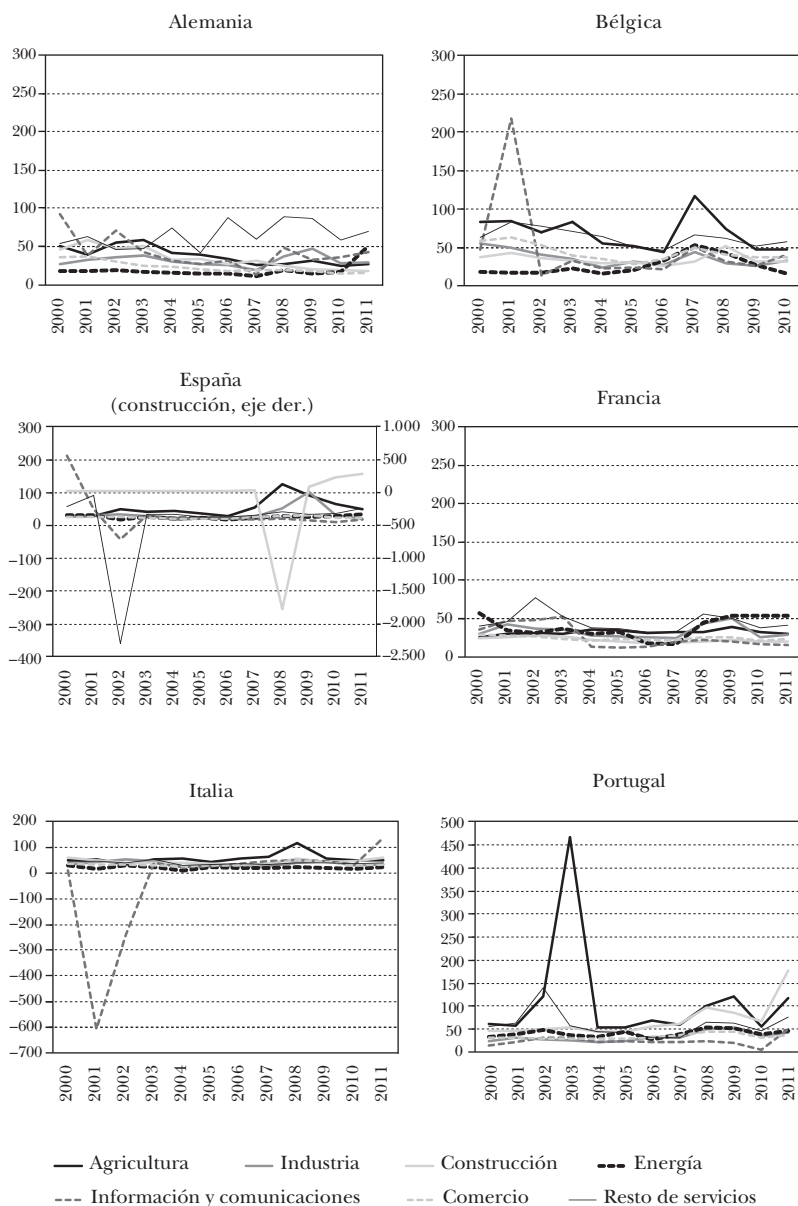
Centrando la atención en España, la vulnerabilidad financiera es extrema en el sector de la construcción, llegando a ser la ratio negativa en el 2008 como consecuencia de las enormes pérdidas del sector. En el 2011, la carga de la deuda casi triplica los ingresos netos de las empresas, algo que contrasta por completo con la situación previa al estallido de la crisis donde los gastos financieros absorbían el 20% de los ingresos netos.

GRÁFICO 1.39: Ratio gastos financieros respecto al margen bruto de explotación por sector de actividad de la empresa, 2000-2011 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

GRÁFICO 1.40: Ratio gastos financieros/(EBIT + ingresos financieros)
por sector de actividad, 2000-2011
 (porcentaje)



Fuente: BACH (2013).

También las empresas del sector de la construcción en Portugal presentan en el 2011 una elevada vulnerabilidad dado que los gastos financieros casi duplican sus ingresos netos (EBIT + ingresos financieros).

El sector industrial también presentó una alta vulnerabilidad financiera en España puntualmente en el 2009, aunque la situación ha cambiado por completo, ya que en el 2011 las empresas destinan el 21% de sus ingresos netos a hacer frente a la carga de la deuda, siendo un porcentaje incluso más reducido que en Alemania y Francia.

En el sector agrícola también la oscilación de precios hace que aumente la volatilidad del margen empresarial, por lo que la ratio de vulnerabilidad financiera utilizada se ve afectada. Desde el 2007, las empresas españolas dedican más de la mitad de sus ingresos netos a sufragar el coste de la deuda, llegando incluso el gasto financiero a superar esos ingresos en algún año.

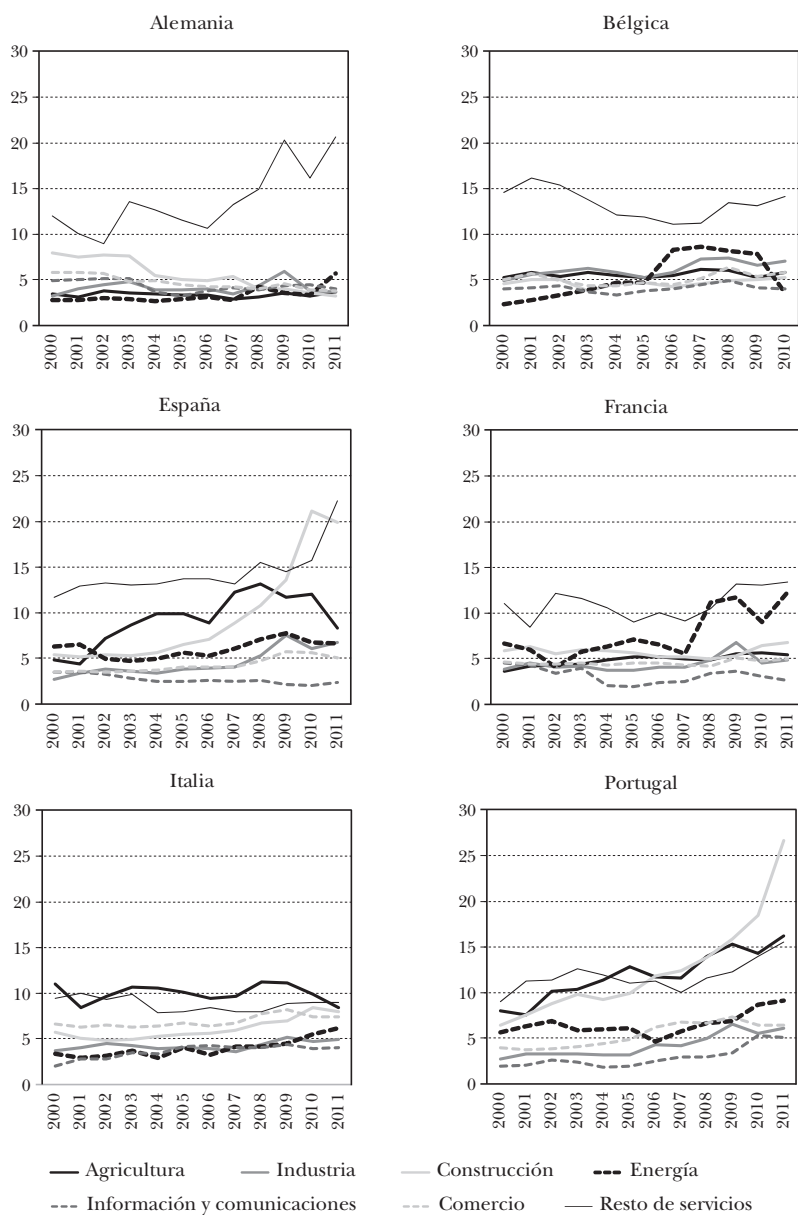
En el caso de los servicios (distintos al comercio), el elevado endeudamiento de las empresas españolas y el impacto de la crisis sobre los márgenes empresariales hace que en el 2011 tengan que destinar el 52% de los ingresos netos a pagar los gastos financieros, si bien es un rasgo común a las empresas del sector en Alemania, Bélgica y Portugal.

Un patrón similar se observa en términos de la sostenibilidad de la deuda, definida como el número de veces que la deuda representa el margen bruto de explotación (gráfico 1.41). Así, en España, nuevamente son los sectores de la construcción y los servicios los que más carga de la deuda soportan, con una ratio deuda con coste/margen bruto de explotación de 22 en los servicios y de 20 en la construcción. Es en este último sector en el que más ha crecido la ratio, multiplicándose por 4 desde 2000, y donde peor paradas salen las empresas españolas en la comparativa internacional en lo que a la carga de la deuda se refiere.

En definitiva, la carga de la deuda con relación al total de ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) que recoge el gráfico 1.42 presenta una gran heterogeneidad entre sectores y países. En el caso español, como es lógico tras el análisis previo ya realizado, es el sector de la construcción el más vulnerable con una ratio deuda/ingresos netos de 91 en el 2011, lo que significa que harían

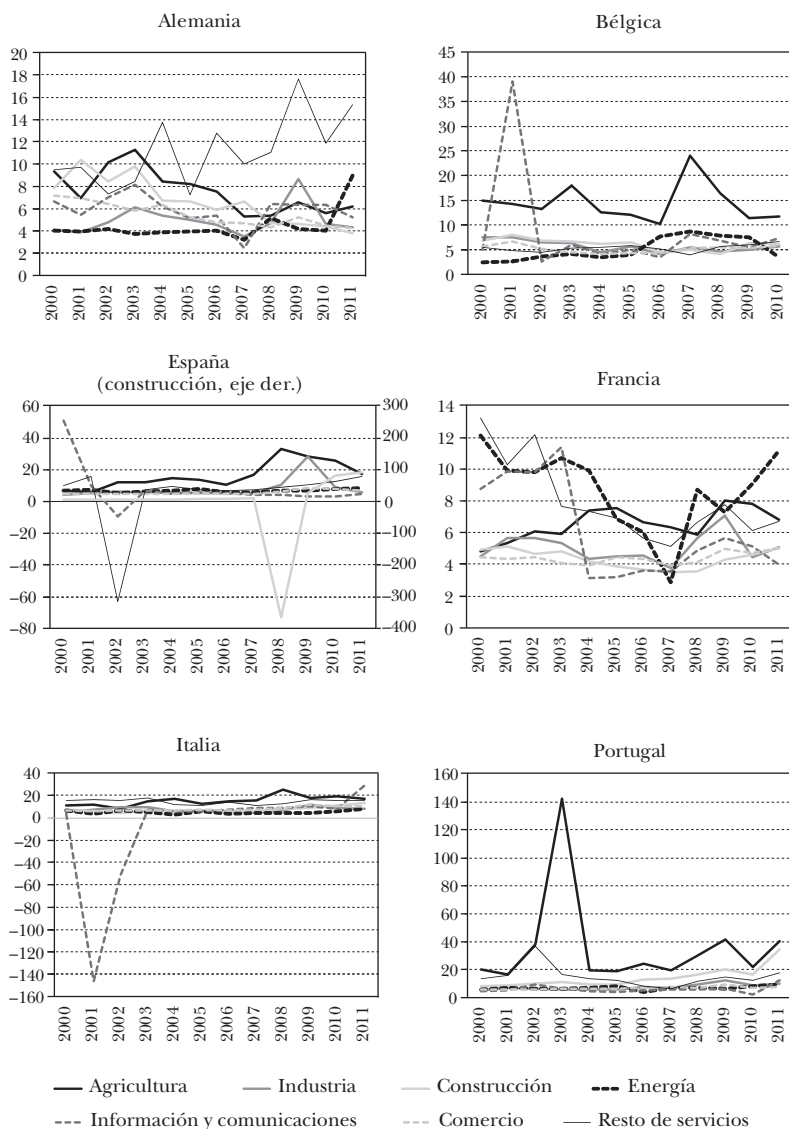
GRÁFICO 1.41: Ratio deuda con coste respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por sector de actividad, 2000-2011

(tanto por 1)



Fuente: BACH (2013).

GRÁFICO 1.42: Ratio deuda con coste respecto a los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) de las empresas no financieras por sector de actividad, 2000-2011 (tanto por 1)



Fuente: BACH (2013).

falta noventa y un años de actividad para devolver la deuda si la situación fuera la del 2011, año de profunda crisis del sector. Esta ratio es con diferencia la más elevada de los países analizados, siendo incluso el triple de la de Portugal.

También las empresas españolas del sector agrícola presentan un elevado nivel de endeudamiento con relación a sus márgenes, aunque la situación es similar en Italia y mejor que la de Portugal. Y en la industria, con datos del 2011, la situación en España no difiere significativamente de la de otros países, dado que la ratio deuda/ingresos netos es 5,6, frente a valores de 4,3 en Alemania, 5,1 en Francia y 8,5 en Italia.

Finalmente, en los servicios, el endeudamiento es muy superior a la industria, con una ratio en España de 15,8 similar a la de Alemania (15,4) e Italia (15,6).

2. Endeudamiento, debilidad y carga financiera: enfoque micro

EN el capítulo anterior se han analizado los cambios que se han producido en la estructura financiera de las empresas europeas durante la crisis y en los años previos. La empresa española está sufriendo los efectos del excesivo endeudamiento, no solo porque los niveles medios de deuda con coste (con relación a los activos totales) en la fase expansiva fuesen superiores al de otros países europeos, sino porque, una vez comienza la crisis, la carga de la deuda (con relación a los resultados) ha supuesto una amenaza para la supervivencia empresarial.

En esta segunda parte de la monografía (capítulos 2 y 3) se enriquece esta visión utilizando información desagregada por empresa para el conjunto de la eurozona. Con datos microeconómicos se puede contrastar si este diagnóstico, que es válido para el conjunto, es también robusto para la distribución de empresas en la muestra o si, en cambio, existen grandes diferencias entre ellas alrededor del valor agregado. En este segundo capítulo se utiliza una muestra de 3,7 millones de empresas de los países del euro para contrastar las diferencias que existen en el nivel de endeudamiento, la estructura financiera y la carga que esta supone. La información permite valorar, además, si las diferencias existentes entre empresas son mayores a las que se derivan de las diferencias de tamaño o sectoriales. También se puede analizar si el nivel de partida del endeudamiento de las empresas ha condicionado su evolución posterior, su capacidad de respuesta en la crisis y qué porcentaje de la deuda empresarial se encuentra en riesgo.

2.1. Muestra utilizada

La información de partida para realizar este análisis proviene de la base de datos Amadeus publicada por Bureau van Dijk.¹⁵ Esta base de datos contiene información económico-financiera de aproximadamente 19 millones de empresas europeas, de las que 7,6 millones son de los países de la eurozona y 1 millón españolas (cuadro 2.1). Con relación al contenido de la base de datos la muestra final utilizada se ha reducido sensiblemente por varios motivos. En primer lugar porque únicamente se han utilizado estados contables individuales (no consolidados). Si se considerasen los estados contables consolidados, se podría estar duplicando la información al no conocerse qué compañías componen cada uno de los grupos. Además, implicaría agregar información de sectores heterogéneos, especialmente en el caso de grupos empresariales con inversiones en sectores diversos. En segundo lugar, se han seleccionado únicamente aquellas empresas incluidas en Amadeus con formas jurídicas mercantiles o societarias (excluyéndose asociaciones, fundaciones y otras formas jurídicas). Se excluyen las empresas para las que no se dispone del código de actividad y las que pertenecen al sector financiero. Por último, se han eliminado todas las empresas para las que la información de las variables necesarias no es completa, las que tuviesen recursos propios negativos, que no cumpliesen condiciones de fiabilidad de la información o las que pudieran ser consideradas como empresas atípicas. En concreto, se impone la restricción de que el activo de la empresa sea igual al pasivo y que determinadas rúbricas del balance sumen las partidas en las que se desagregan. Como valores atípicos han sido considerados aquellas empresas en las que la rentabilidad económica se situase fuera del intervalo definido por el percentil 25 (P25) menos 1,5 veces el rango intercuartílico (P75-P25) y el percentil 75 (P75) más 1,5 veces el rango intercuartílico, definidos en cada país, año y sector (NACE Rev. 2 a dos dígitos de desagregación). También se eliminan las empresas

¹⁵ Se utiliza la actualización de 16 de enero del 2013.

CUADRO 2.1: Número de observaciones y de empresas en Amadeus y en la muestra, 2004-2011

	N.º observa- ciones de la eurozona	N.º empresas de la euro- zona
Total de empresas en Amadeus	37.122.988	7.566.808
Estados contables consolidados + formas jurídicas no incluidas + empresas sin código de actividad + falta de información necesaria, incongruencias de información y <i>outliers</i>	20.645.992	3.847.429
Total de la muestra	16.476.996	3.719.379

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

con un nivel de apalancamiento superior al del percentil 99 de su sector, país y año.

Debido a la aplicación de todos estos filtros, la muestra total consta de 3,7 millones de empresas distintas observadas en los años 2004-2011, por lo que se utilizan 16,5 millones de observaciones/año. En el cuadro 2.2 se muestra la distribución de empresas por países y años. Debido a la entrada y salida de empresas¹⁶ en la muestra, la cobertura oscila entre un mínimo de 1,4 millones de empresas en el 2004 a un máximo de 2,5 millones en el 2009. En el último año disponible la muestra consta de prácticamente 2 millones de empresas. Los países con mayor representatividad son Francia e Italia, por encima del 25% de las observaciones totales. España es también de los países que más observaciones incluye, aunque en una proporción menor (19,5% a lo largo del período). Alemania es, de los grandes países europeos, el que contiene una representatividad inferior a la que correspondería a su dimensión, contando únicamente con un 8,4% de las observaciones en el conjunto del período. En cuanto al resto de países, Bélgica y Portugal representan el 10,4% y 7% de las observaciones, respectivamente. El resto de países tienen un peso menor en la muestra.

¹⁶ La entrada y salida de empresas en la muestra puede deberse tanto a la demografía empresarial (nuevas empresas que se crean y otras que desaparecen) como a la entrada o salida de empresas existentes pero de nueva inclusión o exclusión en la base de datos Amadeus.

CUADRO 2.2: Número de empresas por país y año, 2004-2011

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Alemania	32.072	95.907	223.279	221.062	236.206	241.343	231.363	104.723
Bélgica	184.119	195.116	204.837	216.859	225.006	231.159	238.429	217.364
España	332.166	357.317	391.645	389.027	446.656	477.169	456.385	361.378
Finlandia	35.442	36.497	40.328	50.082	53.868	56.914	60.209	58.293
Francia	414.014	451.628	499.566	554.482	594.669	619.539	630.813	469.628
Grecia	15.275	16.335	17.226	18.154	19.171	20.109	19.434	16.922
Irlanda	3.296	4.738	6.614	8.763	9.309	9.494	9.802	6.988
Italia	345.129	377.609	419.460	567.841	607.692	639.045	651.478	588.497
Luxemburgo	843	1.287	1.721	1.727	1.658	2.036	2.094	974
Países Bajos	2.663	3.194	3.581	4.043	4.367	4.539	4.124	2.662
Portugal	40.759	131.074	141.402	148.318	152.707	163.806	170.808	151.669
Total	1.405.778	1.670.702	1.949.659	2.180.358	2.351.309	2.465.153	2.474.939	1.979.098

Fuente: Anadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

En el cuadro 2.3 se muestra la distribución de empresas por sectores de actividad. En la muestra dominan las empresas de los servicios (el 66,7% del total, en promedio para todo el período), sobre todo empresas del comercio y reparación (24,8%), Actividades profesionales (10,1%) y actividades inmobiliarias (8,9%). La construcción representa el 16% de las empresas de la muestra, mientras que la industria el 14,3%. El sector primario (agricultura, ganadería y pesca) y la energía apenas alcanzan el 2% del total de empresas cada uno.

Como muestra el cuadro 2.4, la muestra está dominada por microempresas (79,5 %) y pequeñas empresas (15,9%). Las empresas medianas representan el 3,5% y las grandes tan solo el 0,99%.¹⁷ Aunque las medianas y grandes representan un porcentaje reducido del total de empresas, la visión cambia completamente si se compara la estructura porcentual del empleo (cuadro 2.5), ya que estas representan conjuntamente por encima del 70% del total a lo largo del período (50% las grandes y 20% las medianas, aproximadamente).¹⁸

La base de datos Amadeus es muy rica en cuanto al volumen de empresas que incluye, aunque no tanto con el desglose de información disponible. Aunque el formato global de cuentas, definido en Amadeus, se supone que está homogeneizado por Bureau van Dijk para todos los países, en realidad por el lado del pasivo

¹⁷ Para la definición de los grupos de tamaño se ha seguido la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. Las microempresas se definen como una empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los 2 millones de euros. Se define a una pequeña empresa como aquella que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los 10 millones de euros. Se consideran medianas empresas aquellas que ocupan a menos de 250 personas y que tienen un volumen de negocios anual que no excede de 50 millones de euros o que presentan un balance general anual que no excede de 43 millones de euros. Las grandes empresas son las que superan en tamaño a las medianas de acuerdo a las definiciones anteriores.

¹⁸ La presencia mayoritaria de microempresas y pequeñas es coherente con los datos de otras fuentes estadísticas. Por ejemplo, de acuerdo con el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del Instituto Nacional de Estadística (INE), entre las empresas españolas (sociedades anónimas, de responsabilidad limitada, comanditarias, cooperativas o comunidades de bienes) el 89% son de menos de 10 trabajadores, el 8% entre 10 y 49 trabajadores y el 2% de 50 o más trabajadores. Este resultado también se observa a nivel europeo en Comisión Europea (2014).

CUADRO 2.3: Número de empresas en la muestra por sector de actividad y año, 2004-2011

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Agricultura, ganadería y pesca	25.858	29.926	32.442	36.073	40.375	43.429	43.934	36.310
Industrias extractivas	4.278	4.689	5.037	5.265	5.390	5.483	5.315	4.292
Industria manufacturera	225.489	256.642	293.770	312.371	324.151	326.625	326.788	262.461
Energía eléctrica, gas, vapor y aire acond.	4.121	4.680	5.589	6.680	9.398	11.815	14.150	13.852
Agua, residuos y descontaminación	6.744	7.923	9.391	10.346	11.152	11.738	11.812	9.485
Construcción	219.763	264.436	319.294	361.399	389.268	405.507	400.066	312.015
Comercio y reparación	372.737	438.412	500.787	537.846	570.922	595.566	595.071	471.479
Transporte y almacenamiento	55.659	67.455	77.610	84.438	89.435	93.343	94.289	76.128
Hostelería	71.640	87.355	99.118	111.226	122.461	131.189	133.923	107.869
Información y comunicación	46.375	55.177	65.971	77.637	84.470	89.249	90.166	71.006
Actividades inmobiliarias	115.834	134.455	155.687	199.111	217.276	229.805	227.422	190.326
Actividades profesionales	126.110	157.991	190.198	215.072	240.387	257.850	262.390	206.434
Actividades administrativas	52.447	63.025	76.420	87.222	95.815	101.405	102.315	80.741

CUADRO 2.3 (cont.): Número de empresas en la muestra por sector de actividad y año, 2004-2011

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Administración Pública	317	446	619	625	727	715	673	491
Educación	10.229	12.661	15.166	17.502	19.679	21.498	22.070	17.786
Actividades sanitarias y de servicios sociales	29.579	39.004	47.122	53.228	58.781	63.191	66.487	56.773
Actividades artísticas y de entretenimiento	14.854	17.453	20.477	24.232	27.292	29.310	29.655	23.955
Otros servicios	23.744	28.972	34.961	40.085	44.330	47.435	48.413	37.695
Agricultura, ganadería y pesca	25.858	29.926	32.442	36.073	40.375	43.429	43.934	36.310
Construcción	219.763	264.436	319.294	361.399	389.268	405.507	400.066	312.015
Energía	15.143	17.292	20.017	22.291	25.940	29.036	31.277	27.629
Industria	225.489	256.642	293.770	312.371	324.151	326.625	326.788	262.461
Servicios	919.525	1.102.406	1.284.136	1.448.224	1.571.575	1.660.556	1.672.874	1.340.683
Total	1.405.778	1.670.702	1.949.659	2.180.358	2.351.309	2.465.153	2.474.939	1.979.098

Fuente: Anadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

CUADRO 2.4: Número de empresas de la muestra por tamaño y año, 2004-2011

a) Número de empresas

Tipo de empresa	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Microempresas	1.084.841	1.319.331	1.521.284	1.729.354	1.873.587	2.001.726	2.013.411	1.559.426
Pequeñas	248.288	270.285	332.075	348.785	373.941	361.948	358.908	332.350
Medianas	57.179	63.657	75.928	79.862	80.757	79.043	79.352	68.399
Grandes	15.470	17.429	20.372	22.357	23.024	22.436	23.268	18.923
Total	1.405.778	1.670.702	1.949.659	2.180.358	2.351.309	2.465.153	2.474.939	1.979.098

b) Estructura porcentual

Tipo de empresa	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Microempresas	77,17	78,97	78,03	79,32	79,68	81,20	81,35	78,79
Pequeñas	17,66	16,18	17,03	16,00	15,90	14,68	14,50	16,79
Medianas	4,07	3,81	3,89	3,66	3,43	3,21	3,21	3,46
Grandes	1,10	1,04	1,04	1,03	0,98	0,91	0,94	0,96

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

CUADRO 2.5: Estructura porcentual del empleo según el tamaño de la empresa de la muestra, 2004-2011

Tipo de empresa	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Microempresas	7,47	7,48	8,53	8,29	9,32	9,86	9,53	11,00
Pequeñas	17,71	17,49	19,09	18,21	18,30	18,15	17,46	20,06
Medianas	19,66	20,36	21,54	20,80	19,90	20,61	20,13	19,16
Grandes	55,16	54,67	50,84	52,70	52,48	51,38	52,88	49,77

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

únicamente se puede distinguir con fiabilidad entre los recursos propios, los pasivos no corrientes (a largo) y los pasivos corrientes (a corto). Por ejemplo, para España, el 95% de las empresas en Amadeus muestran un dato de crédito comercial nulo. Por este motivo, para ofrecer información adicional sobre determinadas partidas que serán de interés, en especial la deuda con coste (a largo y a corto), se trabaja con una segunda muestra más restrictiva. En concreto, se sigue al FMI que analiza en el *Global Financial Stability Report* de octubre del 2013 la situación financiera de las empresas europeas utilizando Amadeus. En concreto, siguiendo los criterios aplicados por el FMI, se incluyen únicamente las empresas para las que está disponible la deuda con coste, los gastos financieros, el EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos) y el EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización). Con estas condiciones se restringe la muestra, pero aun así sigue siendo representativa. El cuadro 2.6 contiene el número de observaciones anuales disponibles en la muestra restringida, así como la representatividad de la muestra en términos del número de empleados respecto a la muestra total. Con datos del 2011, y para los 11 países analizados, la muestra se reduce de 1.979.098 a 1.392.175 observaciones. La reducción obliga a prescindir del análisis a los Países Bajos y Luxemburgo. Para Irlanda, si bien disponemos de una muestra muy reducida, su representatividad en términos de empleados oscila en torno al 40% del 2005 al 2011, siendo inferior en el 2004. En cualquier caso, dado que la representatividad es reducida, sus resultados deben ser interpretados con cautela. Con datos del 2011, los porcentajes del empleo total varían de un máximo del 99% en Italia al valor mínimo del 37% en Irlanda. En los países grandes, los porcentajes son del 84% en Alemania, 87% en España, 99% en Italia y 98% en Francia. En el año 2007 la muestra española cae de forma muy significativa. En el resto de años las empresas españolas incluidas en la muestra suelen estar en torno a las 300.000, pero en ese año no se llega a las 93.000 observaciones. Este hecho se debe a que en el 2007, último año en el que las empresas publicaron sus estados financieros de acuerdo con el Plan General de Contabilidad de 1993, en un porcentaje significativo de ellas no aparece en Amadeus información de las variables económico-financieras,

CUADRO 2.6: Tamaño y representatividad de la muestra restringida, 2004-2011

a) Número de empresas

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Alemania	16.593	22.416	24.892	23.942	27.536	29.737	28.887	16.353
Bélgica	117.039	123.112	117.874	121.453	124.203	124.604	126.031	114.070
España	300.709	322.021	349.927	92.970	297.775	306.833	282.451	225.371
Finlandia	15.137	15.007	17.278	23.414	29.172	30.582	32.792	32.260
Francia	397.064	431.577	475.151	524.838	559.401	579.038	588.394	438.157
Grecia	13.879	14.816	15.545	16.442	17.284	17.931	17.322	15.147
Irlanda	95	69	573	982	1.024	949	829	552
Italia	333.426	364.268	402.600	527.758	562.443	586.506	597.001	538.382
Luxemburgo	233	388	580	690	846	1.015	1.065	511
Países Bajos	91	103	114	98	27	3	10	4
Portugal	31.530	85.301	90.668	97.011	99.258	96.895	23.011	11.368
Eurozona	1.225.796	1.379.078	1.495.202	1.429.598	1.718.969	1.774.093	1.697.793	1.392.175

CUADRO 2.6 (cont.): Tamaño y representatividad de la muestra restringida, 2004-2011

b) Porcentaje de empleados con relación a la muestra total

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Alemania	74,70	83,62	80,57	75,83	81,16	75,46	81,53	84,49
Bélgica	90,53	90,46	80,08	77,42	73,72	74,18	73,08	73,75
España	97,42	97,32	97,21	65,59	89,12	88,66	88,00	87,38
Finlandia	74,28	72,51	73,58	74,26	77,92	74,27	77,50	73,48
Francia	98,86	98,24	98,75	98,78	98,87	98,40	98,34	98,14
Grecia	97,24	96,42	96,43	96,62	96,17	95,97	96,07	96,06
Irlanda	6,71	39,98	47,32	43,00	44,93	41,28	36,89	37,47
Italia	99,88	99,84	99,72	99,66	99,39	99,35	99,49	99,17
Luxemburgo	7,03	0,00	100,00	96,13	91,90	78,86	93,03	93,93
Países Bajos	13,87	14,26	14,76	7,06	1,52	0,02	0,11	0,34
Portugal	99,26	98,61	89,19	89,96	90,00	80,50	40,27	31,29
Eurozona	93,49	94,09	92,20	83,76	89,73	87,08	86,20	86,98

Nota: La muestra restringida se define a partir de la muestra total como aquella en que las empresas tienen dato para las variables de *deuda con coste a largo y corto plazo*, *EBITDA*, *resultado de explotación*, *ingresos y gastos financieros*.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

especialmente del balance, sin que se indique motivo alguno. Por tanto, los datos de este año han de ser interpretados con cautela.

En el cuadro 2.7 se muestra la estructura porcentual del pasivo del agregado de empresas de cada país en el 2004, el 2007 y el último año disponible, 2011, tanto con la muestra total (panel *a*) como con la restringida (panel *b*). Varios hechos son de destacar. En primer lugar, si se compara a la empresa española con la del conjunto de países de la eurozona, se comprueba que el peso de los recursos propios era menor en el 2007, justo antes del comienzo de la crisis (35,7% en España frente al 39,1% de la eurozona en la muestra total), lo que significa un mayor apalancamiento. El peso de la deuda a largo (pasivos no corrientes) representaban en España el 28,6%, 3 puntos porcentuales más que la media de

CUADRO 2.7: Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011
(porcentaje)

a) Muestra total

a.1) 2004

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d)	Pasivo corriente (e)
Alemania	38,1	8,1	30,0	41,3	20,6
Bélgica	46,0	27,5	18,6	19,2	34,8
España	37,9	13,5	24,4	24,3	37,8
Finlandia	48,9	8,3	40,6	23,4	27,7
Francia	39,2	11,8	27,4	23,1	37,7
Grecia	44,2	26,4	17,8	20,9	34,8
Irlanda	39,6	3,1	36,5	14,1	46,3
Italia	32,1	14,2	18,0	21,6	46,3
Luxemburgo	73,1	11,2	61,9	14,1	12,8
Países Bajos	45,4	8,2	38,4	23,3	31,3
Portugal	35,8	15,1	20,7	24,8	39,4
Eurozona	38,6	13,4	25,2	25,8	35,6

CUADRO 2.7 (cont.): Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011
(porcentaje)

a.2) 2007

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d)	Pasivo corriente (e)
Alemania	39,3	7,7	31,7	31,8	28,9
Bélgica	49,6	27,6	22,0	18,7	31,7
España	35,7	11,4	24,4	28,5	35,7
Finlandia	45,5	7,6	37,9	26,6	28,0
Francia	40,6	10,5	30,1	21,7	37,8
Grecia	40,9	24,0	16,9	24,0	35,1
Irlanda	40,4	4,7	35,7	22,6	37,0
Italia	31,5	12,2	19,3	24,6	43,9
Luxemburgo	59,4	6,7	52,7	22,4	18,2
Países Bajos	53,0	11,1	44,2	14,9	32,1
Portugal	34,8	12,3	22,4	25,7	39,5
Eurozona	39,0	12,0	27,1	25,3	35,6

a.3) 2011

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d)	Pasivo corriente (e)
Alemania	38,6	6,0	32,6	35,5	25,9
Bélgica	54,5	30,4	24,1	19,7	25,9
España	42,2	13,8	28,4	28,5	29,3
Finlandia	43,3	7,3	36,0	29,3	27,4
Francia	42,1	10,5	31,7	24,8	33,1
Grecia	40,6	26,9	13,8	25,4	34,0
Irlanda	40,3	6,2	34,1	32,0	27,7
Italia	34,1	11,3	22,7	23,2	42,8
Luxemburgo	70,8	11,7	59,0	13,5	15,8
Países Bajos	53,0	8,7	47,1	18,7	28,4
Portugal	36,4	11,6	24,8	31,0	32,7
Eurozona	41,9	12,9	29,0	26,2	31,9

CUADRO 2.7 (cont.): Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011
(porcentaje)

b) Muestra restringida
b.1) 2004

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d) = (e) + (f)	Deuda con coste a largo plazo (e)	Otros pasivos no corrientes (f)	Pasivo corriente (g) = (h) + (i)	Deuda con coste a corto plazo (h)	Otros pasivos corrientes (i)
Alemania	36,9	8,6	28,3	41,7	24,2	17,5	21,4	2,4	19,0
Bélgica	41,0	21,6	19,4	23,5	19,3	4,1	35,5	10,2	25,2
España	37,6	13,2	24,4	24,1	22,3	1,8	38,3	4,9	33,4
Finlandia	48,8	9,1	39,7	26,8	8,1	18,8	24,4	2,1	22,3
Francia	38,4	11,7	26,7	23,1	6,7	16,4	38,5	7,5	31,0
Grecia	44,1	26,1	18,0	21,2	19,2	2,0	34,7	11,6	23,1
Irlanda	34,5	2,5	32,0	47,8	42,9	5,0	17,7	4,6	12,4
Italia	32,1	14,2	18,0	21,6	8,2	13,4	46,3	10,1	36,2
Portugal	34,8	14,9	19,9	25,2	22,8	2,4	39,9	8,5	31,5
Eurozona	36,8	13,2	23,6	25,7	14,0	11,7	37,4	7,2	30,2

CUADRO 2.7 (cont.): Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011
(porcentaje)

b) Muestra restringida

b.2) 2007

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d) = (e) + (f)	Deuda con coste a largo plazo (e)	Otros pasivos no corrientes (f)	Pasivo corriente (g) = (h) + (i)	Deuda con coste a corto plazo (h)	Otros pasivos corrientes (i)
Alemania	38,4	7,6	30,8	30,8	15,5	15,3	30,8	3,2	27,5
Bélgica	45,7	23,7	22,0	21,7	18,2	3,4	32,6	10,9	21,6
España	34,3	9,1	25,2	28,0	24,8	3,0	37,8	7,6	30,1
Finlandia	43,7	7,9	35,8	29,7	13,3	16,4	26,6	4,4	22,2
Francia	39,8	10,3	29,5	21,7	10,9	10,8	38,5	7,7	30,8
Grecia	40,9	23,8	17,1	24,2	22,3	1,8	34,9	11,6	23,3
Irlanda	36,5	5,4	31,0	25,8	21,7	4,1	37,8	26,2	11,3
Italia	31,3	12,2	19,1	24,6	12,1	12,6	44,0	10,9	33,2
Portugal	34,6	12,5	22,2	25,9	24,2	1,7	39,5	8,9	30,6
Eurozona	36,9	11,5	25,4	25,3	15,4	9,9	37,8	8,2	29,6

CUADRO 2.7 (cont.): Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011
(porcentaje)

b.3) 2011

	Patrimonio neto (a) = (b) + (c)	Capital (b)	Otro patrimonio neto (incl. reservas) (c)	Pasivo no corriente (d) = (e) + (f)	Deuda con coste a largo plazo (e)	Otros pasivos no corrientes (f)	Pasivo corriente (g) = (h) + (i)	Deuda con coste a corto plazo (h)	Otros pasivos corrientes (i)
Alemania	39,0	5,9	33,1	34,5	19,7	14,8	26,5	2,5	24,1
Bélgica	49,4	24,2	25,2	23,3	20,4	2,9	27,3	8,7	18,5
España	41,1	12,4	28,8	29,1	26,1	2,9	29,8	5,8	23,9
Finlandia	42,4	7,7	34,7	32,6	16,4	16,2	25,0	3,4	21,6
Francia	41,3	9,8	31,5	24,8	14,7	10,2	33,8	6,3	27,6
Grecia	40,7	26,8	13,9	25,5	23,9	1,7	33,8	12,7	21,1
Irlanda	30,0	3,9	26,0	34,4	29,8	4,5	35,7	26,6	9,0
Italia	33,9	11,3	22,6	23,1	12,3	10,8	43,0	10,3	32,7
Portugal	30,7	10,1	20,6	38,3	24,3	14,0	31,0	11,6	19,4
Eurozona	39,5	11,7	27,8	27,0	17,8	9,2	33,5	7,1	26,4

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

la eurozona. En cambio, en el peso de los pasivos a corto plazo en el 2007, apenas existían diferencias con la media. Una imagen similar se obtiene si se observa el balance de la muestra restringida. De las empresas incluidas en la muestra restringida se dispone de la desagregación de los pasivos corrientes y no corrientes en función de si tienen coste o no (panel *b*). La empresa española tiene mayor dependencia de la financiación a largo plazo con coste en comparación a la europea, ya que en 2007 esta suponía el 24,8% del pasivo total de las empresas incluidas en la muestra restringida. Este porcentaje en Europa era de tan solo el 15,4%. Sin embargo, en términos de la deuda con coste a corto plazo, los porcentajes observados en España y en la eurozona en 2007 son bastante similares. Este hecho hace que las diferencias con las empresas de la eurozona en términos de la deuda con coste total sean mayores (32,0% en España, frente al 24,8% en el 2011).

En España con la crisis se ha reducido el apalancamiento. Los recursos propios han pasado del 35,7% de los pasivos al 42,2% en la muestra total y del 34,3% al 41,2% en la muestra restringida. El incremento de los fondos propios se realiza fundamentalmente gracias al aumento de 4 puntos porcentuales del peso de las reservas (autofinanciación empresarial proveniente de los resultados) pero también con cargo a las aportaciones de capital de los accionistas (el capital se incrementa en 2,4 puntos en la muestra total y 3,2 puntos en la restringida). El hecho de que el peso de los recursos propios haya aumentado en prácticamente 7 puntos en un período de crisis en el que los beneficios son reducidos, y en el que las emisiones de acciones en los mercados han estado bajo mínimos, es indicativo de las dificultades que las empresas españolas tienen en el acceso a la financiación externa, como se mostró en el capítulo anterior. Asimismo, es de destacar que la reducción del apalancamiento en España se ha debido más a la reducción de los pasivos a corto, ya que el peso de la financiación a largo en el 2011 era similar e incluso superior en la muestra restringida, al que representaba en el 2007. El peso de los pasivos corrientes es el que más se ha reducido, tanto en términos de la deuda con coste a corto plazo (1,8 puntos) como, muy especialmente, los otros pasivos corrientes, donde se encuentra el crédito comercial (reducción de más de 6 puntos).

Este patrón que se observa en la estructura de los pasivos de las empresas españolas ha sido compartido hasta cierto punto por el conjunto de empresas de la eurozona. En la eurozona el peso de los recursos propios también ha aumentado, aunque en menor proporción, reduciéndose el peso de los pasivos no corrientes (a corto), y dentro de estos especialmente los otros pasivos corrientes que incluyen el crédito comercial.

En comparación con el resto de países europeos, la situación de las empresas españolas incluidas en la muestra es intermedia. Los países con menor peso de los recursos propios en el balance en el 2011 son Italia, Portugal y Alemania, que no llegan al 40%. Las empresas con mayores ratios de apalancamiento son las de Luxemburgo, Bélgica y los Países Bajos. Grecia, España, Francia y Finlandia representan un porcentaje intermedio cercano a la media de la eurozona.

La distribución porcentual del balance ofrece información sobre la estructura financiera media de las empresas, pero estas medias esconden diferencias, incluso mayores entre empresas. Con los datos agregados se puede establecer hasta qué punto el conjunto de empresas en un país tiene en promedio ratios de endeudamiento mayores o menores que otros. Pero conocer la salud financiera de las empresas de una economía implica ir más allá del valor medio. Es por ello que en las próximas secciones se plantea el porqué de las diferencias en la estructura financiera de las empresas.

2.2. Determinantes de la estructura financiera

En general, todo este segundo bloque de la monografía está enfocado a mostrar las diferencias que existen en la estructura financiera, en el coste de la financiación y en la carga de la deuda entre empresas. Como se verá a continuación, y como muestran otros trabajos (BCE 2013c, p. e.), las diferencias entre empresas son muy importantes. Como pregunta previa a la sección cabe plantearse los motivos que determinan la estructura financiera de las empresas; en otras palabras, qué factores condicionan que las empresas se financien con distinta propor-

ción de recursos propios o ajenos. En última instancia, las decisiones sobre la estructura financiera no suelen estar aisladas de las decisiones sobre las inversiones reales y financieras, de forma que el endeudamiento deseado por la empresa dependerá del valor de mercado de la empresa. En este sentido, el sector de actividad es relevante por la diferente intensidad de activos físicos e inmovilizaciones financieras que suelen mostrar las ramas productivas. Cada sector tiene distinta intensidad del capital físico, lo que implica inmovilizar una mayor o menor proporción de recursos de la empresa. Del mismo modo, las empresas también difieren en sus inversiones financieras (participaciones en empresas del grupo, etc.). Estas diferencias están asociadas también a distintas formas de financiar esta actividad, reflejándose proporciones variables de la deuda con relación a los recursos propios. Sin embargo, la evidencia empírica suele indicar que el sector de actividad no explica completamente las diferencias en la estructura financiera de las empresas. Por ejemplo, MacKay y Phillips (2005) muestran que las diferencias en la estructura financiera de las empresas se deben más a las diferencias dentro de los sectores que entre sectores. La última sección de esta segunda parte de la monografía aporta evidencia en la misma dirección. Del mismo modo, las diferencias de tamaño podrían justificar diferencias en la estructura financiera, pues empresas de menor tamaño o jóvenes suelen tener más difícil el acceso a los mercados financieros para emitir deuda. Un tercer conjunto de factores que puede determinar que existan diferencias en la estructura financiera entre empresas, especialmente en regiones o países, son las distintas características institucionales, legales o estructurales comunes a todas las empresas de una región o país.

De acuerdo con la literatura, ni el sector de actividad, el tamaño o las diferencias institucionales bastan para explicar las diferencias en la estructura financiera de las empresas. Son necesarias, por tanto, teorías adicionales. Desde el estudio pionero de Modigliani y Miller (1958) que establece que bajo condiciones de competencia perfecta (no existencia de impuestos, costes de quiebra ni asimetrías de información) el valor de la empresa es el mismo independientemente de que se financie mediante ac-

ciones o deuda, muchos trabajos han abordado la cuestión sobre qué factores determinan la distinta estructura financiera de las empresas, ofreciendo explicaciones adicionales a las del sector, tamaño o edad de la empresa. Uno de los factores que tradicionalmente se han considerado son las distorsiones que generan los impuestos (*trade-off theory*). En la medida en la que las sociedades pagan impuestos sobre sus beneficios (sin deducir el dividendo) y que los intereses de la deuda sí que son considerados un gasto deducible, las empresas tienen incentivos a financiar actividades con deuda antes que mediante acciones. La preferencia por la deuda se dará hasta el punto en el que el ahorro en el pago de impuestos esté compensado por el coste esperado de la quiebra asociada al aumento del riesgo que la empresa tiene que asumir por la deuda.

Harris y Raviv (1991) resumen motivos adicionales con los que se pueden justificar las diferencias en la estructura financiera de las empresas. El primer motivo que describen es la existencia de costes de agencia. En situaciones en las que este tipo de costes son relevantes, a mayor valor de la empresa, flujos de caja, reputación de la dirección y a menores oportunidades de negocio, el apalancamiento observado es mayor. Dos tipos de coste de agencia son particularmente relevantes para llegar a esta conclusión. El primero se da entre los accionistas y los directivos de la empresa cuando la propiedad accionarial de la empresa está muy dispersa, como por ejemplo, empresas que cotizan en bolsa. Los gestores, si no son los principales accionistas, no se apropian del 100% del incremento del valor de la empresa que generan, lo que incentiva a que sigan intereses particulares (incremento del gasto, aumentos salariales, etc.). Dado un determinado porcentaje de acciones que pudiera estar en manos de los directivos, financiar con deuda nuevas inversiones —especialmente si tienen rendimientos esperados elevados— en lugar de con recursos propios, ayuda a paliar el incentivo negativo en los directivos, ya que no diluye su participación en el capital. Además, si la quiebra de la empresa tiene un coste para los gestores (pérdida de ingresos, reputación, etc.), el incremento de la deuda con relación a los recursos propios genera también incentivos para una mejor gestión de la empresa dada su mayor vulnerabilidad.

Un segundo coste de agencia se deriva del conflicto de interés entre los tenedores de la deuda y los accionistas (*asset substitution*). Si el rendimiento de las inversiones es mayor de lo esperado, el exceso de rentabilidad es apropiado por los accionistas, mientras que los tenedores de bonos reciben el mismo rendimiento. En cambio, si las inversiones van mal, los deudores asumen también las consecuencias, perdiendo su inversión. A mayor peso de la deuda en el balance, los accionistas tienen mayor incentivo a sobreinvertir en proyectos arriesgados, pues los costes serán asumidos por los bonistas. Por tanto, en sectores o empresas en los que el crecimiento de la rentabilidad sea elevado y con incertidumbre, los recursos propios serán más elevados con relación a la deuda, ya que los deudores exigirán primas a la hora de financiar deuda. Además, los contratos de deuda deberían de incluir cláusulas que limitasen este incentivo. En cambio, en empresas o sectores maduros la proporción de deuda sería mayor.

De acuerdo con la taxonomía de Harris y Raviv (1991), las diferencias en la estructura financiera entre empresas también pueden deberse a la existencia de problemas de información asimétrica entre los directivos que disponen de información privada sobre el funcionamiento de la empresa —rentabilidad, perspectivas de futuro, etc.— y los inversores. En el caso de que existan severas asimetrías de información, nuevas inversiones tendrán dificultades en ser llevadas a cabo, por lo que los gestores preferirán financiar nuevas actividades en primer lugar mediante recursos generados internamente, seguido de deuda con bajo riesgo —que será penalizada por el mercado en menor medida—, deuda con mayor riesgo, y acciones únicamente como único recurso. En este sentido, la financiación mediante deuda en lugar de acciones puede ser tomada por los mercados como señal de calidad de la inversión que financian. Es por ello que en contextos de fuertes asimetrías de información exista un orden jerárquico (*pecking order*) como el descrito, incrementándose el peso de la deuda con relación a los recursos propios (Myers y Majluf 1984; Myers 1984).

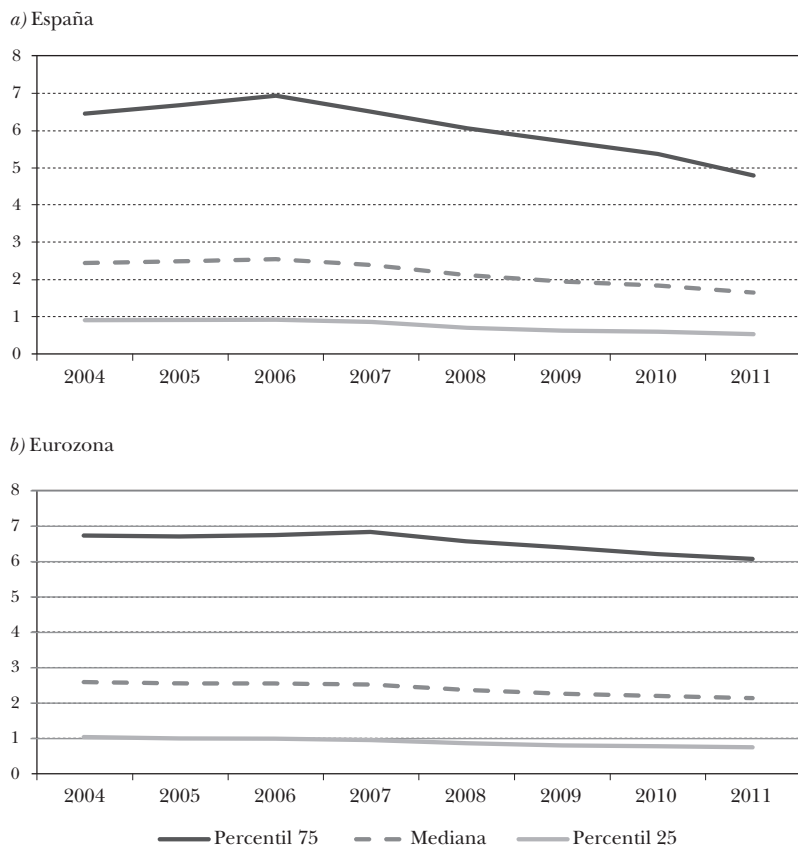
Finalmente, las diferencias en la estructura financiera pueden deberse también a las condiciones de los mercados de productos y de factores en los que se desenvuelve la empresa. El análisis de

la organización industrial suele asumir que la empresa maximiza beneficios, mientras que desde un punto de vista financiero el objetivo es la rentabilidad del accionista. Es por ello que las decisiones financieras, aunque no siempre formalmente consideradas, afectarán al equilibrio en los mercados de bienes y servicios y de factores, y viceversa.

2.3. La importancia de las diferencias entre empresas: lo que esconden los datos agregados

Existen motivos suficientes para justificar diferentes estructuras financieras entre empresas, incluso dentro de un mismo sector de actividad, tamaño o país. A lo largo de este apartado se van a repasar las diferencias en el apalancamiento empresarial, en el coste medio y carga de la deuda en España, comparándolos con el de otros países de la eurozona. Más adelante también se analizarán las diferencias en los valores medios y en la dispersión de estas variables en función del tamaño y del sector de actividad. Estos ejercicios tienen especial interés dado que a lo largo de la crisis se han establecido varias afirmaciones comunes con relación a la situación financiera de las empresas españolas. Por un lado, se ha insistido en la debilidad y fragilidad de nuestro tejido empresarial asociadas al excesivo endeudamiento, al tiempo que se enfatizaban las dificultades que tenían para el acceso a la financiación. En término medio o agregado, el endeudamiento de las empresas españolas es mayor en comparación con otros países de acuerdo con las ratios de endeudamiento o apalancamiento, como anteriormente se mostró. Pero la debilidad de la empresa española queda claramente de manifiesto cuando se compara la deuda, o el coste de esta, con indicadores de la capacidad de generar resultados. Sin embargo, las diferencias en los indicadores de estructura financiera y de carga de la deuda entre empresas son todavía más elevadas que las diferencias entre países. En el gráfico 2.1 se muestra la distribución del grado de apalancamiento de las empresas españolas y de la eurozona incluida en la muestra total desde el 2004 hasta el 2011. En el gráfico aparece la mediana de la distribución y el rango intercuartílico. Este se

GRÁFICO 2.1: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios). España y eurozona. Muestra total, 2004-2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

define como la diferencia entre el valor de las empresas que se sitúan en el percentil 25 y 75 de la distribución. La mediana aporta información de la empresa representativa, ya que es la que ocupa el lugar central de la distribución (un 50% de las empresas tiene un apalancamiento superior y el otro 50% inferior). El rango intercuartílico indica la dispersión de la distribución de empresas alrededor de la mediana.

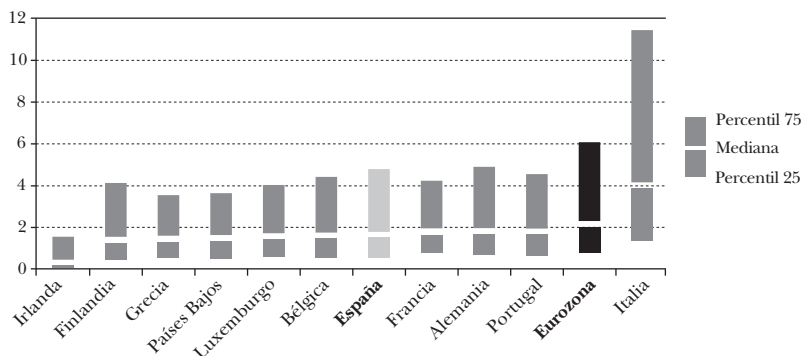
El apalancamiento total (deuda total/recursos propios) de la empresa representativa española (mediana) no es sustancialmente

distinto de la de la eurozona; incluso era inferior al comienzo de la crisis. En 2007 los recursos ajenos eran 2,4 veces los recursos propios en la empresa mediana española, mientras que en la zona del euro eran 2,5 veces. Desde ese año el apalancamiento total se ha reducido más intensamente en España (1,7 en 2011) que en la eurozona (2,1). Sin embargo, el nivel mediano esconde importantes diferencias en el apalancamiento empresarial. El rango intercuartílico estandarizado, diferencia entre el valor del percentil 75 y 25 como porcentaje del percentil 25, de las empresas españolas era del 716% en promedio a lo largo del período. Es decir, la empresa que se sitúa en el percentil 75 tiene una ratio de apalancamiento total que es un 716% mayor que la que se sitúa en el percentil 25. La dispersión de las empresas de la eurozona es también elevada, aunque algo menor que en España, ya que la diferencia entre el percentil 75 y el 25 es del 635%. Esta gran dispersión indica que, si bien los niveles medios o medianos de apalancamiento son similares en España en comparación con los países de nuestro entorno, las diferencias entre empresas son elevadas, coexistiendo un porcentaje relevante de empresas que tienen niveles de endeudamiento muy elevados. En concreto, en el 25% de empresas más endeudadas en España en los años previos a la crisis (2006-2007), sus recursos ajenos son superiores a 6,5 veces sus recursos propios.

Además de la elevada dispersión, el gráfico 2.1 permite comprobar algunos rasgos que conviene destacar. En primer lugar, tanto en España como en la eurozona la mediana está más cerca del percentil 25 que del percentil 75. Esto quiere decir que la distribución de empresas es asimétrica, existiendo mayores diferencias en el apalancamiento total entre las empresas más endeudadas que entre las menos. En segundo lugar, desde el comienzo de la crisis el endeudamiento se ha reducido sensiblemente pero de forma más intensa entre las empresas más apalancadas, especialmente en España. En España la ratio entre los recursos ajenos y los propios de la empresa que se situaba en el percentil 75 eran tan solo de 4,8 en 2011. En la eurozona el descenso fue menor, pasando un máximo del 6,8 en el 2007 al 6,1 del último año.

El gráfico 2.2 muestra la dispersión de la ratio de apalancamiento total de los países de la eurozona en el 2011. Los mayores niveles medianos de apalancamiento total de las empresas incluidas en la

GRÁFICO 2.2: Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) por países. Muestra total, 2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

muestra se observaban en Italia y los menores a Irlanda. España era el quinto país según el apalancamiento, con valores similares a los de gran parte de países europeos como Portugal, Alemania, Francia, Bélgica o Luxemburgo. En términos de dispersión destaca Italia, mientras que en el resto de países, pese a ser elevadas, no existen grandes diferencias.

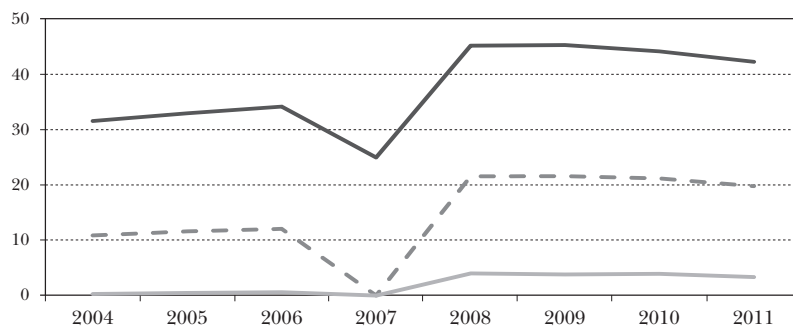
Por lo tanto, utilizando una definición amplia del endeudamiento como es el cociente entre los recursos ajenos y los propios, las empresas españolas no parecen ser sustancialmente distintas a las europeas, ni por los valores medianos ni por la dispersión, que también es similar. Eso sí, la empresa española, especialmente la que está más endeudada, se ha desapalancado más rápidamente que la de otros países. También se ha constatado que existe gran dispersión en el apalancamiento empresarial.

En lugar de la definición de apalancamiento empleada, que considera el total de pasivos a corto y a largo plazo como indicador de endeudamiento, se puede utilizar una más precisa en la que el endeudamiento se define únicamente considerando los pasivos con coste (explícito). Sin embargo, esta definición más precisa de endeudamiento requiere reducir el número de observaciones consideradas, pues se tiene que analizar la muestra restringida en la que se renuncia a un porcentaje elevado de empresas aunque,

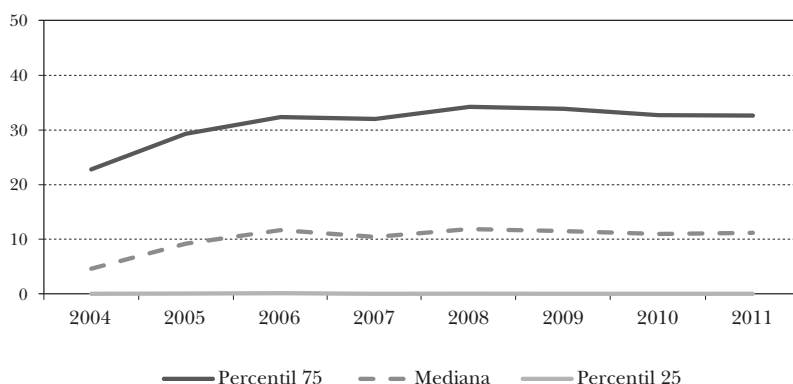
como tuvimos ocasión de analizar, sigue siendo representativa. En el gráfico 2.3 se muestra la evolución de la ratio de endeudamiento con coste, definida como el cociente entre la deuda con coste (a largo y a corto) sobre el activo total utilizando la muestra restringida. Así como en términos de la ratio de apalancamiento total no había grandes diferencias con la media de la eurozona, ni en los valores medios ni en la dispersión, no sucede lo mismo cuando se utiliza la deuda con coste.

GRÁFICO 2.3: Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)

a) España



b) Eurozona



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

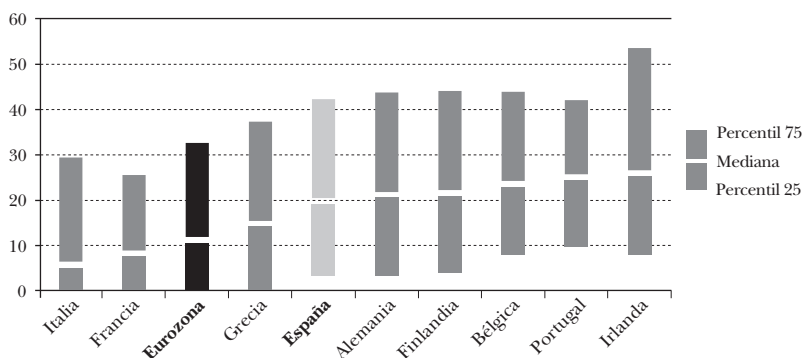
La empresa mediana en España tenía una ratio de endeudamiento con coste del 19,8% en el 2011, mientras que en la eurozona era del 11,15%. Este valor es sensiblemente inferior al valor medio (ponderado) que se observa en el cuadro 2.7, que es del 31,9% (26,1% las deudas con coste a largo plazo y 5,8% la deuda con coste a corto plazo) en España y del 24,8% en la eurozona (16,6% y 7,2%). Esta diferencia tan elevada entre la mediana y la media ponderada se justifica por el elevado número de empresas, especialmente de pequeño tamaño, con endeudamiento cero (en el conjunto de la eurozona el 27,8% de las empresas pequeñas tenían endeudamiento cero por solo el 14,7% de las grandes). Es por ello que, aunque las pequeñas empresas son más numerosas, tienen poco peso en el agregado ponderado. De ahí que la mediana sea inferior una vez se pondera. Un segundo hecho que llama la atención de la serie en España es el comportamiento en el 2007, donde la mediana y el percentil 75 caen abruptamente. Como se comentó anteriormente, los datos de España en este año incluidos en Amadeus han de ser tomados con cautela.

Ya se advirtió que la deuda con coste de la empresa española era superior a la europea. Esto se observa también en el gráfico 2.3, en el que tanto la mediana como los percentiles 25 y 75 están sistemáticamente por encima de los valores europeos. De hecho, desde el 2008 tanto la mediana como el percentil 75 de la ratio de endeudamiento son en España prácticamente 10 puntos porcentuales superiores a los de la eurozona. Es importante resaltar que un 25% de las empresas españolas (percentil 75) en el 2011 tenía ratios de endeudamiento con coste superiores al 42,2%, mientras que en la eurozona era del 32,6%. Entre el 2004 y el 2008 en España se observa un aumento global del endeudamiento con coste tanto en la mediana como en los percentiles 25 y 75. Desde el 2008 la reducción del apalancamiento es más intensa en las empresas más endeudadas que en torno a la mediana, y apenas se reduce entre las menos endeudadas. En Europa las tendencias son más estables. La ratio de endeudamiento con coste europea se incrementa entre el 2004 y el 2008 tanto en términos de la mediana como del conjunto de empresas más endeudadas, permaneciendo en ambos casos estable hasta el 2011.

Por último, la dispersión del endeudamiento con coste de las empresas españolas ha aumentado desde el 2004. La diferencia del endeudamiento con coste de las empresas que ocupaban el percentil 25 y 75 ha pasado de 31,2 puntos porcentuales en el 2004 a 38,9 puntos porcentuales. En Europa las empresas son más homogéneas que en España, aunque la dispersión ha aumentado desde el 2004 en 10 puntos porcentuales, convergiendo hacia valores relativamente cercanos a los españoles en el 2011.

El gráfico 2.4 muestra la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) de los distintos países incluidos en la muestra en el 2011. En términos de la mediana, España ocupaba este año una posición intermedia, con ratio de endeudamiento inferior a Irlanda, Portugal, Bélgica, Finlandia y Alemania.¹⁹ Los países con menor endeudamiento con coste eran Luxemburgo, los Países Bajos, Italia, Francia y Grecia. En término de la dispersión, España está entre los países europeos en los que mayor dispersión existía. El rango intercuartílico en España, tal y como se comentó anteriormente, es 39,9 puntos porcentuales, solo superado por Irlanda (45,6), Alemania (40,4) y Finlandia (40,0).

GRÁFICO 2.4: Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

¹⁹ El dato de Alemania hay que tomarlo con cautela por lo escasamente representativa que es la muestra restringida del país.

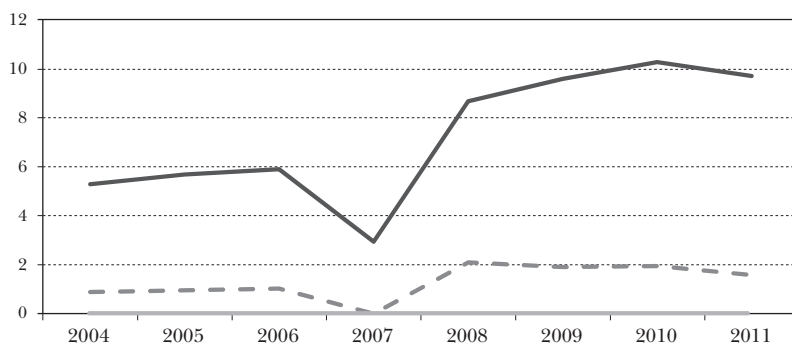
Para valorar la importancia de la deuda, no solo hay que compararla con los recursos propios o con el total de activos empleados, sino también con la capacidad de generar recursos por la empresa y con su capacidad de rentabilizar el endeudamiento. El endeudamiento es provechoso para la empresa y sus accionistas si son capaces de generar beneficios que superen los costes financieros que supone. Si no es así, la deuda se convierte en un factor de riesgo, comprometiendo la viabilidad futura de la empresa. Para realizar la comparación entre el volumen de deuda y la capacidad de la empresa de rentabilizarla, se presenta la ratio deuda con coste/resultado de explotación —EBIT—. El cociente entre la deuda y el EBIT mide el número de años que los beneficios del ejercicio deberían ser destinados íntegramente para amortizar toda la deuda. La situación de debilidad de una empresa puede proceder, por tanto, de un exceso de deuda o de una insuficiencia en la generación de recursos ordinarios para la amortización de sus pasivos exigibles.

En el gráfico 2.5 se utiliza la muestra restringida para mostrar la evolución de la mediana, el percentil 25 y 75 del cociente entre la deuda con coste²⁰ y el resultado de explotación para la mediana, y los percentiles 25 y 75 de la distribución de empresas en España y en la eurozona. Como beneficio se utiliza el resultado de explotación (beneficio antes de impuestos, y de resultados extraordinarios y financieros, esto es el EBIT), pues se quiere obtener un indicador del peso de la deuda en comparación con la capacidad de la empresa a obtener beneficios de su actividad recurrente de explotación, sin contar los resultados financieros y atípicos. En el gráfico se observa una vez más el efecto de la falta de representatividad de empresas españolas en el año 2007. Independientemente de esto, varios hechos son de destacar. En primer lugar, existe un porcentaje de empresas, superior al 25% de las que conforman la muestra, con ratios de deuda sobre el resultado de explotación nulo o negativo, tanto en España como en la eurozona. En segundo lugar, en términos de la mediana, una empresa española necesita destinar los resultados de

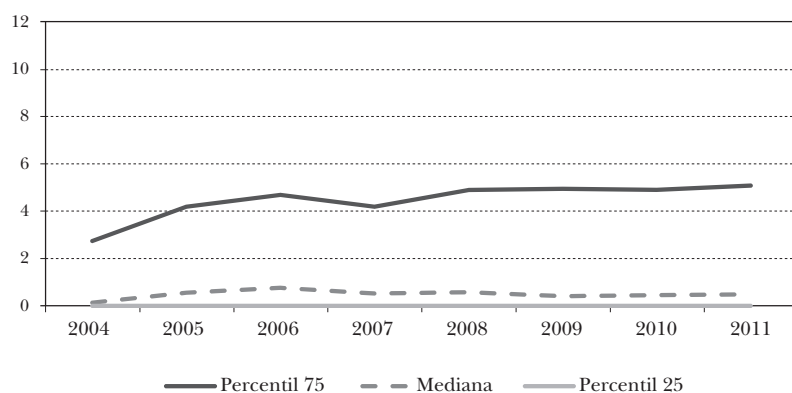
²⁰ En términos de deuda total los resultados son cualitativamente similares, aunque el valor de las ratios son obviamente superiores.

GRÁFICO 2.5: Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)

a) España



b) Eurozona



Nota: El resultado de explotación se define como el beneficio antes de impuestos, resultados extraordinarios y financieros.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

explotación íntegros de 1,6 años para amortizar por completo su deuda con coste. Este valor es superior al de la eurozona, en la que hay que destinar únicamente 0,5 años. Estos valores tan bajos²¹ se derivan, como ya se comentó anteriormente, del

²¹ De nuevo existen diferencias en el valor de la mediana y las medias ponderadas, mostradas en otras secciones de la monografía (particularmente en el gráfico 1.7).

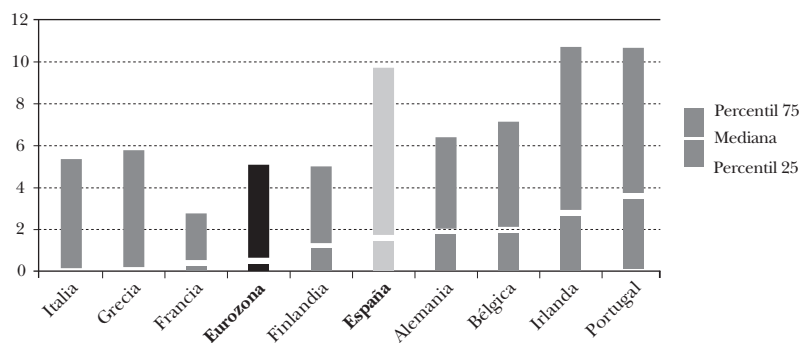
gran número de empresas en la muestra con reducido o nulo endeudamiento. Además, a lo largo del período la mediana se ha incrementado en España un 77%, ya que en el 2004 hacían falta únicamente 0,9 años.

En el 2004 un 25% de las empresas españolas (las que se sitúan por encima del percentil 75) necesitaban destinar el resultado de explotación íntegro de más de 5,3 años para poder amortizar la deuda contraída, mientras que en la eurozona se necesita más de 2,7 años. Tanto en España como en la eurozona el crecimiento del valor que determina el percentil 75 ha sido muy significativo, aunque en España fue particularmente intenso hasta el 2010, mientras que en Europa se dio en los primeros años, aumentando posteriormente a una tasa más moderada. Así, mientras que un 25% de las empresas europeas en el 2011 necesitaban destinar el resultado de explotación de más de 5,1 años para amortizar por completo su deuda, en España ese mismo porcentaje de empresas debía aplicar el resultado de un mínimo de 9,7 años, esto es, un 91% más. El crecimiento de los años de expansión se ha mantenido hasta los años más recientes de la crisis y ha incrementado sustancialmente la dispersión. De hecho, como se observa en el gráfico 2.6, en el que se muestra la mediana y el rango intercuartílico de los países de la eurozona en el 2011, aunque la mediana en España no era significativamente distinta a la de otros países, incluso inferior a Alemania, y solo ligeramente superior a la francesa, las empresas españolas destacaban por la gran dispersión. El rango intercuartílico en España es de los mayores, solo superado por el de Irlanda y Portugal. Además, la distribución es bastante asimétrica: las empresas que son financieramente más débiles —en el sentido de que la deuda representa un porcentaje mayor de sus beneficios— están mucho más alejadas de la mediana que otros países, mostrando valores muy elevados.

Por tanto, en el tejido empresarial español se ha observado un patrón caracterizado por un rápido incremento del endeudamiento en los años de expansión y la reducción del apalancamiento en los años de crisis. Sin embargo, el indicador de debilidad fi-

Además, los datos aquí mostrados provienen de una muestra de empresas, mientras que en el gráfico 1.7 de las Cuentas Financieras de Eurostat.

GRÁFICO 2.6: Ratio deuda con coste/resultado de explotación por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011 (tanto por 1)



Nota: El resultado de explotación se define como el beneficio antes de impuestos, resultados extraordinarios y financieros.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

nanciera mostrado —deuda con coste sobre el resultado de explotación— indica que la reducción del endeudamiento no se está produciendo con la intensidad suficiente como para que la situación de las empresas españolas mejore. La contracción de los márgenes empresariales con la crisis ha sido muy intensa, por lo que la rentabilidad se ha reducido a mínimos. La situación de la empresa española es más delicada que en otros países, no solo porque en general la deuda por unidad de beneficio sea algo superior a la media de la eurozona, sino porque las empresas que han mostrado mayor debilidad en España (el percentil 75) presentan ratios mucho más elevadas que en otros países.

En el contexto económico que han vivido las empresas españolas no ha sido fácil acelerar la reducción del endeudamiento. Disminuir la deuda solo se puede realizar mediante la amortización directa, por su reestructuración o mediante el impago total o parcial (quitas). Por tanto, en esta coyuntura, un porcentaje importante de empresas españolas pueden ver su viabilidad amenazada. Su supervivencia puede estar condicionada por la capacidad de recuperar los márgenes empresariales y obtener un mínimo de rentabilidad. La situación más crítica se corresponde con empresas cuyos beneficios de explotación son negativos. Pero no es nece-

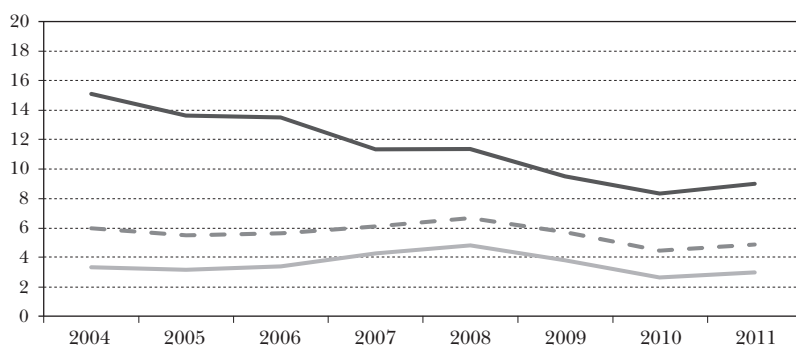
sario llegar a esta situación para que la empresa se vea en riesgo. Para determinar esta situación, hay que tener en cuenta los costes financieros. Desde un punto de vista económico la empresa ha de obtener una rentabilidad superior al coste del capital que tiene que emplear.

El coste medio de la financiación ajena se puede medir en las empresas con deuda mediante el cociente entre los gastos financieros y la deuda con coste.²² Los gráficos 2.7 y 2.8 muestran de nuevo la mediana y el rango intercuartílico de la evolución de España y la eurozona entre el 2004 y el 2011, y la comparación de los países de la eurozona en el 2011. Tanto la mediana como el valor del percentil 25 de la muestra española muestran un perfil relativamente estable hasta el 2006. Entre el 2006 y el 2008 aumentan, mientras que a partir del 2008 se produce un descenso continuo que solo se interrumpe en el 2011 cuando la ratio vuelve a aumentar. En cambio, la evolución de los costes financieros medios de las empresas cuya financiación era más onerosa es distinta al anterior. Desde el 2004 existe una continua tendencia decreciente de sus costes de la financiación. En el 2011 se trunca esta tendencia y aumentan los costes, al igual que sucedía con la mediana y el percentil 25. Este patrón es común a la eurozona, aunque la carga financiera por unidad de deuda con coste es inferior en España, tanto en la mediana, como en los dos percentiles mostrados. En la mediana, la diferencia entre la eurozona y España en el 2011 era del 12%. En ambas zonas geográficas la dispersión se reduce de forma notable a lo largo de los años previos a la crisis, manteniéndose estable desde el 2008. En el 2011 el rango intercuartílico en España y en la eurozona era muy similar. Los costes financieros que soportaba la empresa que se situaba en el percentil 75 eran 6,0 puntos porcentuales superiores a los de la empresa que se situaba en el percentil 25 en España, frente a los 6,7 puntos porcentuales de la eurozona. En la comparación con los distintos países de la eurozona, España es el tercer país con menores costes financieros

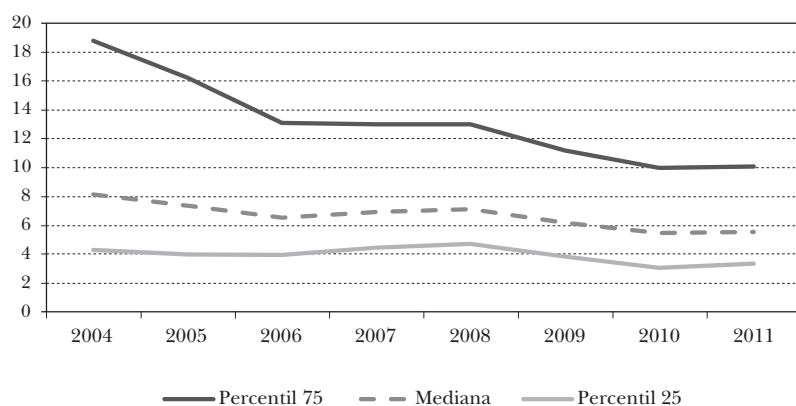
²² En este capítulo, a diferencia del primero, se muestra el coste financiero medio en términos nominales, no reales. Los costes financieros medios calculados con la muestra restringida de Amadeus son superiores a los que se obtienen en BACH.

GRÁFICO 2.7: Evolución del coste medio de la deuda (gastos financieros/deuda con coste). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)

a) España



b) Eurozona



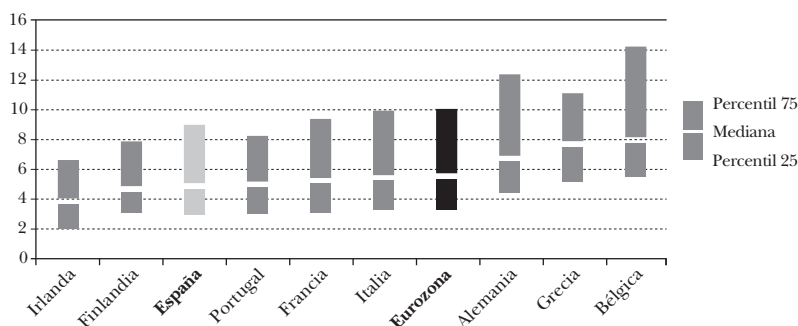
Nota: Únicamente se incluyen empresas con valores mayores de cero de la deuda con coste.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

en el 2011 de acuerdo con la mediana. La dispersión en España no es, por tanto, sustancialmente distinta a la que se observa en otros países.

Por tanto, apenas existen diferencias en términos de los costes medios de la financiación entre las empresas españolas y las del resto de Europa. Incluso la situación española es hasta cierto punto favorable. La dispersión entre empresas tampoco es muy distinta

GRÁFICO 2.8: Coste medio de la deuda (gastos financieros/deuda con coste) por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011
(porcentaje)



Nota: Únicamente se incluyen empresas con valores mayores de cero de la deuda con coste.

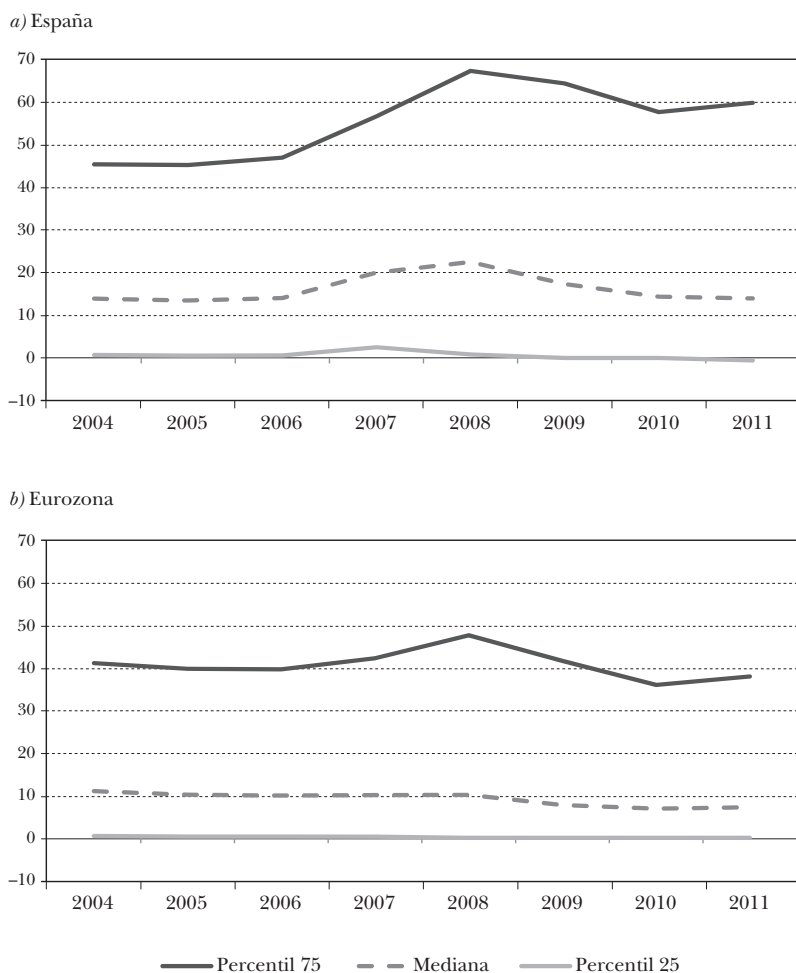
Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

en España en comparación con las de otros países europeos. Podría concluirse que las condiciones financieras no están siendo un lastre para la situación de las empresas en los años de crisis. Sin embargo, esto no tiene por qué ser así. En primer lugar, porque el análisis se ha realizado en términos de los costes medios de financiación, no de los marginales. En una situación de crisis como la actual, las empresas se encuentran con problemas a la hora de obtener nueva financiación, tanto por la falta de disponibilidad de fondos como por su elevado coste, como se mostró en el primer capítulo.

Además, es perfectamente posible que, incluso en una situación en la que el coste medio de los fondos ajenos sea reducido, la empresa no pueda hacer frente a sus compromisos financieros. La fortaleza de una empresa para afrontar sus compromisos financieros se deriva de la capacidad de generar beneficios de su actividad una vez cubiertos los gastos de explotación, de personal y las amortizaciones. En el gráfico 2.9 se muestra la ratio entre los gastos financieros y los beneficios de explotación de las empresas incluidas en la muestra restringida.²³ Una vez más se muestra la

²³ Los beneficios de explotación no incluyen los ingresos financieros. Si estos se incluyen, los resultados son similares.

GRÁFICO 2.9: Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

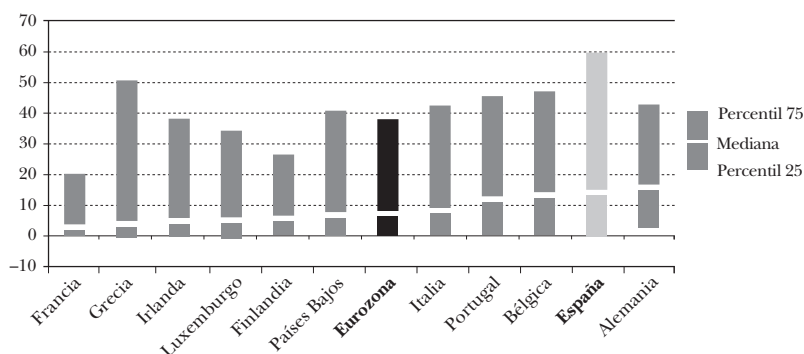
evolución de la mediana y del rango intercuartílico definido por el valor de la ratio de las empresas que se sitúan en el percentil 25 y 75. De nuevo los valores medianos son inferiores a los que se obtenían en el capítulo primero en el que se mostraban medias ponderadas. En el gráfico 2.9 se constata que tanto la mediana

como el percentil 75 en España son muy superiores a los de las empresas europeas. En concreto, en el 2011 los gastos financieros de la empresa mediana representaban el 14% del margen de explotación en España, mientras que en la eurozona eran un 52% inferiores (7,2%). Las diferencias en el percentil 75 son también muy significativas, alcanzando prácticamente los 21 puntos porcentuales (59,8% en España frente a 38,1% en la eurozona). Esta diferencia implica que, si en Europa el 25% de las empresas con mayor ratio tenía que dedicar por encima del 38% de los beneficios de explotación al pago del coste de la deuda, en España el porcentaje superaba el 59%. Lo que también resulta llamativo es que, si bien en términos de la mediana y del percentil 25 la evolución a lo largo del período ha sido relativamente estable, en las empresas con mayor debilidad financiera el crecimiento ha sido significativo, especialmente entre el 2006 y el 2008. En el 2004 el valor del percentil 75 de la ratio entre los gastos financieros sobre los beneficios de explotación era del 45,3%. En cambio, en el 2008 alcanzaba el 67,2%. Posteriormente descendió el porcentaje hasta llegar al valor comentado anteriormente. En la eurozona el 2011 terminó con una ratio 3,1 puntos porcentuales inferior a la del 2004. El gráfico 2.10 muestra el rango intercuartílico y la mediana de los países incluidos en la eurozona en el 2011. En él se comprueba que España destaca entre los países europeos tanto por su elevado nivel mediano, el segundo solo detrás de Alemania,²⁴ como, sobre todo, por la elevada dispersión del indicador, la mayor de todos los países con diferencia.

En resumen, del análisis se desprende que, para valorar la salud financiera del tejido empresarial de un país, no basta con comparar los valores medios de indicadores de endeudamiento o apalancamiento, ya que existen diferencias muy grandes entre empresas. Es fundamental, por tanto, analizar toda la distribución de empresas, poniendo el foco en las empresas más endeudadas y con mayor debilidad financiera.

²⁴ El valor mediano de Alemania destaca por ser el mayor de todos los países. Como ya se comentó, la cobertura de empresas alemanas en la muestra restringida es pequeña, por lo que sus datos deben ser tomados con cautela a lo largo de este capítulo y el siguiente.

**GRÁFICO 2.10: Ratio gastos financieros/resultado de explotación.
Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011
(porcentaje)**



Nota: Únicamente se incluyen empresas con valores mayores de cero de la deuda con coste.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

2.4. El nivel de endeudamiento como condicionante de la debilidad financiera de la empresa

En el análisis que se ha realizado, hasta ahora simplemente se han presentado las variables de las tres dimensiones consideradas (endeudamiento, debilidad financiera y carga de la deuda) por separado. Es decir, se ha realizado un análisis parcial de la situación empresarial, sin relacionar las tres dimensiones. Con los resultados mostrados no se puede afirmar que las empresas más endeudadas sean también las más débiles en términos de deuda/resultados de explotación o que también tengan una carga de la deuda superior. Ahora se relacionan las tres dimensiones. En concreto se analiza si las empresas más endeudadas justo al comenzar la crisis son precisamente las que mayores dificultades atraviesan en las otras dimensiones. En el capítulo 3 de la monografía se profundiza todavía más realizando una taxonomía más precisa de las empresas que se encuentran en riesgo.

Este epígrafe profundiza en las diferencias entre empresas de los indicadores de vulnerabilidad financiera. Para ello se considera el 2007 como referencia para el análisis del desapalancamiento, dado que fue el último año de la fase expansiva del ciclo. El objeti-

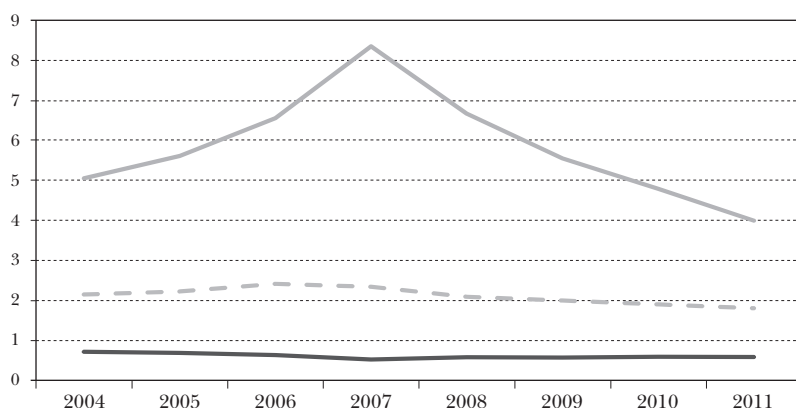
vo es analizar si el endeudamiento de las empresas en este año ha condicionado su evolución posterior en el conjunto de variables estudiadas en este capítulo —endeudamiento, ratios de deuda sobre beneficios y carga de la deuda—. Para ello, las empresas con deuda total se clasifican en terciles²⁵ en el 2007, calculados para cada sector y país. Por tanto, se definen tres grupos de empresas: las empresas menos endeudadas, las empresas con deuda en torno a la mediana y las empresas más endeudadas. Cada uno de estos grupos contiene un tercio de las empresas de cada país y sector en el año 2007. La clasificación de empresas en grupos se realiza utilizando la muestra total y se define el endeudamiento como el cociente entre la deuda total (suma de pasivos corrientes y no corrientes) y los activos totales. Esta definición de endeudamiento permite maximizar el número de observaciones disponibles en la muestra, especialmente en España, donde la muestra se reducía drásticamente en el 2007. Una vez realizada esa taxonomía, se analiza la evolución de la media ponderada de las variables para cada uno de los tres grupos. Por lo tanto, las empresas que en el 2007 constituían cada uno de los grupos son observadas en los años previos y posteriores. No se exige que las empresas existentes en el 2007 estuviesen disponibles a lo largo de todo el período 2004-2011, pues esto reduciría sensiblemente la muestra.

El gráfico 2.11 muestra la ratio de apalancamiento total media de las empresas españolas por grupos de endeudamiento en el 2007 comparándola con la eurozona. Tanto en España como en la eurozona se observa un patrón similar. Por construcción, las empresas menos endeudadas y las que se encuentran en torno a la mediana muestran ratios de apalancamiento total inferiores a los de las empresas más endeudadas. Sin embargo, dos cuestiones son llamativas. Si bien el apalancamiento total de las empresas más endeudadas en España era inferior a las que conforman la muestra de la eurozona en el 2004, el crecimiento fue de mayor intensidad, pues en el 2007, año que se alcanza el máximo en am-

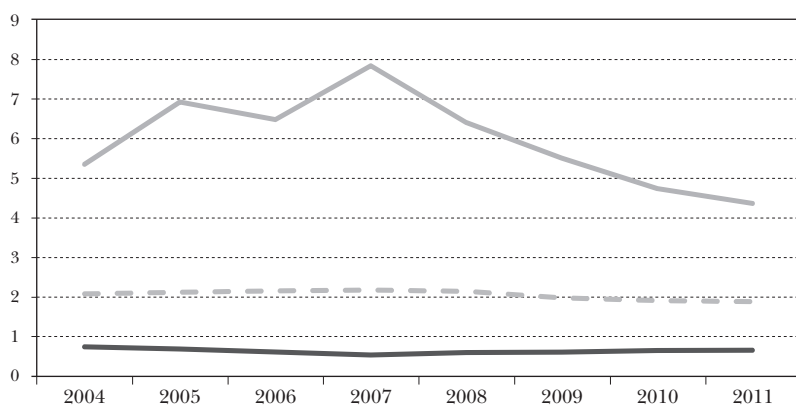
²⁵ Se utilizan terciles, en lugar de cuartiles como anteriormente, para facilitar la interpretación de los grupos. Con terciles se agrupan las empresas en tres categorías que se corresponden con las más endeudadas, las menos y las que tienen un endeudamiento en torno a la mediana.

GRÁFICO 2.11: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011
(tanto por 1)

a) España



b) Eurozona



— Menos endeudadas - - - Endeudadas en torno a la mediana
— Más endeudadas

Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento total (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

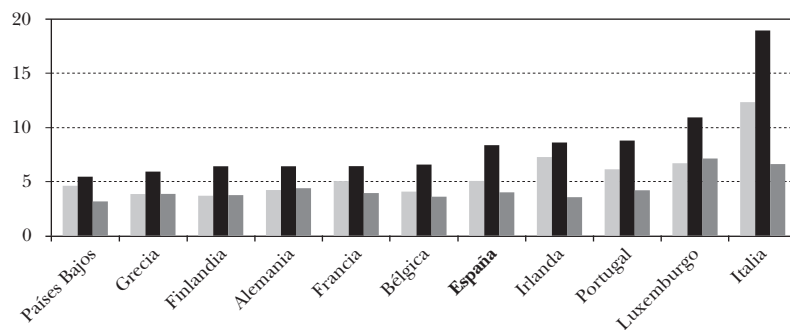
bas series, sucede justo lo contrario. En España los recursos ajenos eran 8,4 veces mayores a los recursos propios en estas empresas en el 2007, mientras que en la eurozona era de 7,9 veces. A partir del 2007 comienza una desaceleración, particularmente en España, reduciéndose el apalancamiento total hasta niveles inferiores a los observados en el 2004. En el 2011 los recursos ajenos eran 4 veces los recursos propios en el conjunto de empresas más endeudadas en España, esto es, menos de la mitad de lo que se observaba en el 2007. En la eurozona los recursos ajenos representaban 4,4 veces los propios, habiéndose reducido también de forma importante. Por tanto, el apalancamiento total de las empresas españolas más endeudadas ha sido más volátil a lo largo del ciclo en comparación con las europeas. En España se partía de niveles inferiores que en la eurozona; se alcanza mayor proporción de recursos ajenos con relación a los propios en el 2007, pero luego el apalancamiento se reduce más rápidamente, llegando incluso en el 2011 a ser inferior al de la media de países europeos considerados.

El segundo hecho llamativo es que, mientras que en las empresas más endeudadas existe claramente un perfil procíclico en el apalancamiento total, en las que se sitúan en torno a la mediana y por debajo de esta no se observa este mismo patrón. De hecho, tanto en la eurozona como en España el nivel de apalancamiento total es similar y estable. Por tanto, pese a las condiciones financieras favorables en los años de expansión, este conjunto de empresas no ha incrementado su endeudamiento, ni se han visto forzadas a reducirlo en los años de crisis. Es más, las empresas menos endeudadas en España han incrementado ligeramente el apalancamiento total entre el 2007 y el 2011, ya que la ratio ha pasado de 0,53 a 0,59.

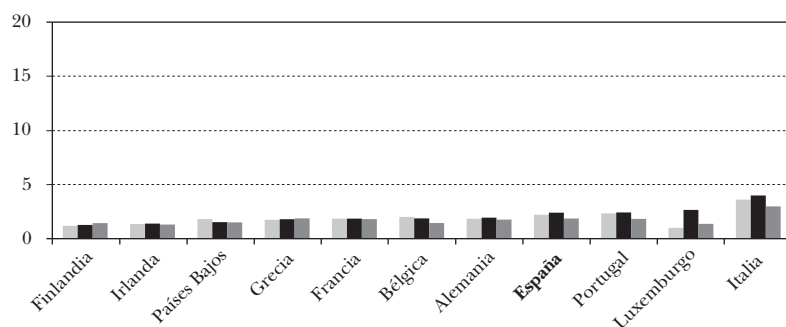
El gráfico 2.12 muestra la misma información pero desagregada para los países incluidos en la muestra en el 2004, el 2007 y el 2011. Del gráfico se infiere claramente que entre las empresas menos endeudadas existen pocas diferencias en el grado de apalancamiento total entre países. En las empresas endeudadas en torno a la mediana hay diferencias algo mayores. Entre los países de la muestra destacan en el 2007 España, Portugal y Luxemburgo, con ratios superiores a 2, y especialmente Italia, con una ratio de apalancamiento total que prácticamente llega a 4.

GRÁFICO 2.12: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2004, 2007 y 2011
(tanto por 1)

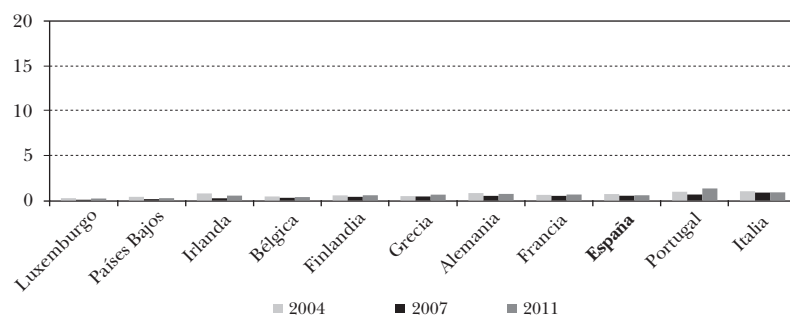
a) Más endeudadas



b) Endeudadas en torno a la media



c) Menos endeudadas



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

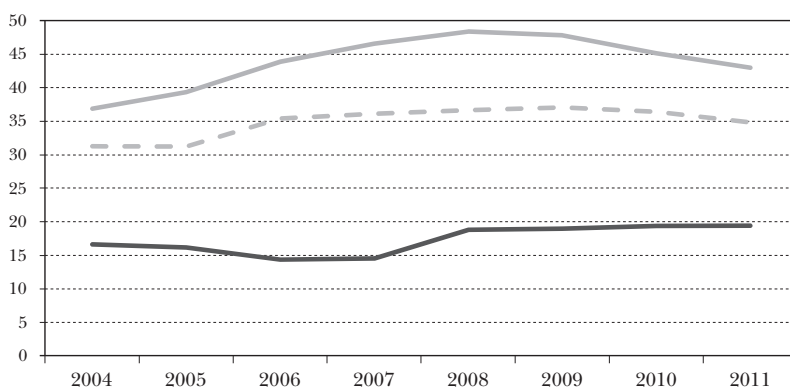
Sin embargo, es en las empresas más endeudadas donde mayores diferencias se acumularon en los años de expansión. De hecho, en el 2007 en cinco países el conjunto de empresas más endeudadas tienen ratios de apalancamiento total que destacan sobre el resto de países: España comparte con Irlanda y Portugal ratios de apalancamiento algo superiores a 8, Luxemburgo prácticamente de 11, e Italia de 19.

Al igual que en el epígrafe anterior de este capítulo, no solo se analiza la evolución de la deuda total de las empresas (con y sin coste), sino que se buscan patrones diferenciales en la deuda con coste. El gráfico 2.13 muestra la evolución de la ratio de la deuda con coste como porcentaje del activo total de los tres grupos definidos en función de la ratio de endeudamiento en el 2007. Aunque la clasificación de empresas en función de su endeudamiento en el 2007 se realizó con la muestra total, en este gráfico se seleccionan únicamente el subconjunto de empresas de la muestra restringida. En España se advierte un comportamiento diferencial en las tres agrupaciones de empresas. Las menos endeudadas, al igual que en Europa, redujeron el peso de la deuda con coste hasta el 2007 y comenzaron a aumentarlo desde ese año. A lo largo del período, la ratio deuda con coste sobre activo total se incrementó en prácticamente 3 puntos porcentuales entre el 2004 y el 2011, pasando del 14,41% a 16,62%. En las empresas con endeudamiento con coste intermedio, también se incrementa la ratio de endeudamiento a lo largo del período, pasando del 31,25% en el 2004 al 34,82% en el 2011. Sin embargo, el aumento se debe a los primeros años, ya que desde el 2006 la senda es estable con un ligero descenso al final del período. Este perfil es relativamente similar al de las empresas de la eurozona.

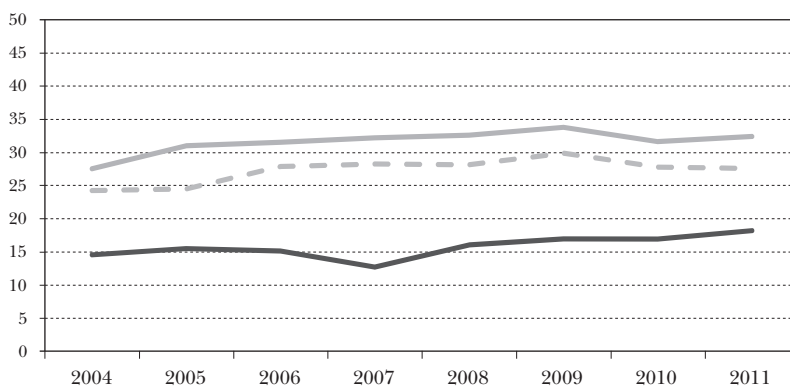
Las diferencias más notables en la deuda con coste se observan en las empresas españolas más endeudadas. En ellas se observa, al igual que en el indicador de apalancamiento total mostrado anteriormente, un comportamiento claramente procíclico. En el 2004 la deuda con coste era el 36,87% de los activos totales de esta categoría de empresas. En el 2008 se alcanzó un máximo con una ratio de endeudamiento con coste del 48,36%, esto es, más de 11 puntos porcentuales. A partir de ahí comienza la senda de desapalancamiento de estas empresas, aunque a ritmo más lento de lo

GRÁFICO 2.13: Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)

a) España



b) Eurozona



— Menos endeudadas - - - Endeudadas en torno a la mediana
 — Más endeudadas

Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

que lo que había crecido, situándose el último año disponible en el 42,98%. Por tanto, el desapalancamiento que a raíz de la crisis se ha iniciado en España en los años de crisis se está produciendo fundamentalmente debido al efecto de las empresas más endeudadas, mientras que las menos endeudadas están utilizando el acceso a la financiación externa para sortear la crisis.

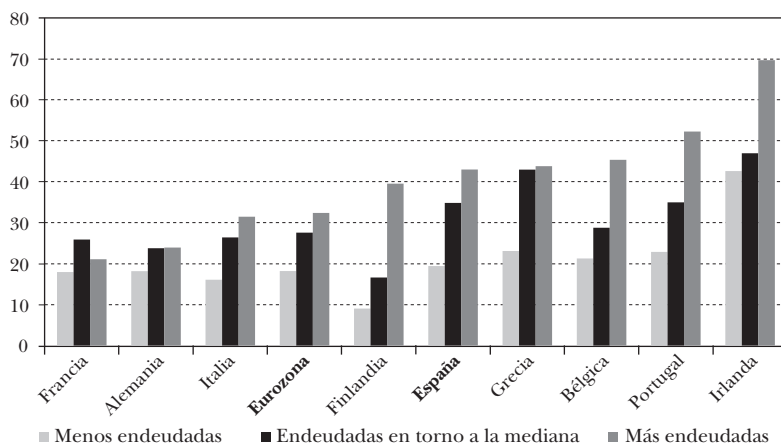
Otro hecho interesante del gráfico es que, en los tres grupos del endeudamiento con coste, la empresa española se sitúa por encima de las europeas. Además, esta diferencia es creciente con el nivel de endeudamiento. En promedio la ratio de endeudamiento con coste de las empresas españolas menos endeudadas era un 10% superior al de las empresas de la eurozona. Esta ratio era un 28% superior en las empresas que se sitúan en torno a la mediana y un 39% en las más endeudadas.

El gráfico 2.14 muestra para el 2011 la ratio de la deuda con coste sobre activos totales distinguiendo entre los distintos países de la eurozona y el grupo de endeudamiento. Los países se ordenan en función del valor de la ratio del grupo de las más endeudadas. España ocupa una posición destacada, solo por detrás de Grecia, Bélgica, Portugal e Irlanda. España también destaca por la mayor ratio de endeudamiento entre las categorías de menos endeudadas y endeudadas en torno a la mediana.

Por lo tanto, existen diferencias importantes en la evolución y el grado de endeudamiento de las empresas, tanto con coste como total. De nuevo, una cuestión relevante es si este mayor endeudamiento de las empresas está siendo utilizado para rentabilizarlo y obtener mayores beneficios. Si las empresas más endeudadas fuesen capaces de obtener mayores beneficios, el mayor riesgo asumido por el endeudamiento se vería compensado, dado que estos beneficios permitirían afrontar sin dificultades la carga de la deuda. Sin embargo, los indicadores siguientes muestran que esta no es precisamente la situación. El mayor endeudamiento no está asociado con una mayor capacidad de generación de rentas o beneficios por las empresas.

Para analizar esta cuestión, los gráficos siguientes muestran el cociente de la deuda con coste/resultados de explotación —EBIT—. Este indicador mide durante cuántos años se deberían destinar los beneficios corrientes de la empresa para amortizar por completo la

GRÁFICO 2.14: Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2011 (porcentaje)



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

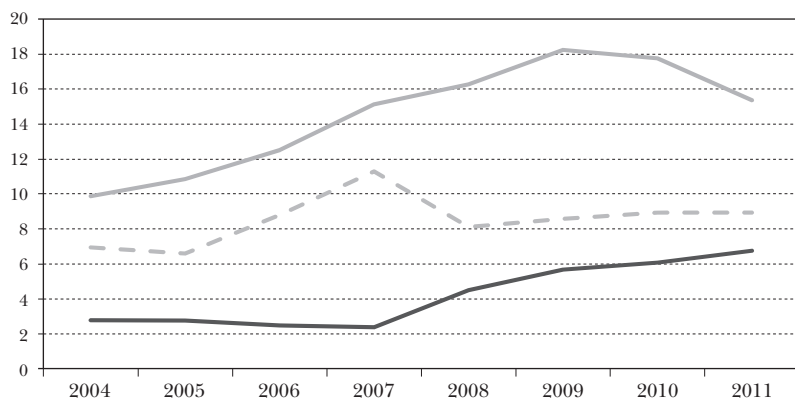
Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

deuda. Los gráficos 2.15 y 2.16 muestran la evolución comparada de la empresa española y de la eurozona y el *ranking* de países en el 2011, respectivamente. El patrón de la evolución temporal de las empresas menos endeudadas en España y en la eurozona presenta un perfil más o menos estable hasta el 2007 y un incremento posterior. Además, este conjunto de empresas, tanto antes como durante la crisis, han mantenido ratios de endeudamiento con coste sobre beneficios inferiores a los de la eurozona.

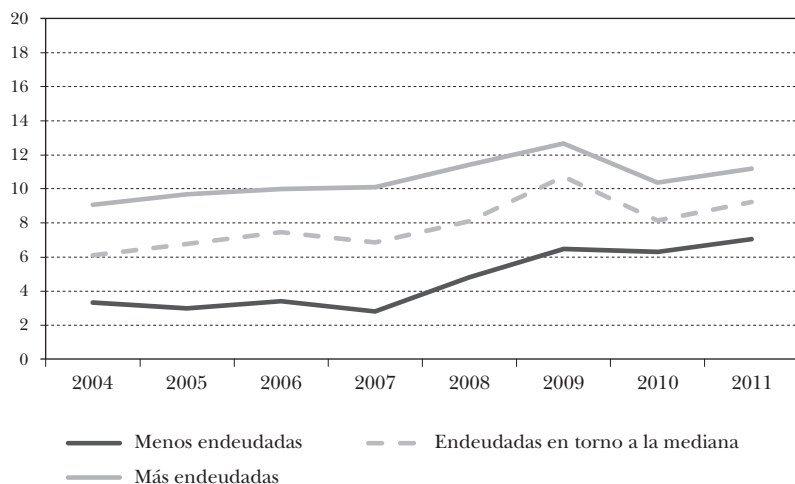
La situación opuesta es la de las empresas con mayores niveles de endeudamiento. Pese a la reducción de la ratio de endeudamiento y apalancamiento en los años de crisis, la proporción que la deuda con coste representaba sobre los beneficios continuó el intenso crecimiento de los años previos debido a que el ritmo de reducción de la deuda en valores absolutos no era suficientemente rápido como para compensar la intensa contracción de márgenes que se producía. Además, en comparación con la eurozona, el crecimiento de la ratio en el grupo de empresas más endeudadas españolas fue muy

GRÁFICO 2.15: Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)

a) España



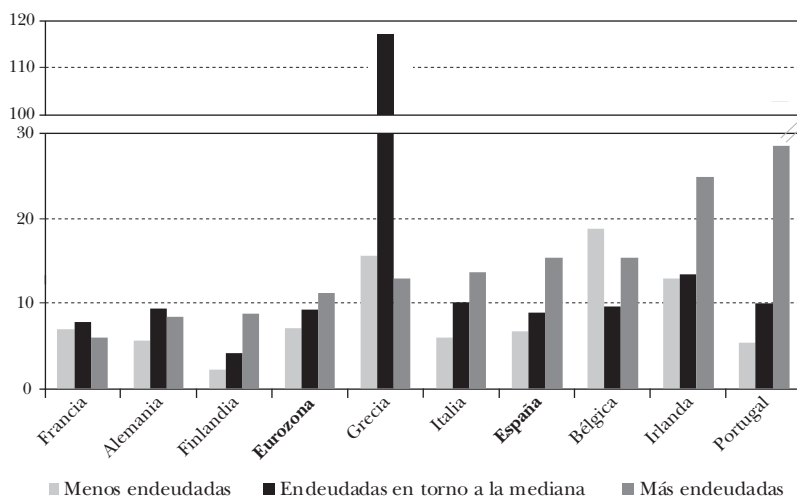
b) Eurozona



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

GRÁFICO 2.16: Ratio deuda con coste/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2011
(tanto por 1)



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

intenso. Si en el 2004 la empresa española más endeudada tenía que dedicar como media los beneficios de casi diez años (9,98) para amortizar la deuda, la diferencia con la media de la eurozona era reducida, de tan solo 0,81 años. En el 2010 se alcanzó un máximo en el que la diferencia era de 7,4 años (17,76 años en la empresa española y 10,36 en la europea). En el 2011, la fuerte reducción en España generó que al final del período la diferencia fuese de 4,2 años, de forma que en España las empresas más endeudadas necesitaban los beneficios de 15,36 años para amortizar la deuda frente a los 11,18 de las de la eurozona. En el conjunto de empresas españolas con deuda en torno a la mediana se produce un incremento global a lo largo de todo el período, al igual que en la eurozona. Los niveles de este grupo en España son también similares a los europeos.

En la comparación con los países de la eurozona incluidos en la muestra (gráfico 2.16), en el 2011 España ocupa de nuevo una posición destacada por el nivel de deuda con coste de las empresas

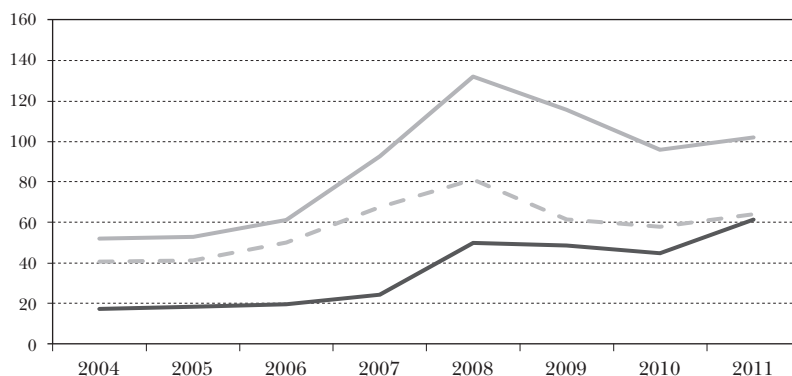
con relación al grupo de las más endeudadas. Solo Bélgica, Irlanda y Portugal mostraban valores superiores a los españoles. Los países con menores ratios son Alemania, Francia y Finlandia.

En los cuatro últimos gráficos se han mostrado dos indicadores de debilidad financiera medidos como la proporción de deuda con relación al resultado de explotación. En el gráfico 2.17, en cambio, se muestra la evolución en España y en la eurozona de la carga de la deuda, medida como la proporción que los gastos financieros representan en el margen de explotación. Es decir, indica qué proporción del margen tiene que ser dedicado a remunerar las obligaciones financieras contraídas por la empresa. Comparando las empresas españolas con las de la eurozona en los tres grupos definidos en función del nivel de endeudamiento en el 2007, se advierte que en España las empresas menos endeudadas y las que lo están en torno a la mediana soportan una carga de la deuda inferior a la de la eurozona. En el 2011 los gastos financieros de las empresas menos endeudadas y de las que se situaban en torno a la mediana representaban el 61,2% y el 63,9% de los beneficios de explotación en España, respectivamente. Sin embargo, en la eurozona esos porcentajes eran sustancialmente mayores: 91,9% y 83,2%. De nuevo, la peor situación relativa de la empresa española tiene lugar especialmente en las empresas más endeudadas. En los años previos a la crisis este conjunto de empresas mostraba una ratio sensiblemente inferior a la europea. Así, en el 2004, aunque los costes financieros representaban más de la mitad de los beneficios de explotación (51,85%), en la eurozona el porcentaje llegaba hasta el 81,22%. En el 2006 los costes financieros se incrementaron, influidos por la subida de tipos de interés que se produjo estos años, y llegaron a un máximo en el 2008 (131,86% en España y 155,38% en la eurozona). Pero a partir de ese año la evolución conjunta de los costes financieros y los beneficios operativos en las empresas con mayor grado de endeudamiento fue más desfavorable en España, pues en Europa se redujo más rápidamente. Desde el 2010 la carga de la deuda en las empresas más endeudadas españolas representa mayor proporción del EBIT que en Europa. En el 2011 en España la ratio era del 101,81%, 6,3 puntos porcentuales superior a la europea.

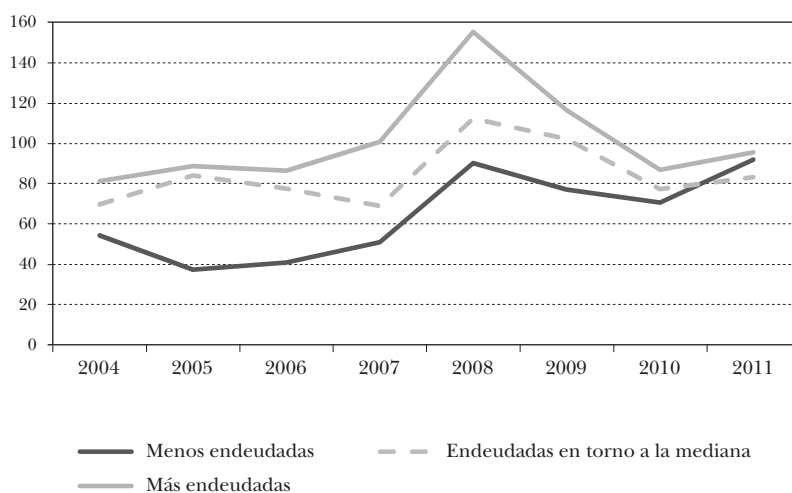
El gráfico 2.18 compara por países el indicador de carga de la deuda de los tres grupos de endeudamiento en el 2011. Los

GRÁFICO 2.17: Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011 (porcentaje)

a) España



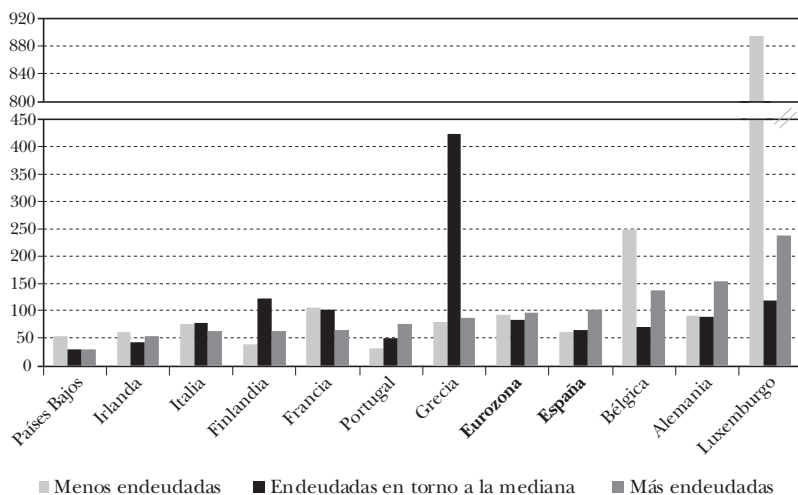
b) Eurozona



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

GRÁFICO 2.18: Ratio gastos financieros/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2011
(porcentaje)



Nota: Las empresas de cada país han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

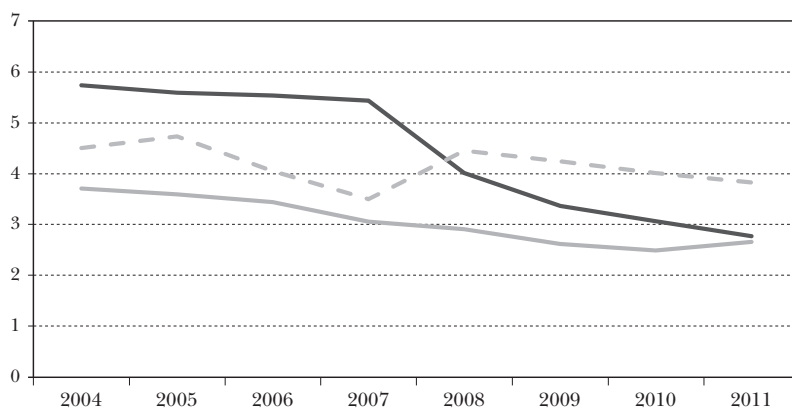
Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

países han sido ordenados de acuerdo con el valor de la ratio en el grupo de las más endeudadas. Este colectivo de empresas en España ocupa la tercera posición dentro de las europeas, solo por detrás de las belgas, alemanas y luxemburguesas. Sin embargo, el resto de categorías (menos endeudadas y endeudadas en torno a la mediana) tienen una posición ventajosa en comparación con otros países.

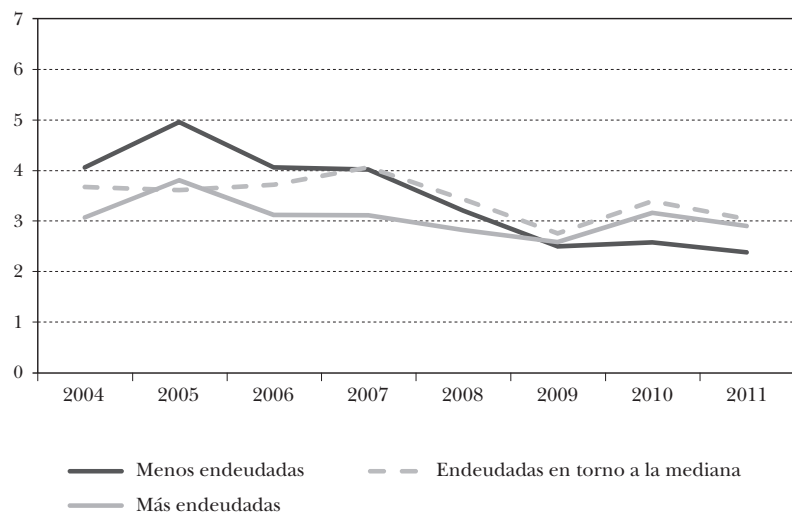
En los gráficos 2.7 y 2.8 se mostraba que la empresa española no destacaba ni por los elevados costes medios (o medianos) de la financiación ajena ni porque la dispersión de estos fuese más elevada que en otros países, sino más bien al contrario. Es por ello que en buena medida las diferencias en el indicador de carga de la deuda en España en comparación con los países europeos hayan venido determinadas por la evolución de los beneficios de explotación. En el gráfico 2.19 se muestra la evolución entre el 2004 y el 2011 de la rentabilidad económica (resultado de explo-

GRÁFICO 2.19: Evolución de la rentabilidad económica (resultado de explotación/activo total) según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011
(porcentaje)

a) España



b) Eurozona



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

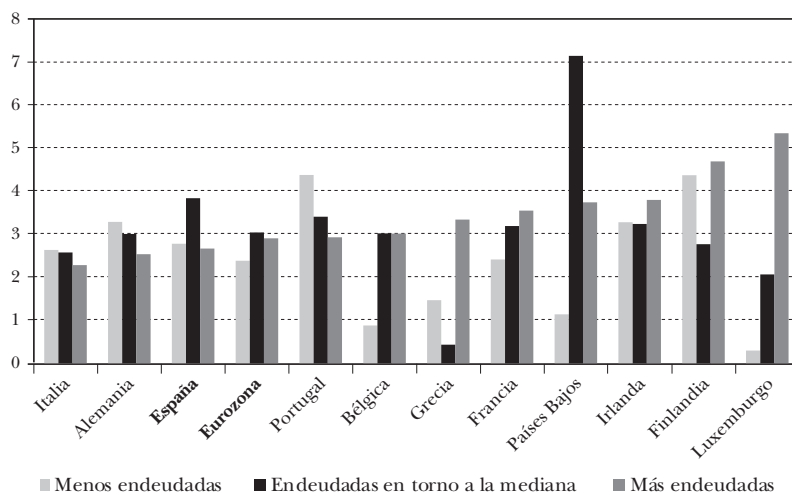
Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

tación —EBIT— sobre activos totales) de los tres grupos de empresas, tanto para España como para la media de la eurozona. En el gráfico se observa que, antes de que empezase la crisis, existía una relación inversa entre la rentabilidad empresarial y el grupo de endeudamiento al que pertenecen las empresas. Las empresas más endeudadas tenían rentabilidades económicas inferiores a las que estaban endeudadas en torno a la mediana, y estas inferiores a las que utilizaban en menor proporción los recursos ajenos. En el 2007, justo antes del comienzo de la crisis, las empresas menos endeudadas en España eran un 77% más rentables que las más endeudadas. Por tanto, las empresas que más intensivamente utilizaban el endeudamiento no lograban obtener mayor rentabilidad, sino más bien al contrario. En el conjunto de la eurozona las diferencias eran menores, pues solo existía una diferencia del 30%. Estas diferencias en términos de rentabilidad económica se verían compensadas en parte si se analizase la rentabilidad financiera (beneficios sobre recursos propios), pues el apalancamiento compensaría esta menor rentabilidad económica de las más endeudadas.

La crisis ha supuesto un descenso generalizado de la rentabilidad económica de las empresas, tanto en España como en Europa. Sin embargo, el mayor descenso se ha producido en la rentabilidad de las empresas con menor endeudamiento que han convergido en España a los menores niveles de las empresas más endeudadas, que también se han reducido. En ambos casos la rentabilidad de estos grupos de empresas es inferior a la de los países de la eurozona. En las empresas endeudadas en torno a la mediana también se ha reducido la rentabilidad en la crisis, aunque menos acusadamente que en las otras dos categorías, siendo el grupo con más rentabilidad al final del período, incluso superior al de empresas europeas endeudadas en torno a la mediana.

El gráfico 2.20 muestra la rentabilidad económica (resultado de explotación sobre activos totales) de los tres grupos de endeudamiento en cada país de la eurozona incluidos en la muestra total en el 2011. Al igual que en gráficos anteriores, los países se ordenan de acuerdo con el nivel de rentabilidad del grupo con más deuda. Se comprueba que España es el tercer país con

GRÁFICO 2.20: Rentabilidad económica (resultado de explotación/activo total) según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2011 (porcentaje)



Nota: Las empresas de cada país y sector han sido agrupadas en terciles según la ratio de endeudamiento (deuda total/activo total) en el 2007. El gráfico muestra la evolución de la media ponderada de las empresas incluidas en cada tercil.

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

menor rentabilidad de acuerdo con el nivel de las empresas más endeudadas. Únicamente en Italia y Alemania las empresas con más deuda eran menos rentables que las españolas. En el 2011 en España destacan las empresas endeudadas en torno a la mediana con la segunda mayor rentabilidad de todos los países mostrados, solo por detrás de los Países Bajos. En el grupo de empresas con menor proporción de recursos ajenos la posición española es intermedia en comparación con el resto de países.

En resumen, esta sección ha clasificado a las empresas españolas en función del nivel de endeudamiento que mostraban antes de la crisis para comprobar si existían patrones diferenciales en distintas variables (apalancamiento, debilidad financiera —deuda sobre resultados de explotación—, carga de la deuda y rentabilidad) antes de la crisis, y para estudiar si la evolución posterior ha venido condicionada por el endeudamiento. Los resultados han permitido contrastar que las diferencias en los niveles de

endeudamiento se acentuaron muy sustancialmente en los años previos a la crisis, pues el conjunto de empresas más endeudadas lo incrementaron rápidamente, mientras que el resto de empresas mostraron un perfil más estable, o incluso lo redujeron. Una vez comienza la crisis, la reducción del endeudamiento es rápida en las que mayores valores presentaban, mientras que las que menor endeudamiento tenían han aprovechado su capacidad para incrementarlo como respuesta a la nueva situación.

En segundo lugar, existe también un patrón diferencial entre grupos de endeudamiento en la evolución de los indicadores de debilidad financiera aunque, en general, la situación de la empresa española es más frágil que la europea. Tanto antes como después de la crisis, más deuda está asociada a mayor debilidad financiera (deuda/beneficios). Las empresas más endeudadas no han conseguido reducir significativamente las ratios de debilidad financiera pese al desapalancamiento en los años de crisis, puesto que la reducción de los beneficios ha compensado la caída en la deuda. El resto de empresas han aprovechado su menor debilidad financiera incrementando las ratios tanto por el aumento de la deuda como por la reducción los beneficios.

Por último, la carga de la deuda está comprometiendo la viabilidad de las empresas más endeudas, ya que destinan una proporción muy relevante de sus beneficios de explotación al pago de la carga de la deuda. Las ventajas de reducidos niveles de endeudamiento se han traducido en una menor carga financiera en un contexto de fuerte reducción de los beneficios, lo que ha permitido, como se ha comentado, utilizar el endeudamiento como herramienta para resistir en la crisis.

2.5. El tamaño como fuente de diferencias entre empresas

Los epígrafes previos de este capítulo han documentado las notables diferencias que existen en el nivel de endeudamiento y en los indicadores de debilidad y carga financiera entre empresas. Sin embargo, cabe preguntarse si estas diferencias se deben al sector de actividad al que pertenecen las empresas o al tamaño, aunque,

como también se ha comentado, los trabajos que abordan estas cuestiones suelen coincidir en que las diferencias en la estructura financiera van más allá de estas dos características. Este epígrafe y el siguiente precisamente se dedican a analizar en qué medida el tamaño y el sector son fuente de diferencias en la estructura y en la debilidad financiera entre empresas.

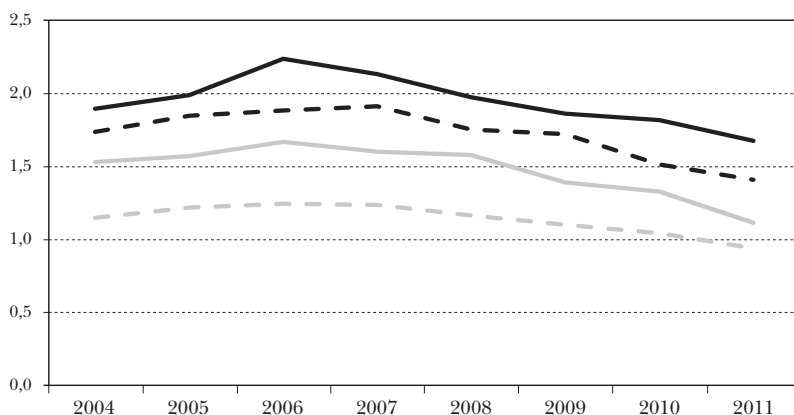
En principio se podría pensar que las empresas de menor tamaño utilizarán en mayor proporción los recursos propios como fuente de financiación que otras de dimensión mayor. Las empresas de menor tamaño tienen más complicado el acceso a los mercados financieros mayoristas y a los de renta fija. Como se ha comprobado anteriormente, el crédito bancario es la principal fuente de financiación ajena a la que tienen acceso. Pero incluso en el acceso a la financiación bancaria se encuentran con el inconveniente de que el menor tamaño suele estar también asociado a mayores asimetrías informativas, a más opacidad y a otras características que dificultan la obtención de crédito.

En este epígrafe se analizan las diferencias en el acceso a la financiación ajena de las empresas en función de su dimensión pero no centrándose en los niveles medios, como se realizaba en el capítulo anterior, sino en las diferencias que existen dentro de cada una de las categorías de tamaño. Para ello se utiliza de nuevo la base de datos Amadeus. En los cuadros 2.4 y 2.5 se mostraba la distribución del número de empresas y empleo según el tamaño. En dichos cuadros se advertía que, en número, las microempresas y pequeñas empresas son las más numerosas mientras que, si se tenía en cuenta el empleo que generaban, las medianas y grandes ganaban relevancia.

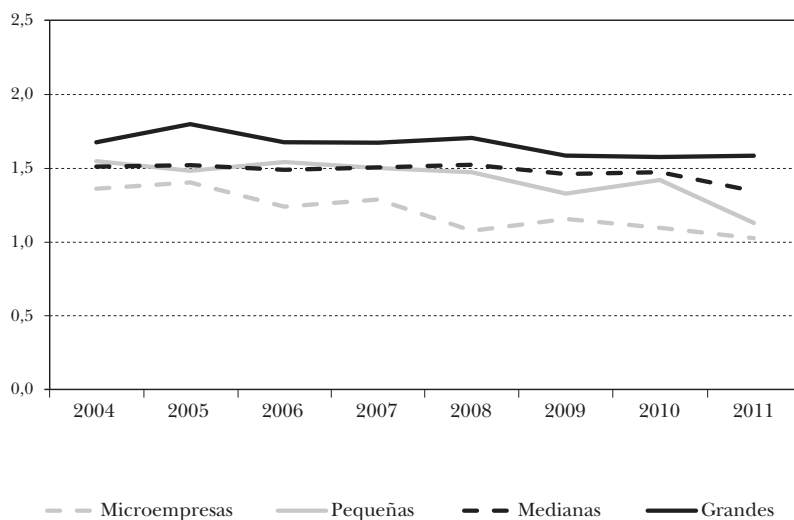
En el gráfico 2.21 se muestra el grado de apalancamiento total medio ponderado de las cuatro categorías de tamaño de las empresas incluidas en la muestra de Amadeus. Al igual que en los epígrafes anteriores del capítulo 2, el indicador de apalancamiento total se define como el cociente de los pasivos a largo y a corto como proporción de los recursos propios de la empresa, y se utiliza la muestra total para su cálculo. En España se observa una clara relación entre tamaño y apalancamiento empresarial, pues las empresas grandes tienen la mayor ratio a lo largo del período, seguidas por las medianas, las pequeñas y, por último, las

GRÁFICO 2.21: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004 -2011
(tanto por 1)

a) España



b) Eurozona



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

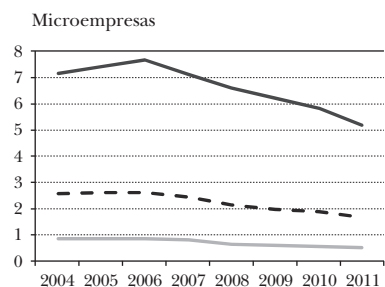
microempresas. En el 2011 en las empresas grandes los recursos ajenos eran 1,67 veces los propios, mientras que en las medianas y las pequeñas el indicador de apalancamiento era de 1,41 y 1,11, respectivamente. Las microempresas son, con diferencia, las que cuentan con menor proporción de recursos ajenos, ya que la ratio toma el valor de 0,94 en el 2011. En los cuatro tamaños de empresas se alcanza un máximo al final de la etapa expansiva, el 2006 en todos los grupos salvo en las medianas que se produce en el 2007, descendiendo continuamente a partir de ese año. También se observa que en las grandes y medianas empresas españolas el apalancamiento total es superior al europeo, mientras que en las microempresas es inferior. Las empresas pequeñas, especialmente en los últimos años de la muestra, también presentan ratios de apalancamiento total inferiores a los de las empresas de otros países.

Como se ha comentado, el objetivo de este epígrafe es analizar las diferencias en el grado de endeudamiento según el tamaño de la empresa pero prestando atención a las diferencias que existen dentro de cada categoría de tamaño. El gráfico 2.22 muestra la evolución entre el 2004 y el 2011 de la mediana y del rango intercuartílico de la distribución de empresas incluidas en cada agrupación de tamaño en España y la eurozona. En España existen pequeñas diferencias en el valor de la mediana entre las empresas grandes, medianas, pequeñas o microempresas. Por ejemplo, en el 2011 las empresas con menor mediana son las de tamaño mediano, con una ratio de apalancamiento de 1,56, mientras que las grandes son las que mayor mediana tenían (1,87). Estas escasas diferencias se observan a lo largo de todo el período, e incluso se han reducido todavía más en los años de crisis. La evolución temporal en la mediana es similar a la de la media que se describió anteriormente en todos los grupos de tamaños.

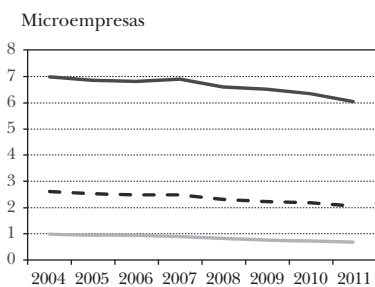
De nuevo, las diferencias entre empresas dentro de cada tipo de tamaño son también importantes, al igual que se advertía en los epígrafes previos. En la gran empresa española que se sitúa en el percentil 25 de la distribución, los pasivos a corto y a largo eran 0,84 veces los recursos propios en el 2011. En cambio, en la empresa española que se situaba en el percentil 75, la ratio era de 3,95 veces, lo que implica una diferencia —rango intercuartílico— de 3,11. La dispersión de las empresas medianas y pequeñas es

GRÁFICO 2.22: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011 (tanto por 1)

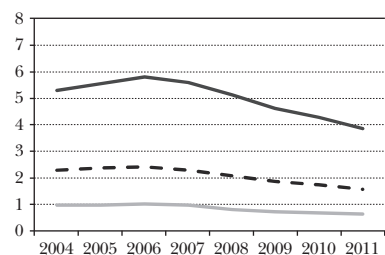
a) España



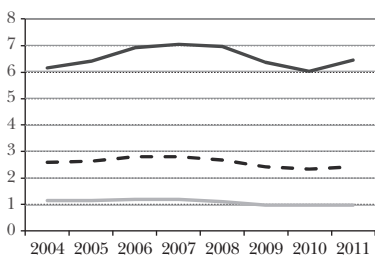
b) Eurozona



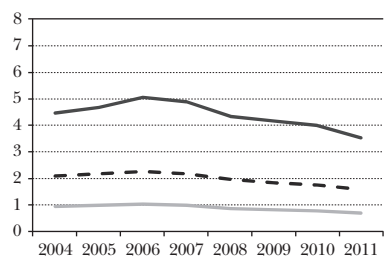
Pequeñas



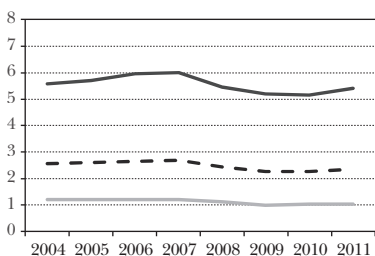
Pequeñas



Medianas

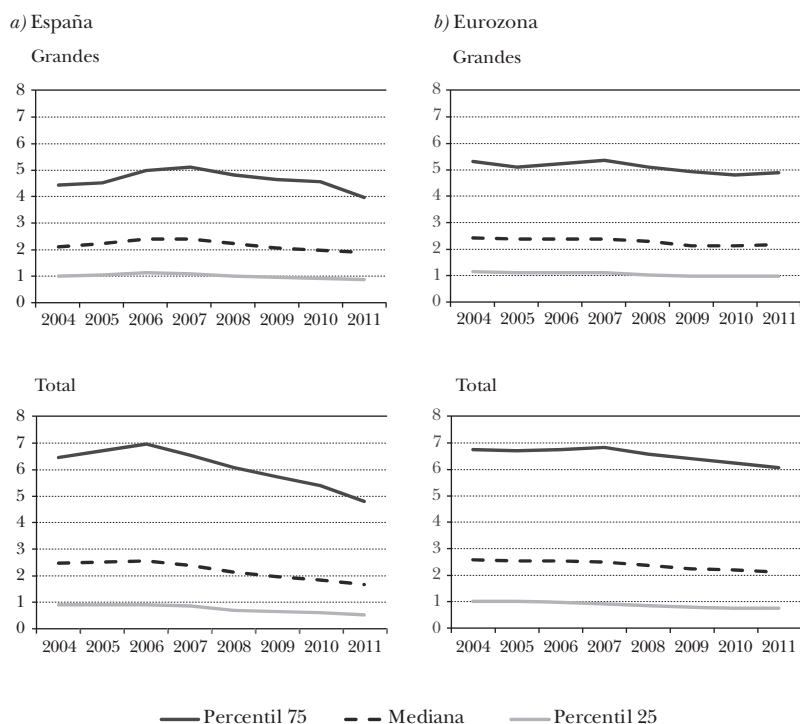


Medianas



— Percentil 75 - - Mediana — Percentil 25

GRÁFICO 2.22 (cont.): Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total. 2004-2011 (tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

relativamente similar a la de las grandes, pues la diferencia entre los percentiles 25 y 75 era respectivamente de 2,80 y de 3,24. Las microempresas son el único grupo en el que la dispersión destaca sobre los demás. La ratio de apalancamiento total del percentil 25 de las microempresas es de 0,53, similar a las de los otros grupos. En cambio, el percentil 75 definido para estas empresas es de 5,18, sensiblemente superior a las del resto de categorías. Por tanto, el rango intercuartílico de la ratio de apalancamiento total en las microempresas es de 4,68.

La evidencia mostrada indica que, aunque en término medio el tamaño empresarial marca diferencias en el apalancamiento, las

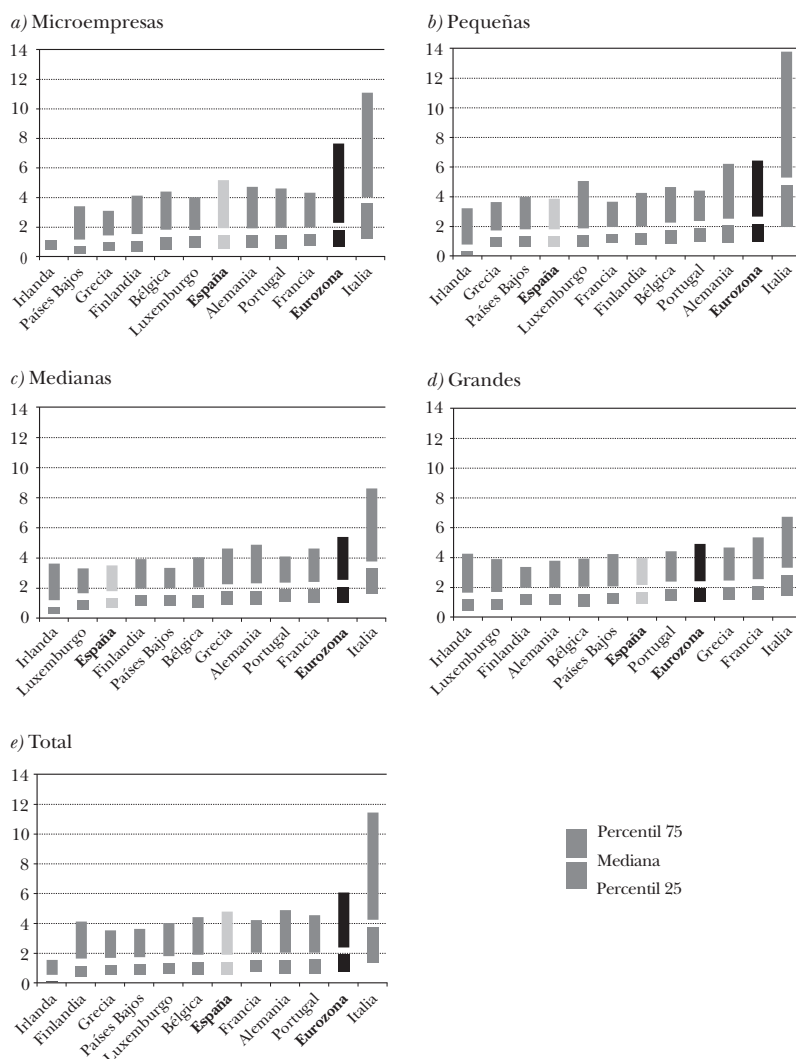
diferencias entre empresas de un mismo tamaño son más importantes que las que existen entre tamaños. Eso sí, las microempresas concentran mayor proporción de empresas con valores elevados de las ratios de endeudamiento.

En comparación con las empresas europeas dos hechos son de destacar. En primer lugar, en general todos los grupos de tamaño tienen menores ratios de apalancamiento total en España que en la media de la eurozona, tanto en la mediana como en los percentiles 25 y 75. El gráfico 2.23 muestra la ratio de apalancamiento total de los países de la eurozona por grupos de tamaño en el 2011. Tanto en las microempresas como en las grandes empresas el apalancamiento total de la empresa mediana española tiene una posición intermedia en comparación con los países europeos. En las pequeñas y medianas empresas, España se sitúa entre los países con menores niveles medianos. La dispersión de todas las categorías de tamaño es similar a la del resto de países salvo en las microempresas, que es mayor a todos los países salvo Italia. Este país destaca precisamente por los elevados niveles y dispersión del apalancamiento total empresarial en todos los tipos de empresas.

El segundo hecho destacable es que, tras el comienzo de la crisis, el ritmo de reducción del apalancamiento total ha sido más intenso en España que en el conjunto de países europeos independientemente de que se analice la mediana o el percentil 25 o 75. La dispersión se ha reducido en España en todos los grupos de tamaño pero más especialmente entre las microempresas, en la que existía mayor dispersión.

El gráfico 2.24 profundiza en el análisis de las diferencias entre empresas para los cuatro grupos de tamaño definidos. De nuevo se utiliza la muestra restringida para mostrar la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste sobre activo total). Como se ha comentado anteriormente, es necesario utilizar la muestra restringida pues muchas empresas no ofrecen suficiente desagregación del pasivo o no ofrecen información de alguna otra variable relevante. En el gráfico se vuelven a advertir los problemas de cobertura que la muestra restringida presenta en el 2007 y que ya se comentaron previamente. En esta ocasión queda claro que, en el caso español, la mala cobertura de Amadeus en ese año se da en las micro y pequeñas empresas. Independientemente de los problemas de cobertura,

GRÁFICO 2.23: Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011 (tanto por 1)

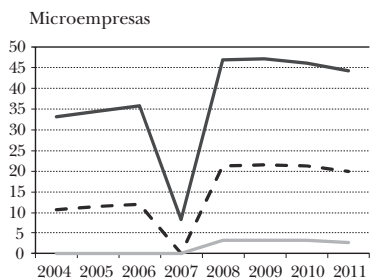


Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

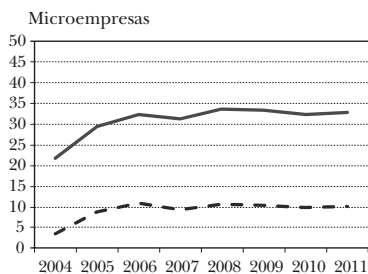
algunos de los mensajes que se obtienen del indicador de deuda con coste son similares a los que se veían en términos del apalancamiento. En primer lugar, las diferencias en las medianas de las empresas

GRÁFICO 2.24: Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)

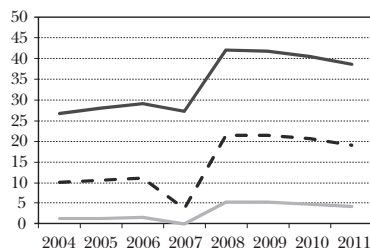
a) España



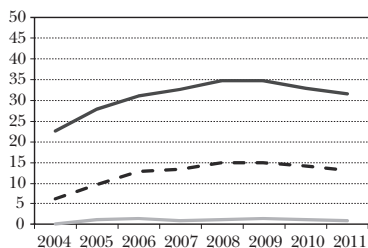
b) Eurozona



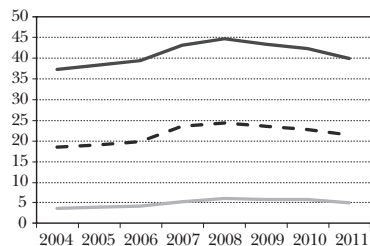
Pequeñas



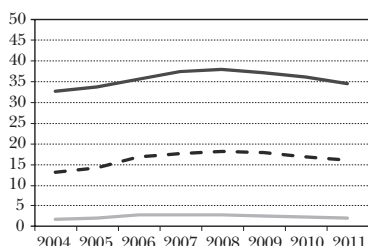
Pequeñas



Medianas

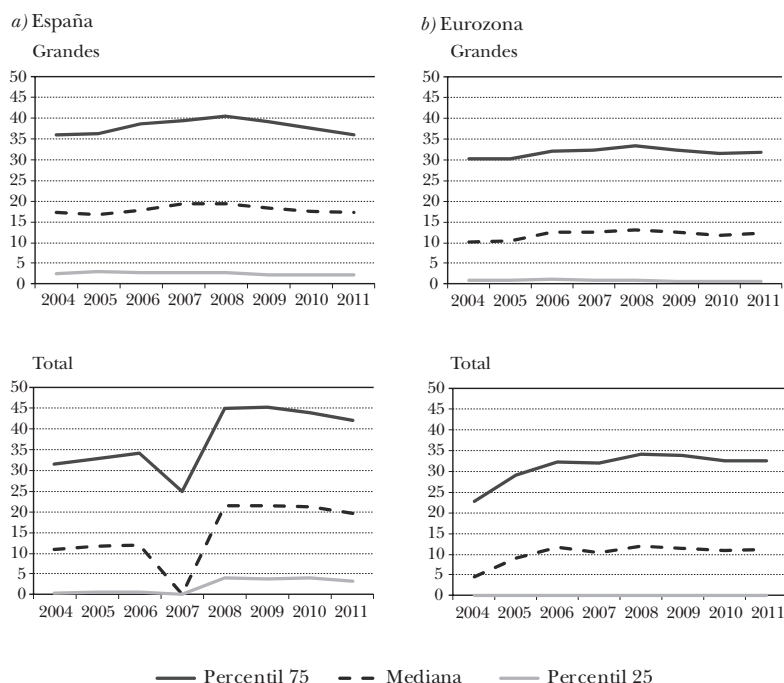


Medianas



— Percentil 75 - - Mediana — Percentil 25

GRÁFICO 2.24 (cont.): Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

según los indicadores son bastante similares, especialmente después de la crisis. En concreto, la diferencia entre la menor (grandes empresas, 17,15%) y mayor (las empresas medianas, 21,17%) mediana del peso de la deuda con coste sobre activos totales en el 2011 era de tan solo 4 puntos porcentuales. Sin embargo, antes de la crisis, las diferencias entre las grandes y medianas frente a las pequeñas y microempresas eran superiores, cercanas a los 10 puntos porcentuales. En el valor del percentil 25 las diferencias entre el grupo de empresas con menor y mayor ratio de endeudamiento con coste son menores en el 2011. Existen diferencias amplias todavía en la parte alta de la distribución. El percentil 75 de las empresas grandes es el que menor ratio de endeudamiento muestra (36,06%), frente a las

microempresas que es el mayor (42,21%). Las empresas medianas y pequeñas tenían valores similares en el 2011.

Por tanto, pese a que el tamaño tiene influencia en la estructura financiera de las empresas, la evidencia mostrada indica que las diferencias entre empresas son, de nuevo, mayores que entre tipos de tamaño. De hecho, un 25% de las empresas (último cuartil) de cada tipo tienen ratios de deuda con coste sobre activos totales del entorno del 40% o superiores, mientras que en otro 25% (el primer cuartil) la deuda con coste apenas llega al 5%. Un segundo hecho destacable es que, en todos los grupos de tamaño, en España se observa una reducción del endeudamiento con coste, especialmente en las empresas más endeudadas. Además, la reducción es más importante a mayor tamaño de las empresas.

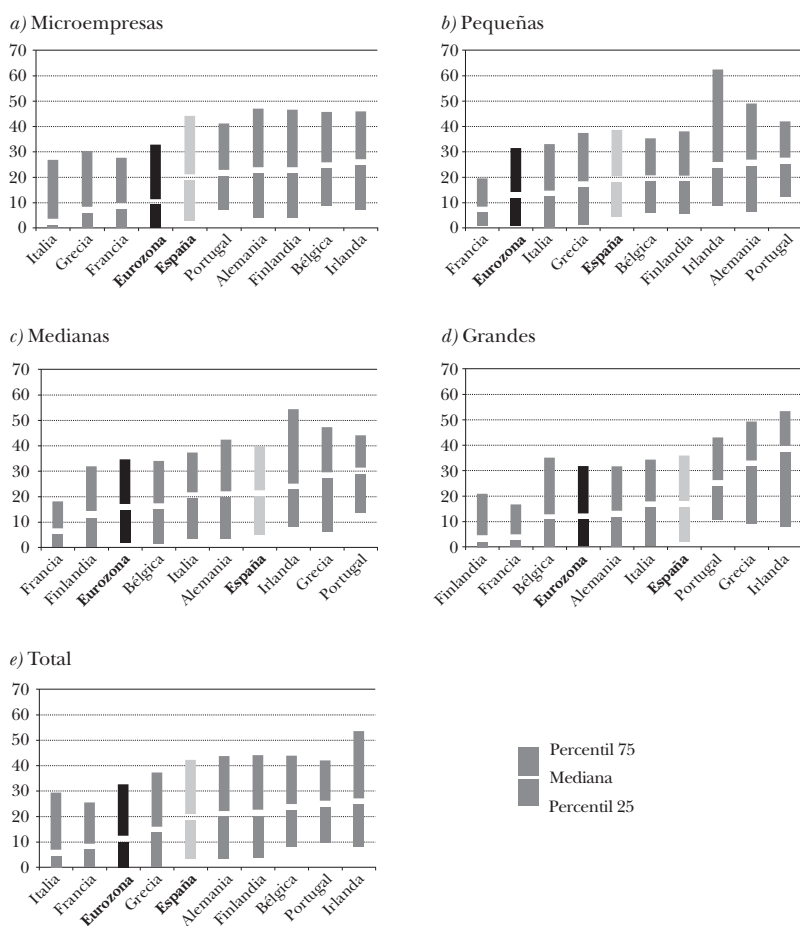
Por último, si todos los grupos de tamaño españoles presentaban sistemáticamente menores medianas y percentiles 25 y 75 que la eurozona en la ratio de apalancamiento, en la deuda con coste la situación es justo la contraria. Eso sí, las diferencias son tan solo entre 3 y 5 puntos porcentuales. Entre los países de la eurozona, en el 2011 (gráfico 2.25) España presenta una situación intermedia en términos de la mediana. Las microempresas españolas destacan por su elevada dispersión en comparación con el resto de países.

No se encuentran grandes diferencias en los indicadores de apalancamiento total y endeudamiento con coste utilizados entre las empresas españolas y las de la eurozona de un mismo tamaño. Tampoco parecen existir importantes diferencias entre los grupos de tamaño. Lo que sí se constata son las destacables diferencias en la dispersión del endeudamiento de una misma categoría de tamaño. Es decir, son más relevantes las diferencias en la estructura financiera entre empresas dentro de un mismo tamaño que las que existen entre tamaños. Además, la dispersión de las distribuciones de empresas según el tamaño es similar, salvo en las microempresas, en las que existe mayor proporción de empresas con valores más elevados.

La siguiente cuestión es si este mismo patrón se repite con el indicador de debilidad financiera utilizado a lo largo del capítulo —deuda con coste sobre resultado de explotación—. Este indicador (gráfico 2.26) muestra que, aunque en términos de la mediana existen diferencias entre los grupos de tamaño en España (diferencia del 60% entre el grupo de mayor y menor ratio), no se

observa que exista un patrón claro asociado a la dimensión de la empresa. Por ejemplo, en el 2011 las microempresas y las grandes empresas tenían que dedicar el margen de explotación íntegro de 1,32 y 1,56 años, respectivamente, para amortizar la deuda. En cambio, las empresas medianas y las pequeñas tenían que dedicar entre 2,11 y 2,07 años, respectivamente.

GRÁFICO 2.25: Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el tamaño de empresa y países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

GRÁFICO 2.26: Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)

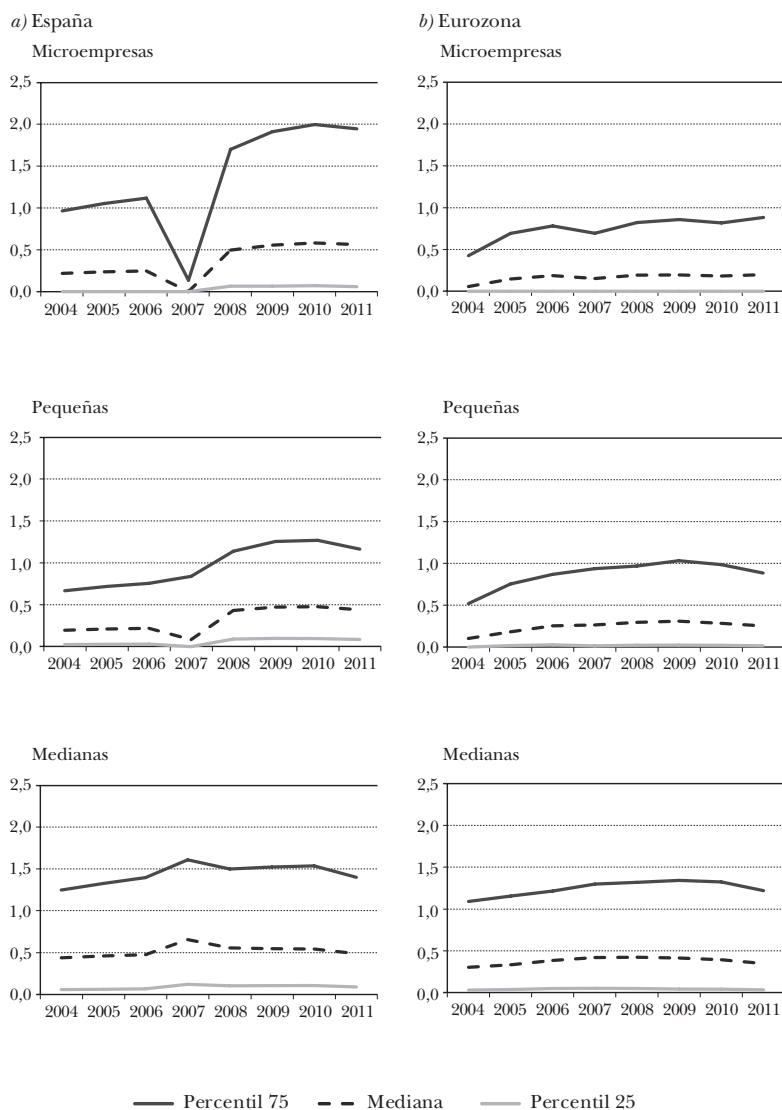
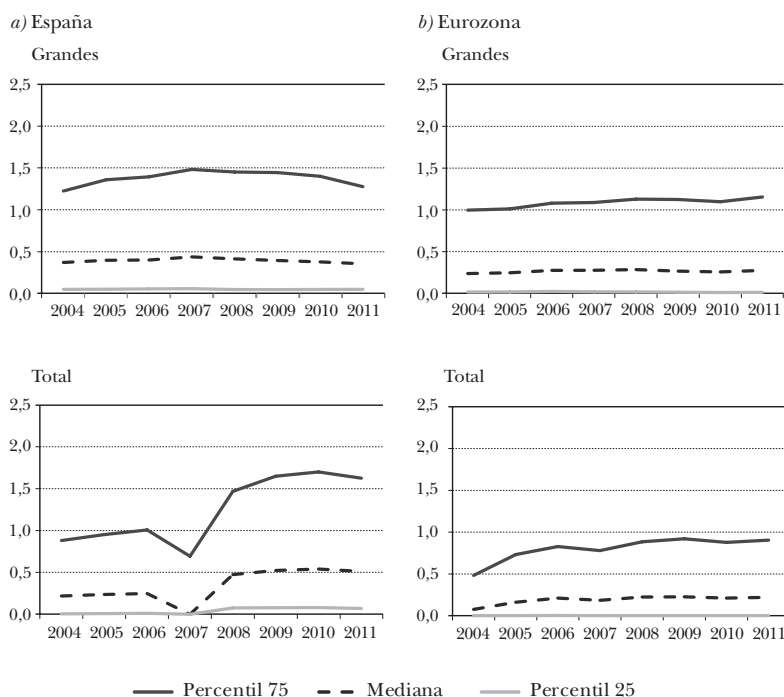


GRÁFICO 2.26 (cont.): Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

Adicionalmente, se observan dos cuestiones relevantes con relación a la dispersión. En primer lugar, la dispersión dentro de cada grupo de tamaño es muy elevada, mayor que las que existe entre categorías. Si en términos de la mediana las empresas españolas se situaban en el entorno del 1,3-2,1 dependiendo del grupo, los valores del percentil 75 son muy superiores: entre el 7,14 y el 10,03. Un segundo hecho destacable es que, en la parte alta de la distribución, el tamaño sí que establece diferencias. En este sentido, si un 25% de las grandes empresas tenían que destinar los beneficios de más de 7,14 años para amortizar por completo la deuda con coste, en las empresas medianas y pequeñas ese mismo porcentaje de empresas

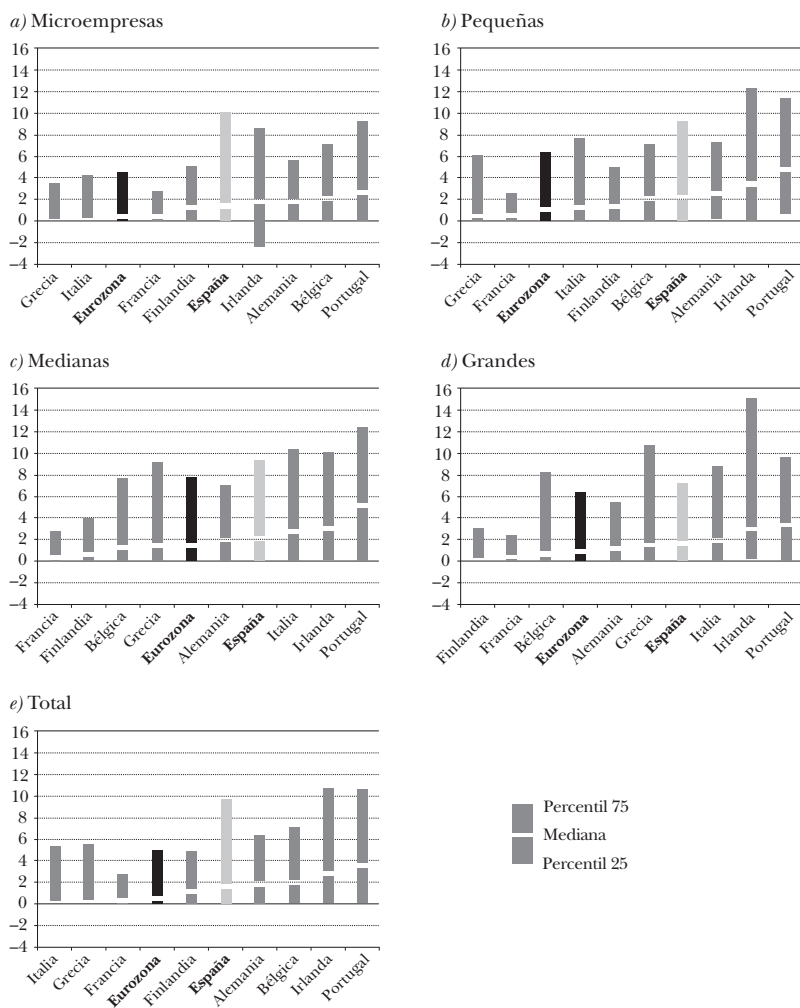
tenía que dedicar más de 9,35 y 9,21 años, esto es, más de dos años más en comparación con las grandes. Por último, las microempresas son en las que el percentil 75 presentaba mayor ratio: 10,03.

El gráfico 2.27 muestra la situación relativa de las empresas españolas en comparación con los distintos países europeos. España siempre ocupa la cuarta posición entre los países por su mayor nivel mediano de debilidad financiera, salvo en las microempresas, que son el quinto país. Además, España destaca sobre todo por la elevada dispersión, excepto en las grandes empresas.

Por último, al igual que en los epígrafes anteriores de este segundo capítulo, a continuación se analiza la carga financiera que la deuda representa. Para ello en el gráfico 2.28 se presenta la mediana, y los percentiles 25 y 75 de la ratio costes financieros/resultado de explotación, es decir, el porcentaje de los beneficios de explotación que se tienen que destinar a la remuneración de la financiación ajena de la empresa. El gráfico compara a las empresas españolas con el conjunto de la eurozona clasificando las empresas en los cuatro grupos de tamaño definidos anteriormente. La mediana y el percentil 75 tanto en la eurozona como en España y en todos los grupos de tamaño sigue un perfil marcado por un incremento entre el 2005 y el 2008, muy posiblemente asociado a las condiciones monetarias más restrictivas de esos años en un contexto en el que la crisis todavía no se había hecho sentir en los resultados empresariales. Sin embargo, desde el 2008 disminuye la ratio pese a la contracción de los márgenes. El percentil 25, cercano a cero, presenta un perfil mucho más estable, condicionado por el gran número de empresas sin endeudamiento.

La comparación de las medianas de la distribución vuelve a mostrar que existen diferencias entre los distintos grupos en la carga de la deuda que tienen que soportar. Pero estas diferencias son inferiores a las que se dan dentro de una misma categoría de tamaño. Por ejemplo, la diferencia en el 2011 entre las empresas españolas del grupo con menor (microempresas, 12,80%) y mayor (pequeñas, 17,63%) carga financiera es del 40%. Las empresas grandes y medianas presentan unos porcentajes algo inferiores (16,89% y 16,04% respectivamente) a las pequeñas. Sin embargo, la dispersión dentro de cada uno de estos grupos es muy elevada. Las empresas grandes que definen el percentil 75 tenían que

GRÁFICO 2.27: Ratio deuda con coste/resultado de explotación según el tamaño de la empresa por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

destinar en el 2011 el 54,31% de sus beneficios de explotación al pago de los costes financieros, mientras que las microempresas y las medianas tenían que dedicar el 58,9%. El valor del percentil 75 de las empresas pequeñas es el más alto de todos, llegando al

GRÁFICO 2.28: Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011 (porcentaje)

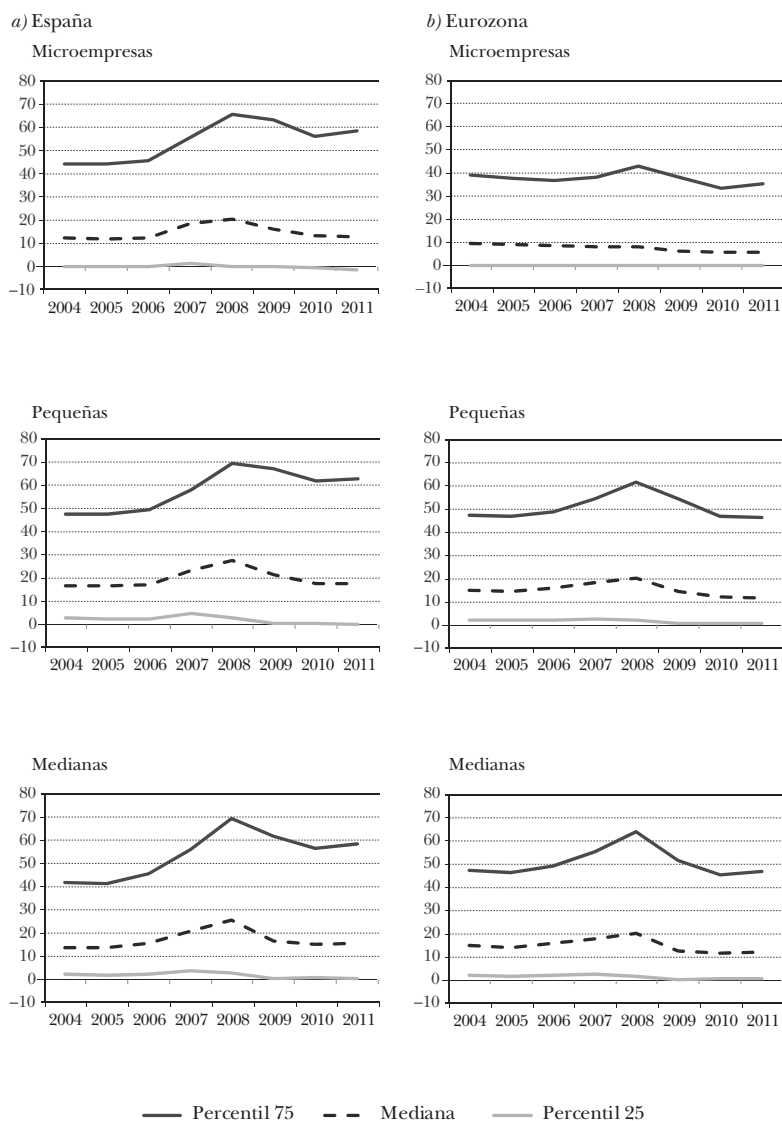
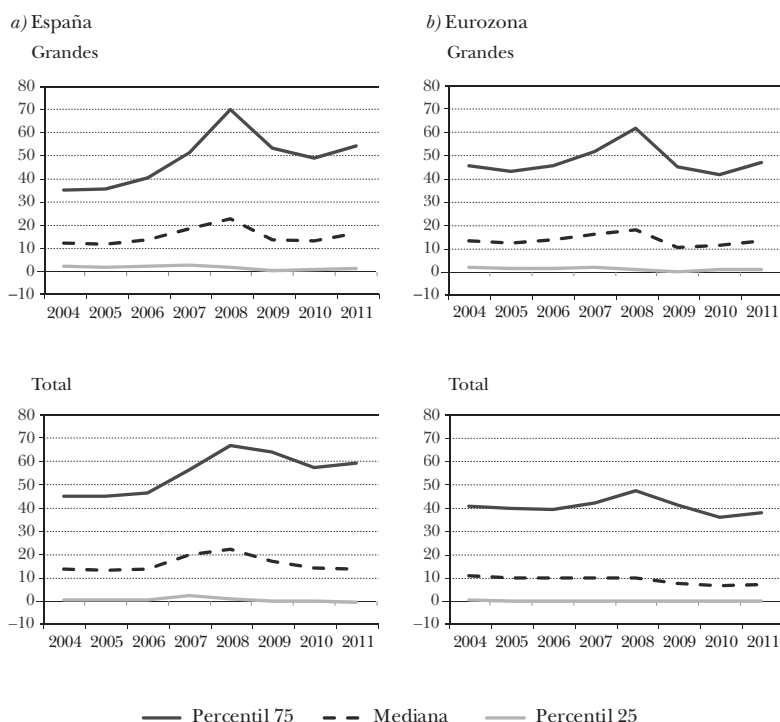


GRÁFICO 2.28 (cont.): Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

63,13%. Por tanto, salvo que las empresas grandes son las que menor carga de la deuda presentan, no se observa relación entre el tamaño empresarial y la carga financiera.

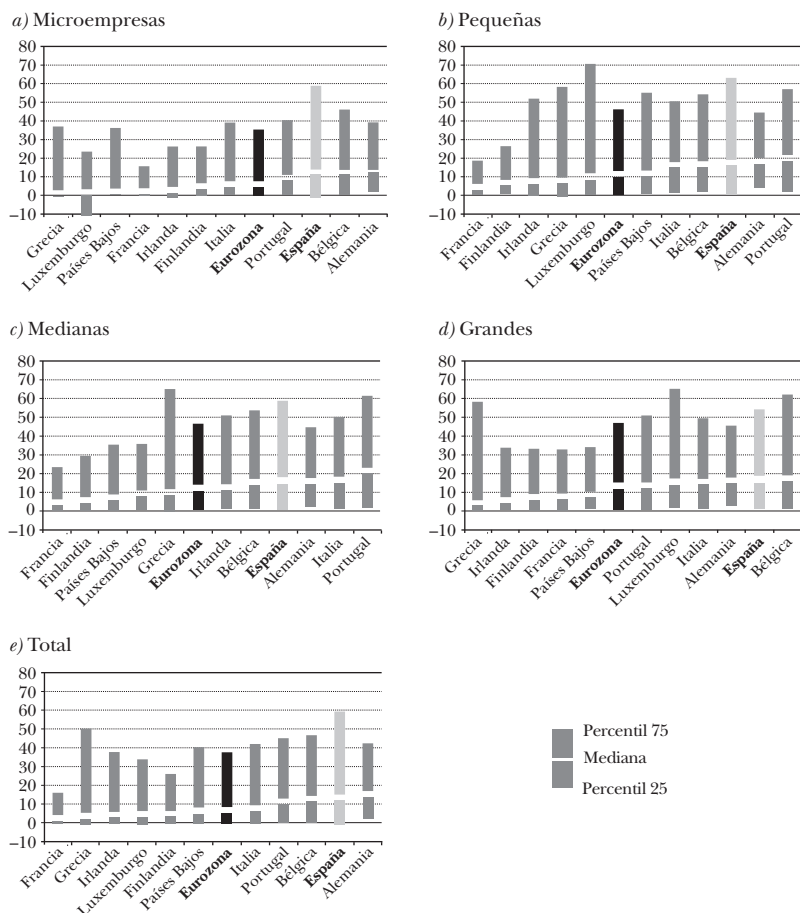
En la comparación de las empresas españolas con las europeas, se constata que sistemáticamente la empresa española presenta mayor carga de la deuda, ya que la mediana y el percentil 25 se sitúan en valores mayores en España. Es de resaltar que en términos de la mediana existen menores diferencias con Europa en las microempresas (6 puntos porcentuales en el 2011), mientras que una empresa pequeña, mediana o grande tiene que destinar entre 11,57 y 13,34 puntos porcentuales más de sus resultados de

explotación que una de la eurozona para hacer frente a los costes financieros. En la parte alta de la distribución las diferencias con Europa son mucho mayores que con relación a la mediana y, además, decrecientes con el tamaño empresarial. Así, la gran empresa que se sitúa en el percentil 75 tiene que destinar 7,24 puntos porcentuales más de sus beneficios al pago de la deuda que las europeas. Las pequeñas y medianas empresas tenían que dedicar 12,21 y 16,91 puntos porcentuales más respectivamente. En las microempresas es donde este diferencial con las empresas del mismo tamaño en Europa es más alto, pues el valor del percentil 75 es de 23,46 puntos porcentuales.

En comparación a los distintos países de la eurozona (gráfico 2.29), España destaca por dos aspectos. En primer lugar, porque ocupa bien la segunda o tercera posición en el *ranking* de países de acuerdo con la carga financiera mediana en todos los grupos de tamaño. Pero, además, España es también de los países con mayor dispersión, especialmente en las micro, las pequeñas y las medianas empresas.

En conclusión, el análisis del endeudamiento y la debilidad financiera según el tamaño indica que, pese a los distintos valores medios, cuando se observa la distribución de empresas, las diferencias son mayores dentro de cada categoría (microempresas, pequeñas, medianas y grandes) que entre las categorías. Además, en términos de los indicadores del endeudamiento, no se observan grandes diferencias entre los cuatro grupos de empresas entre sí ni con las empresas europeas del mismo tamaño. Eso sí, en las comparaciones las microempresas son el grupo con mayores ratios de endeudamiento. En los indicadores de debilidad y carga financiera se ha observado que es donde la empresa española tiene una desventaja en comparación con la europea, independientemente del grupo de tamaño. En todas las categorías de empresas contempladas, las diferencias con Europa son mayores en las de la parte alta de la distribución, esto es, en las empresas que muestran mayor debilidad. Además, las microempresas son las que presentan mayor debilidad y las grandes tienen una cierta posición ventajosa. Por último, en estos indicadores, las diferencias dentro de cada grupo de tamaño vuelven a ser mayores que las observadas entre tamaños.

GRÁFICO 2.29: Ratio gastos financieros/resultado de explotación según el tamaño de la empresa por países. Media y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

2.6. El sector de actividad como fuente de diferencias entre empresas

Al igual que se ha analizado el tamaño empresarial como fuente de las diferencias en la estructura financiera entre empresas, el sector también puede ser fuente de diferencias. Cada sector de

actividad tiene una estructura diferente de activos. Dependiendo de la actividad de la empresa, el peso de los activos físicos será distinto. La vida media de los activos reales y la elevada inversión que determinadas empresas llevan a cabo induce a que las fuentes de financiación descansen más, por ejemplo, en pasivos a largo. Por lo tanto, las diferencias sectoriales pueden condicionar la forma de financiar la empresa. Para analizar esta cuestión, se repasan de nuevo los indicadores de apalancamiento total, endeudamiento con coste, debilidad financiera y carga de la deuda, clasificando a las empresas en función del sector de actividad al que pertenecen.²⁶

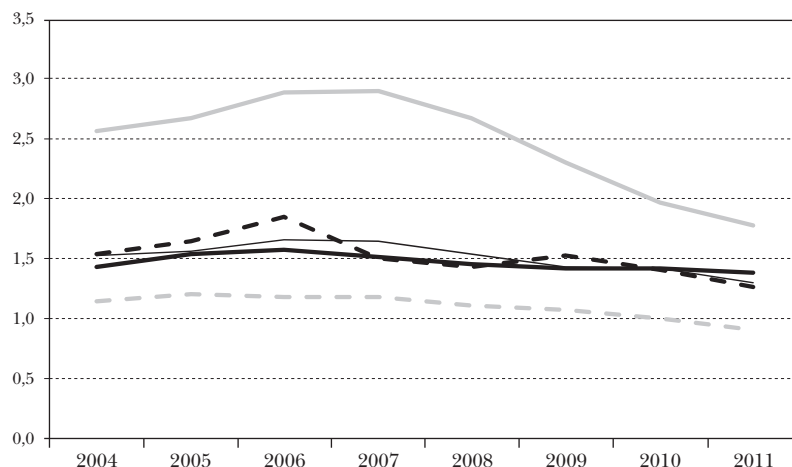
En el gráfico 2.30 se muestra la media ponderada de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) de las empresas incluidas en cada sector de actividad. En comparación con el panel de España del gráfico 1.36, se comprueba que los indicadores que se obtienen en la muestra de Amadeus son superiores a los que se obtienen con BACH. Existen dos motivos que justifican los diferentes valores. En primer lugar la base de datos y la muestra utilizada en los dos gráficos es distinta. Mientras que en el capítulo 1 se utilizan datos de BACH, en el gráfico 2.30 se utiliza una muestra de empresas de Amadeus. En segundo lugar, la ratio de apalancamiento se define de forma distinta. En el gráfico 1.36 se utiliza la deuda con coste, mientras que en el gráfico 2.30 la deuda total (pasivos corrientes y pasivos no corrientes, que incluyen, entre otros, el crédito comercial). Sin embargo, pese a las diferencias de los dos gráficos, se obtienen dos mensajes comunes: primero, la ratio de apalancamiento de los grandes sectores de actividad son relativamente similares, salvo en el sector de la construcción, que destaca mucho sobre los demás por su mayor endeudamiento; segundo, los niveles de apalancamiento de los sectores españoles no son sustancialmente distintos a los de los otros países europeos, salvo el sector de la construcción en España.

Para analizar la distribución de empresas en cada sector, en el gráfico 2.31 se muestra la evolución de la mediana (en lugar

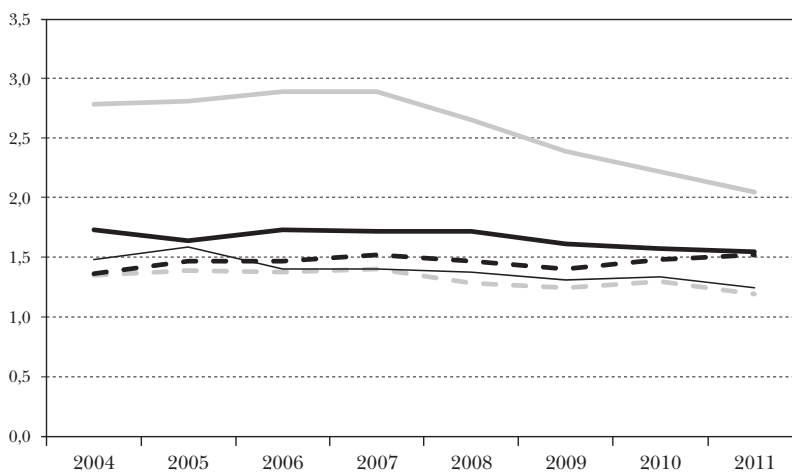
²⁶ En este epígrafe se clasifica a las empresas en 5 sectores de actividad. Se han clasificado también a las empresas en 18 sectores (no mostrado) y las conclusiones son similares a los que se describen a continuación: la dispersión dentro del sector es la principal fuente de variación entre empresas.

GRÁFICO 2.30: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector de actividad. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011 (tanto por 1)

a) España



b) Eurozona



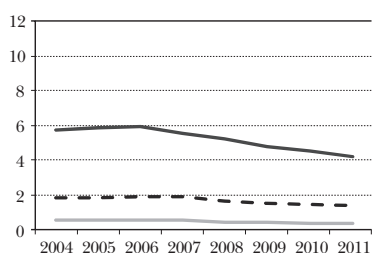
— — Agricultura, ganadería y pesca — Construcción - - Energía
 — Industria — Servicios

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

GRÁFICO 2.31: Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011
(tanto por 1)

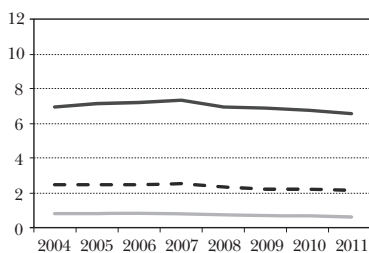
a) España

Agricultura, ganadería y pesca

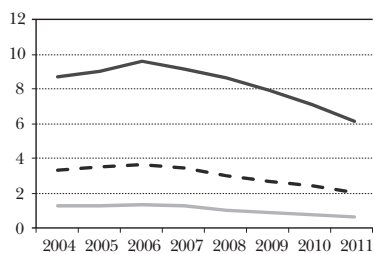


b) Eurozona

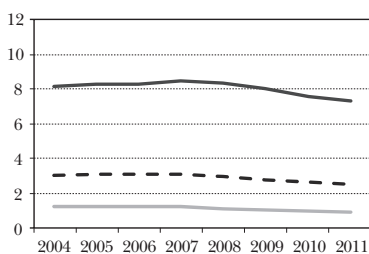
Agricultura, ganadería y pesca



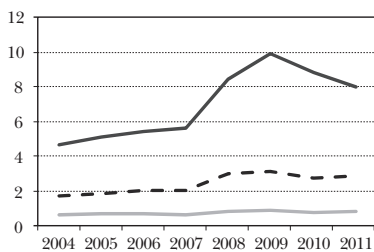
Construcción



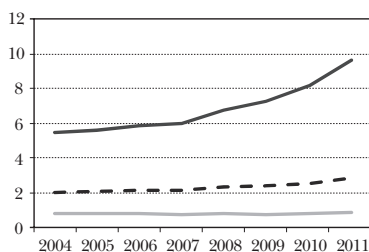
Construcción



Energía

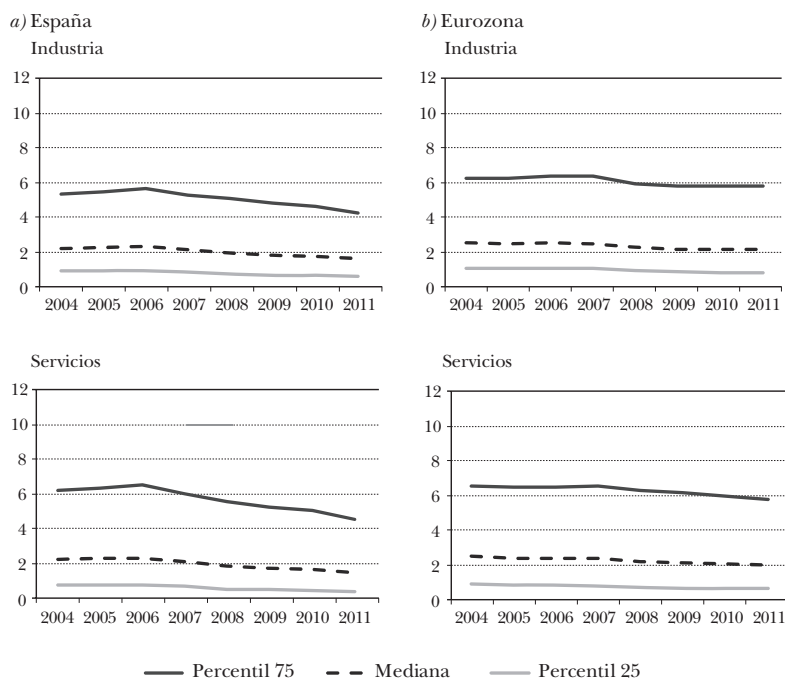


Energía



— Percentil 75 - - - Mediana — Percentil 25

GRÁFICO 2.31 (cont.): Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011 (tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

de la media ponderada) y el rango intercuartílico de la ratio de apalancamiento total (pasivos corrientes y no corrientes/recursos propios). Atendiendo a las medianas se observa que existe bastante heterogeneidad entre sectores, tanto en España como en la eurozona. En el 2011 el sector en España con menor ratio de apalancamiento total era el de la agricultura (1,41), seguido de los servicios (1,55) y la industria (1,66). La energía y la construcción, en cambio, eran los sectores con mayor endeudamiento mediano, con un 2,85 y 2,05, respectivamente. Desde el 2007, justo antes del comienzo de la crisis, el apalancamiento total de la agricultura, industria y servicios se ha reducido de forma notable, entre un 25% y un 29%. En el sector de la construcción también se ha

reducido el apalancamiento total mediano pero en una magnitud mucho mayor que el resto (40%), debido al incremento que había tenido en la etapa del *boom* inmobiliario, donde alcanzó una ratio del 3,42 en el 2007. Las empresas del sector energético también presentan un comportamiento particular en comparación con el resto de sectores. Entre el 2007 y el 2011 incrementó el apalancamiento total mediano en un 40%.

Pero una vez más las diferencias entre las empresas de un mismo sector son mayores que las que se observan entre sectores, como también se observa en la evolución de los percentiles 25 y 75 del gráfico. Estas mayores diferencias se deben fundamentalmente a aquellas empresas que están más apalancadas, puesto que en todos los casos el percentil 25 se encuentra más cercano a la mediana que el percentil 75. En el percentil 25 también existen diferencias entre empresas, siendo la energía el sector con mayor valor de este percentil (0,82) y la agricultura, pesca y ganadería el mínimo (0,40). Como se acaba de comentar, las mayores diferencias entre empresas se observan en los valores elevados que presentan las empresas más apalancadas. En el caso de la agricultura, industria y servicios, un 25% de las empresas presentaban en el 2011 ratios de apalancamiento total superiores a 4,18, 4,27 y 4,58 respectivamente, es decir, más del doble de la mediana. Pero los sectores que más destacan son los de la energía, en el que el 25% de las empresas tiene ratios de apalancamiento total superiores al 7,94 y el de la construcción superiores al 6,09. En el sector de la construcción hay que matizar que, si bien el percentil 75 toma un valor elevado en el 2011, todavía lo era mayor en los años previos al comienzo de la serie. Por ejemplo, en el 2006 alcanzó un máximo con una ratio de apalancamiento total del 9,55% (2,6 veces más que la mediana). En cambio, en la energía se observa un acusado crecimiento del apalancamiento total en los años de crisis.

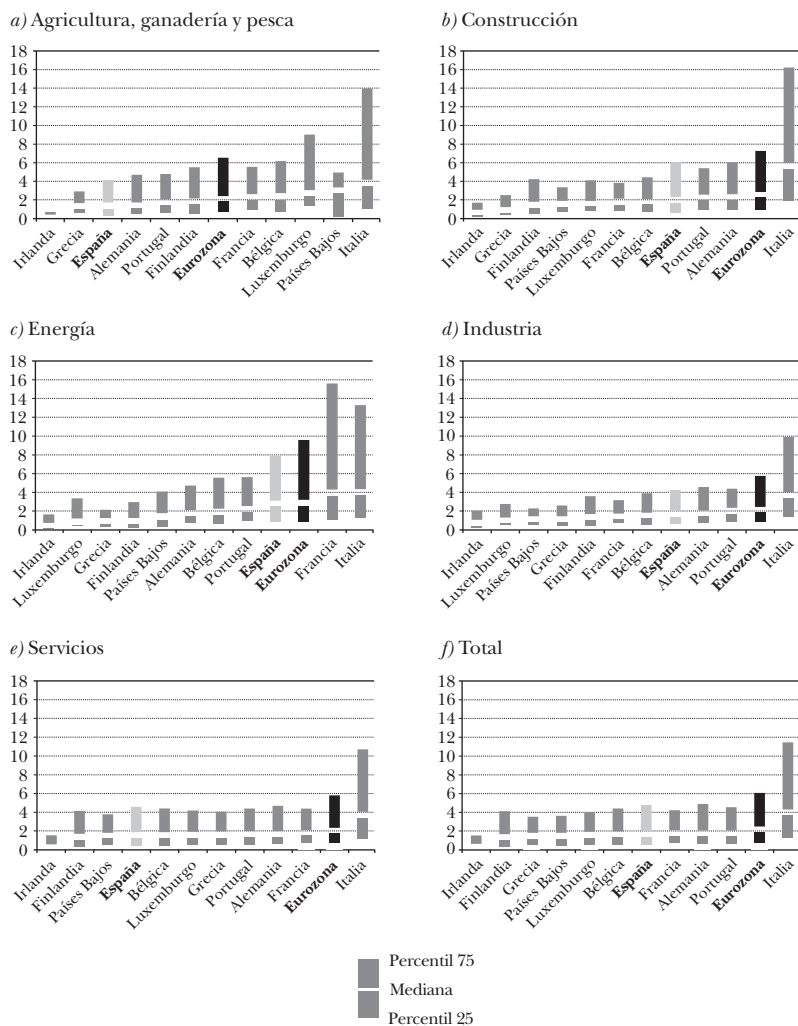
En la comparación con Europa, el apalancamiento total en España es superior o inferior a la media de los países de nuestro entorno dependiendo del sector. En la agricultura, ganadería y pesca, industria y en los servicios el apalancamiento de la empresa española es inferior a la europea. Además, el apalancamiento total, especialmente en las empresas más endeudadas, se está re-

duciendo más rápidamente. Pese al rápido crecimiento del apalancamiento total en el sector energético en los años de crisis, el apalancamiento total en el 2011 es similar al de la eurozona. Por último, en la construcción se ha pasado de un sector que estaba más apalancado que los países de la eurozona antes de la crisis a la situación justo contraria, debido a la reducción del endeudamiento que se observa desde el 2006.

El gráfico 2.32 complementa la comparación internacional situando a los sectores productivos españoles en comparación con los de los demás países europeos en el 2011. La conclusión general del gráfico es que las empresas españolas no destacan por su excesivo apalancamiento total, pues en todos los sectores España ocupa una posición intermedia entre los países europeos. En la agricultura y en los servicios las empresas españolas se encuentran entre las menos apalancadas. El caso español tampoco destaca por la elevada dispersión salvo en la energía y en la construcción.

Al igual que en los epígrafes previos, la imagen que ofrece el indicador de apalancamiento total (gráfico 2.33) se complementa con la ratio de endeudamiento (deuda con coste sobre activos totales) definida para la muestra restringida. La comparación entre el endeudamiento con coste de los sectores muestra que en términos de la mediana existen escasas diferencias entre las 5 grandes ramas de actividad, salvo en la energía. El endeudamiento con coste mediano de las empresas de la agricultura, la construcción, la industria y los servicios oscilaba en un intervalo de 2,5 puntos porcentuales comprendido entre el 19,1% de los servicios y el 21,6% de la agricultura en el 2011. En el sector energético, el peso de la deuda con coste en los activos totales duplicaba al del resto de ramas de actividad. Este mismo patrón se observa en el percentil 75, donde en el 2011 la energía destacaba sobre el resto de sectores con un porcentaje del 73,8%. Sin embargo, el resto de sectores oscila entre el 39,4% de la industria y el 44,6% de la construcción. Por tanto, con una matización en el caso del sector energético, las diferencias existentes dentro de los sectores son mayores que las diferencias que se observan entre sectores, que no son excesivas. De hecho, las empresas que se sitúan por encima del umbral que define el percentil 75 más que duplican el endeudamiento con coste de la mediana. En

GRÁFICO 2.32: Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011
(tanto por 1)

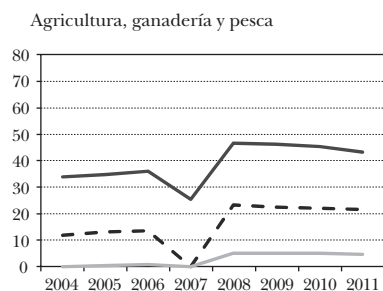


Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

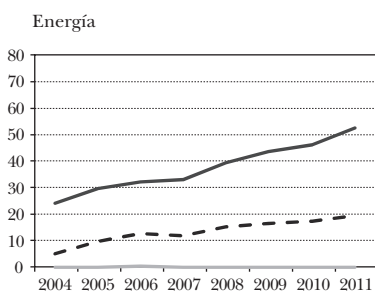
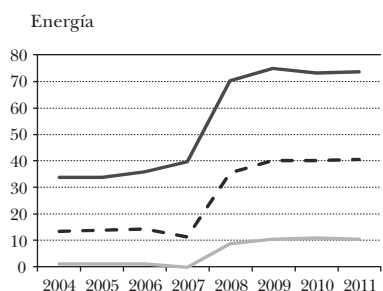
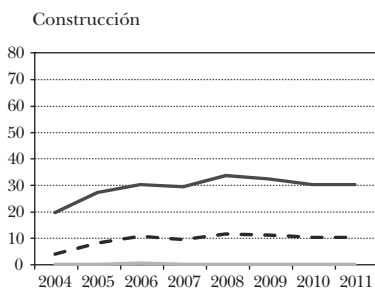
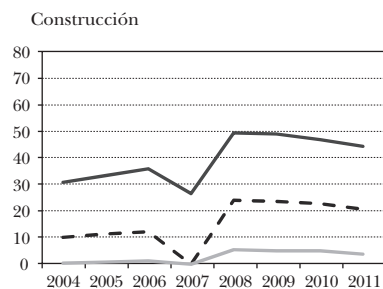
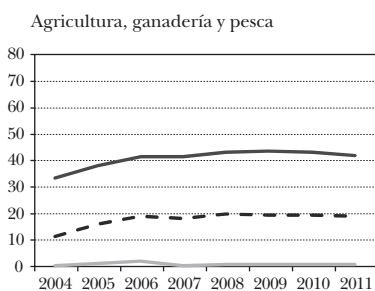
todos los sectores, salvo en la energía, se observa desde el 2008 un proceso de paulatino desendeudamiento. La ratio de endeudamiento con coste del sector energético permanece estable a lo largo de los años de crisis.

GRÁFICO 2.33: Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)

a) España

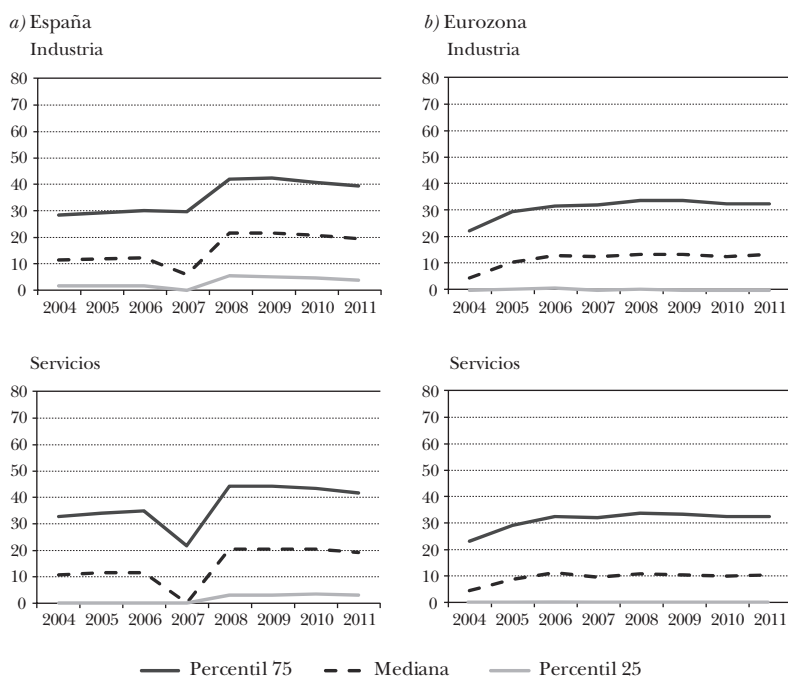


b) Eurozona



— Percentil 75 - - Mediana — Percentil 25

GRÁFICO 2.33 (cont.): Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

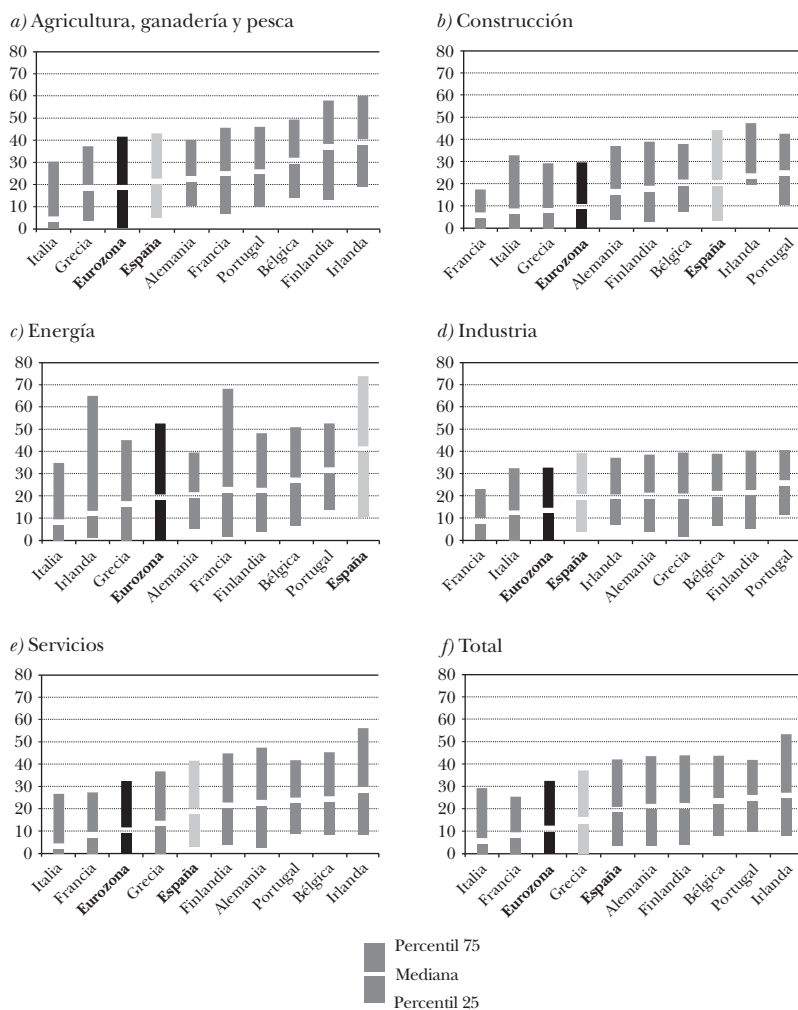
Comparando la distribución de la empresa española con la media de la eurozona se advierte que tanto en la mediana como en la parte superior de la distribución (las empresas más endeudadas) la empresa española muestra ratios de endeudamiento con coste sistemáticamente superiores, especialmente en el caso de la construcción y la energía. En el sector de la construcción, la diferencia entre España y la eurozona en la ratio de endeudamiento con coste de la mediana (percentil 75) es de 11 (15) puntos porcentuales. En el sector energético las diferencias son todavía mayores, pues se sitúan en los 21 puntos porcentuales tanto en la mediana como en el percentil 75. En los servicios también existen diferencias destacables que rondan los 9 puntos porcentuales, tanto en tér-

minos de la mediana como del percentil 75. En los años de crisis la evolución de las empresas europeas se caracteriza por el mantenimiento relativamente estable de sus ratios de endeudamiento con coste, salvo en la energía, donde la ratio continúa la tendencia creciente ya presente antes del 2008. Por último, en la agricultura y la industria las diferencias son algo menores.

Esta misma visión se desprende de la comparación con cada uno de los países europeos en el 2011 (gráfico 2.34). España ocupa en todos los sectores una posición intermedia salvo en la construcción y la energía. Eso sí, España suele situarse con mayores niveles que la eurozona, pues generalmente se sitúa con mayor endeudamiento con coste mediano que Italia y Francia, que son dos de los países que más observaciones aportan. En la energía y construcción, España destaca, ya que ocupa respectivamente la primera y segunda posición por mayor mediana y por mayor dispersión en la distribución que otros países europeos.

Una vez vistos los indicadores de apalancamiento y endeudamiento, se analiza de nuevo el indicador de debilidad financiera —deuda con coste sobre resultado de explotación— pero esta vez comparando sectores. En el gráfico 2.35 se muestra la evolución entre el 2004 y el 2011 de la mediana y los percentiles 25 y 75 para España y la eurozona. Existen diferencias entre los distintos sectores de actividad. En términos de la mediana el sector con mayor endeudamiento sobre beneficios en el 2011 es el de la energía, con una ratio del 5,45. Esta ratio es más del doble que la del siguiente sector con mayor ratio de deuda sobre EBIT, la agricultura (2,53) y más de tres veces la de la industria y los servicios (1,84 y 1,55, respectivamente). El sector de la construcción es el que en el 2011 presenta la menor ratio mediana (0,94). El bajo valor del indicador del sector de la construcción en el último año se debe al desapalancamiento producido, pese a la caída de los resultados. Unos años antes, en el 2008, el sector de la construcción presentaba un valor que era 2,6 veces mayor al del 2011. Ese último año, el resto de sectores presentaban también valores similares: agricultura (2,07), energía (2,79), industria (2,4) y en los servicios (1,86). Por tanto, en los años de crisis el valor de la mediana de todos los sectores se ha reducido, con la excepción de la energía, que ha crecido en estos años, aumentando, por tanto, su debilidad financiera.

GRÁFICO 2.34: Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

Si se analizan las empresas que mayor debilidad financiera muestran, las situadas en el percentil 75, se constata que todos los sectores presentan valores similares y que existe gran dispersión. El sector con mayor nivel del percentil 75 es el de la energía,

GRÁFICO 2.35: Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. 5 sectores de actividad. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)

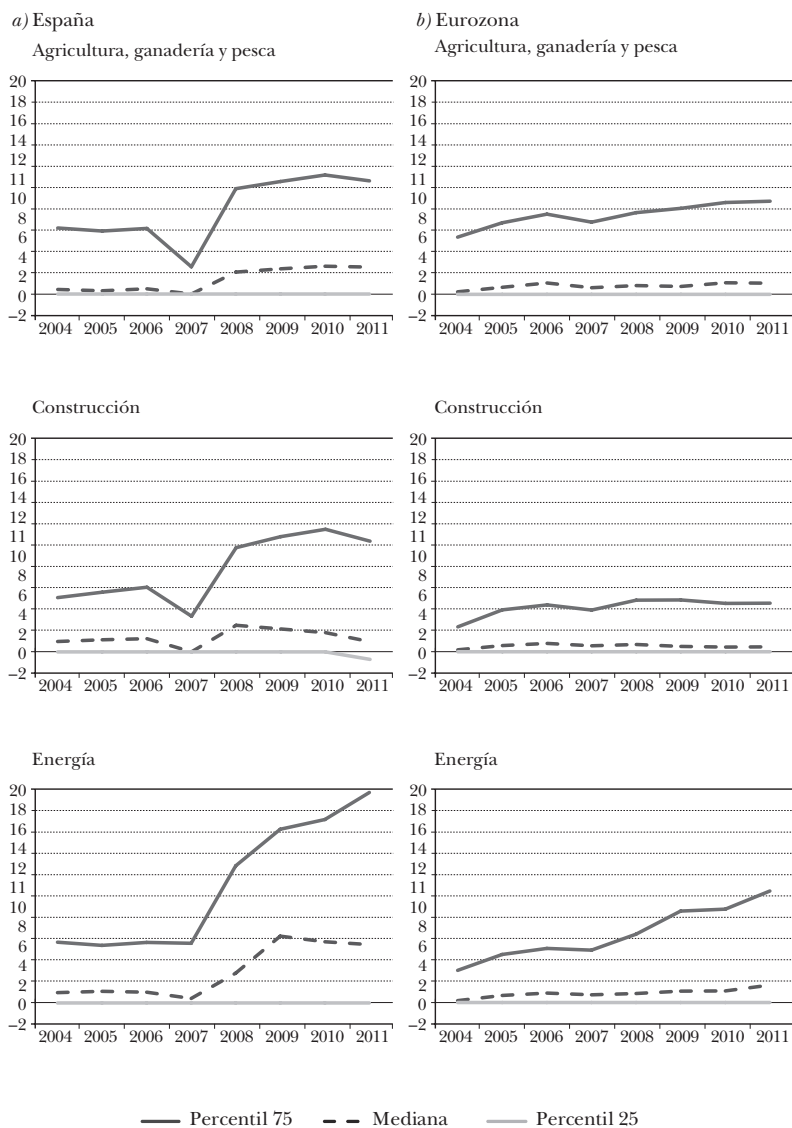
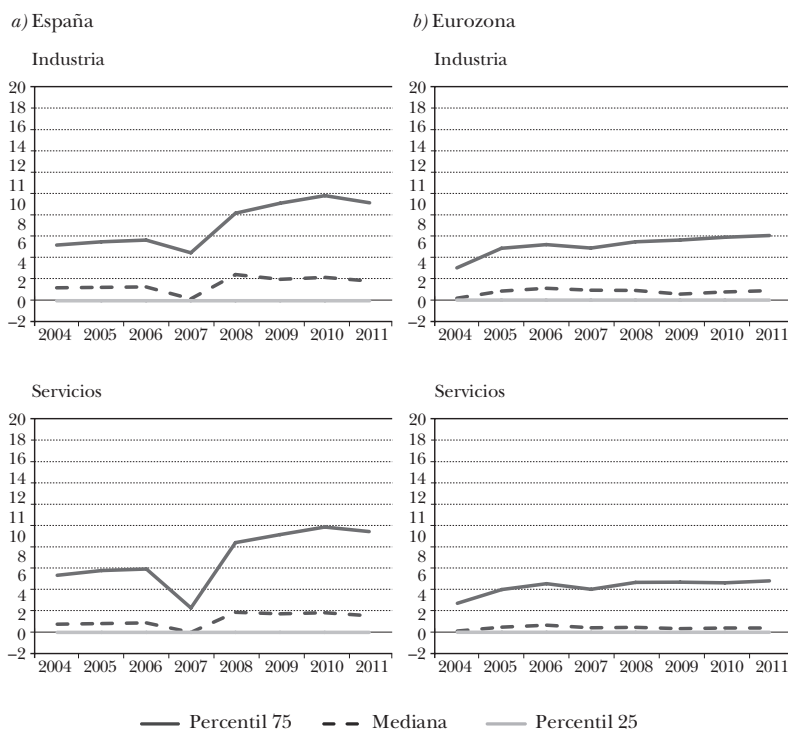


GRÁFICO 2.35 (cont.): Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. 5 sectores de actividad. Muestra restringida, 2004-2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

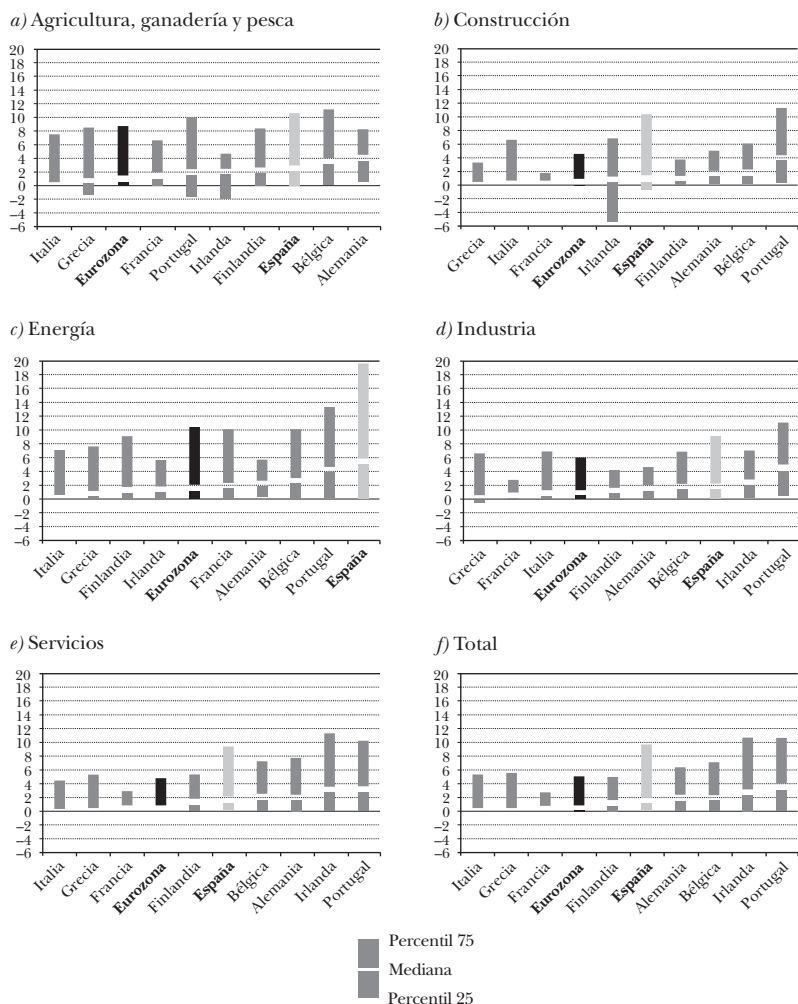
donde la ratio alcanza el 19,71, lo que supone 3,6 veces el valor de la mediana. En otros sectores, sin llegar a valores tan elevados del percentil 75, la diferencia con la mediana es todavía superior. Por ejemplo, en el sector de la construcción el valor del percentil 75 es 10,37, casi 11 veces mayor que la mediana. En la agricultura, industria y construcción la diferencia con la mediana también es significativa, aunque no tan elevada, ya que el valor del percentil 75 es de 10,62, 9,15 y 9,43, respectivamente. Por tanto, hay diferencias destacables entre sectores, pero las diferencias dentro de los sectores son todavía mayores.

Con este indicador vuelve a confirmarse que la empresa española presenta mayor debilidad que la media de la eurozona. Las diferencias más acusadas se dan en la energía, en la construcción y en los servicios. En el *ranking* de países del 2011 (gráfico 2.36), España muestra en todos los sectores valores que se encuentran entre los más elevados de Europa. En la energía, las empresas españolas ocupan la primera posición, mientras que en la agricultura y en la industria la segunda. En la construcción y los servicios la situación relativa es intermedia. En todos los sectores España muestra mayor dispersión que la mayoría de países europeos.

En el caso de la carga financiera, el gráfico 2.37 muestra la ratio costes financieros/resultado de explotación para las 5 ramas de actividad agregadas consideradas. En todos los gráficos se advierte el mismo perfil temporal: crecimiento entre el 2005 y el 2008, y posterior reducción. En cuanto a las diferencias entre sectores en España, el sector energético es el que mayor ratio presenta, tanto en términos de la mediana como del percentil 75 debido al rápido crecimiento en los años de crisis. En el último año disponible la empresa que se sitúa en la mediana tenía que destinar un 36,83% de sus resultados de explotación a remunerar el coste de la financiación ajena. Este porcentaje subía hasta el 90,71% en el caso de la empresa que se situaba en el percentil 75. El sector energético destaca sobre el resto de sectores que presentaron valores más homogéneos entre sí. Por ejemplo, en el 2011 la mediana de los sectores de la agricultura, construcción, industria y servicios era de 14,96, 12,00, 17,54 y 13,28, respectivamente. Las diferencias entre sectores vuelven a ser muy relevantes, y en España se han acentuado con la crisis.

Un hecho que llama la atención y que ya se observaba en el gráfico 2.35, aunque allí se pasó por alto debido al pequeño valor de la ratio, es que fundamentalmente en el sector de la construcción (aunque también en la industria y en los servicios —pero con valores muy reducidos en estos dos últimos—), la carga de la deuda sobre los resultados de explotación es negativa en el percentil 25. Esto quiere decir que existe un porcentaje muy relevante de empresas, más del 25%, que tienen unos beneficios de explotación —antes de atípicos y resultados financieros— negativos.

GRÁFICO 2.36: Ratio deuda con coste/resultado de explotación según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

En la comparación de España con los países europeos se comprueba que en los años de crisis la diferencia en la media ha aumentado en todos los sectores de actividad. En el 2011 la mayor diferencia se observa en la energía (25 puntos porcentuales), se-

**GRÁFICO 2.37: Evolución de la carga de la deuda (gastos financieros/
resultado de explotación). Mediana y percentiles 25 y 75.
España y eurozona. 5 sectores de actividad.
Muestra total, 2004-2011
(porcentaje)**

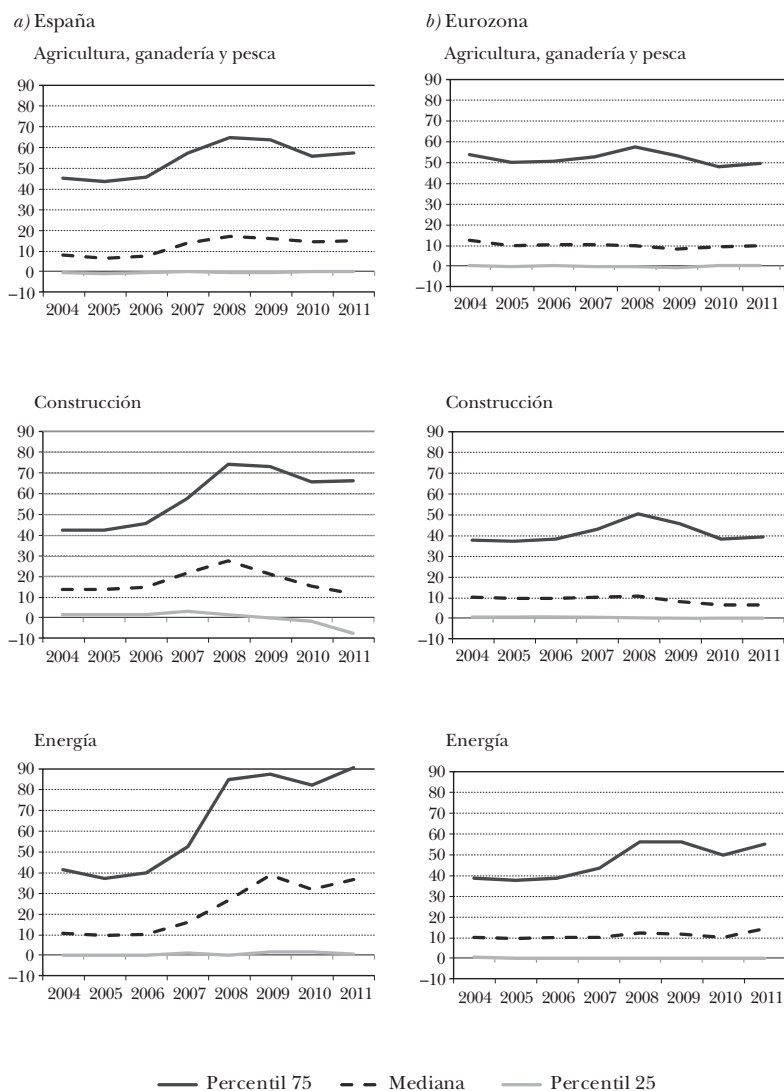
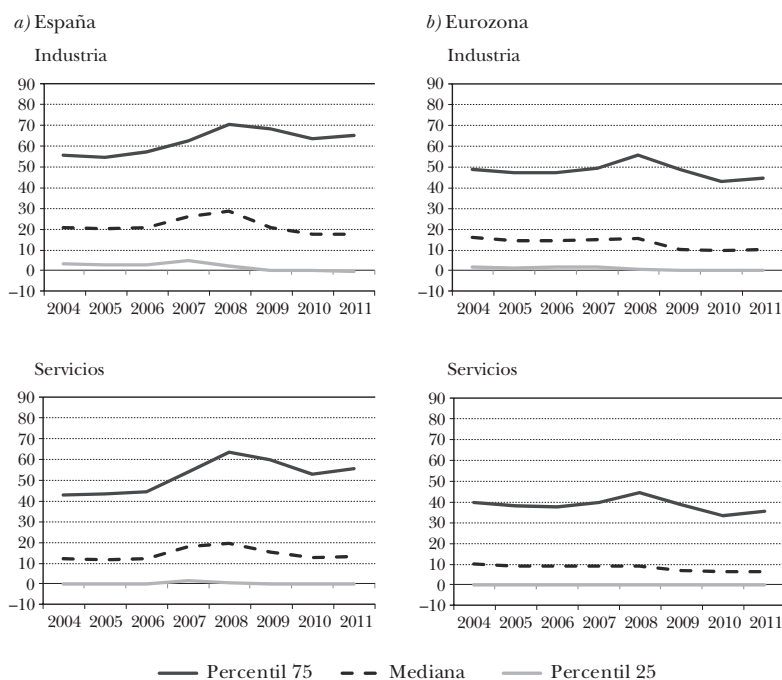


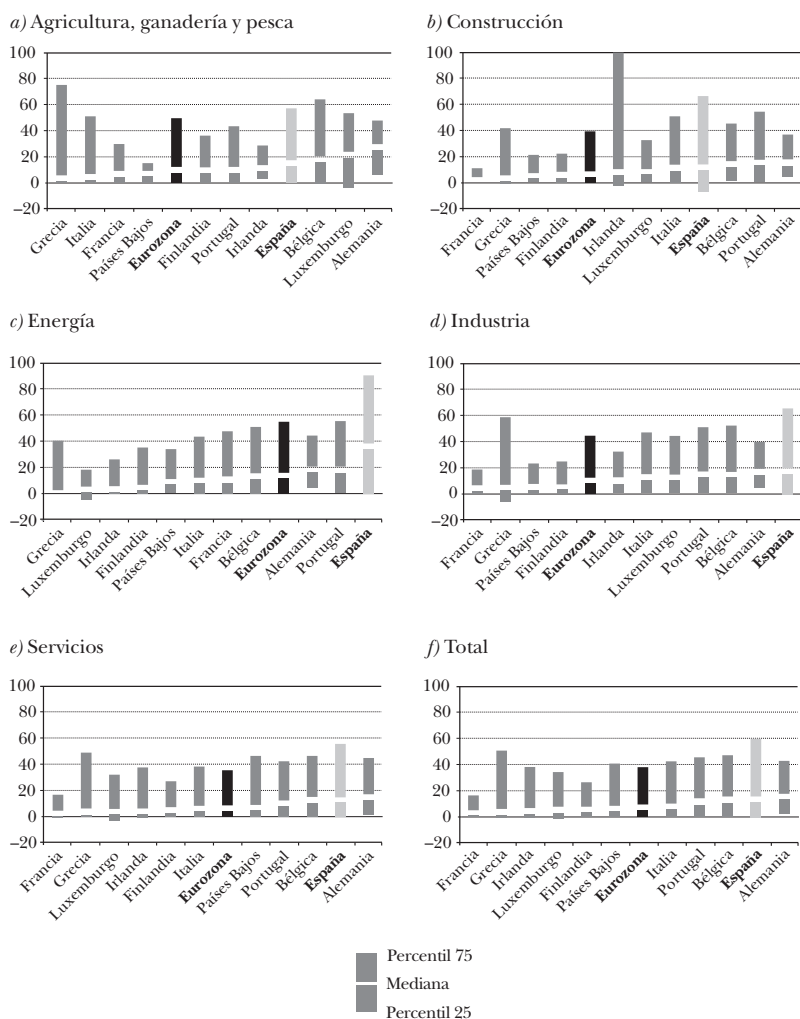
GRÁFICO 2.37 (cont.): Evolución de la carga de la deuda (gastos financieros/resultado de explotación). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. 5 sectores de actividad. Muestra total, 2004-2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

guido de la construcción (27 puntos porcentuales), la industria (21 puntos porcentuales) y los servicios (20 puntos porcentuales). En la agricultura es donde menos diferencias se encuentran, tan solo 8 puntos porcentuales, aunque también es cierto que al principio del período la agricultura en España presentaba un indicador más favorable que en la eurozona (9 puntos porcentuales superior en esta última área geográfica). En el *ranking* de países del gráfico 2.38 se comprueba también la situación desventajosa de las empresas españolas por sus elevadas ratios, especialmente en la parte más elevada de la distribución, y por las distribuciones con mayor dispersión.

GRÁFICO 2.38: Ratio carga de la deuda (gastos financieros/resultado de explotación) según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. 5 sectores de actividad. Muestra total, 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

3. Endeudamiento y vulnerabilidad

EL *Global Financial Stability Report* del FMI valora los riesgos a los que se enfrenta el sistema financiero a nivel mundial. Desde que estallara a mediados del 2007 la crisis financiera, el FMI ha puesto el énfasis en las consecuencias sobre la estabilidad financiera asociadas al elevado nivel de endeudamiento de algunas economías. En su informe de noviembre del 2013 mostró su preocupación por las posibles consecuencias derivadas del cambio en la intensidad de la política monetaria expansiva que ha llevado Estados Unidos en los últimos años (cuyas consecuencias del *tapering* ya se han dejado sentir en términos de salidas de capitales y depreciación del tipo de cambio en países emergentes) y por los cambios que se avecinan en Europa con motivo de la construcción de la unión bancaria como pilar fundamental para lograr un sector bancario más estable y seguro, en un contexto de necesario desapalancamiento de las economías.

En el caso concreto de la eurozona, el informe del FMI elogia las reformas que se han implementado con objeto de mejorar la arquitectura de la unión monetaria y reducir la presión sobre las condiciones de financiación tanto del sector público como privado, incluyendo el bancario. Sin embargo, el FMI enfatiza los riesgos asociados a las grandes economías periféricas (en concreto, Italia, España y Portugal) como consecuencia del elevado nivel de endeudamiento de sus empresas que supone un elemento de riesgo para la calidad de los balances bancarios. El FMI señala que, incluso si se resuelve el actual problema de fragmentación financiera, el elevado nivel de endeudamiento del sector privado de estas economías supone un elemento de vulnerabilidad para los sectores bancarios. En consecuencia, es necesario continuar saneando los balances bancarios y avanzar en la hoja de ruta hacia la unión bancaria pero completando estos esfuerzos con una valoración y estrategia para

afrontar el problema de endeudamiento del sector no financiero. Es en este contexto en el que se debe entender el reciente Real Decreto Ley 4/2014 de Medidas Urgentes de Refinanciación y Reestructuración de deuda empresarial aprobado en España con objeto de mejorar la situación financiera de empresas que son viables pero con un elevado nivel de endeudamiento.

Como es ampliamente conocido, se ha generado un círculo vicioso que engloba a la banca, a las empresas y a los gobiernos. Los apoyos públicos realizados para sanear los balances bancarios que se habían deteriorado con motivo de la crisis han incrementado el nivel de endeudamiento del sector público, alcanzando niveles preocupantes en varios países. A su vez, los problemas bancarios han afectado negativamente a las condiciones de financiación de las empresas, lo que ha agravado aún más la crisis. Por otra parte, el elevado nivel de endeudamiento de las empresas de los países periféricos las hace extremadamente vulnerables ante un deterioro de las condiciones de acceso a la financiación, lo que supone un riesgo para los bancos que han concentrado elevados riesgos en las empresas.

Con objeto de valorar la importancia del problema asociado al excesivo endeudamiento de las empresas, el FMI ha cuantificado los niveles de endeudamiento en términos de vulnerabilidad, aspecto que tiene que ver con la deuda que tienen las empresas en comparación con la capacidad de generar resultados para devolverla. Así, al igual que a nivel agregado la sostenibilidad de la deuda se mide por la ratio deuda/PIB, en el caso de las empresas la sostenibilidad depende del resultado, aproximándose por el EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) o por el resultado de explotación o EBIT (que deduce amortizaciones) si nos fijamos más en la viabilidad de la empresa a medio plazo una vez ha realizado sus amortizaciones. Además, el elevado endeudamiento puede ser problemático si la empresa no tiene margen suficiente para hacer frente al coste de la deuda, siendo la situación dramática en aquellas empresas en las que esos costes superan su EBITDA e ingresos financieros, de forma que ni tan siquiera podría hacer frente a las amortizaciones. Al igual que el informe del FMI (2013), en el análisis que se realiza a continuación nos preocupa más la vulnerabilidad de

las empresas a medio/largo plazo en el que deben hacer frente a las amortizaciones, por lo que utilizaremos el EBIT como indicador de vulnerabilidad.²⁷ Pero a corto plazo, como indicador de endeudamiento, se toma como referencia la ratio deuda con coste/EBITDA.²⁸

Los resultados que ofrece el FMI con datos del 2011 utilizando información a nivel de empresa son preocupantes: *a)* en Italia, España y Portugal, un elevado número de empresas presentan niveles de endeudamiento superiores al 40% (deuda con coste/activo), porcentaje elevado como demuestra la calificación que otorgan en esos casos la agencias de *rating* (B para valores del 35%); en concreto, las empresas con una ratio de endeudamiento superior al 40% concentran el 80% de toda la deuda empresarial en Portugal, el 70% en España y el 50% en Italia, mientras que en Alemania el porcentaje es del 40%; *b)* las empresas que afrontan gastos financieros que superan el resultado de explotación o EBIT concentran casi el 30% de la deuda empresarial en Italia, el 40% en España y cerca del 50% de Portugal, frente a valores de algo más del 10% en Francia y Alemania.

En este contexto, el objetivo de este capítulo es profundizar y extender el análisis que ha realizado el FMI en varias direcciones: *a)* ampliando el número de países, *b)* analizando los cambios que se han producido antes y durante la crisis en términos de vulnerabilidad de las empresas, *c)* analizando las posibles diferencias asociadas al tamaño empresarial y *d)* descendiendo al detalle sectorial para aportar evidencia de los sectores más vulnerables como consecuencia de sus niveles de endeudamiento y carga de la deuda.

²⁷ A corto plazo, la empresa podría dejar de reponer activos y utilizar todos los fondos generados al pago de la deuda, por lo que el EBITDA (ingresos netos sin deducir amortizaciones) sería la variable relevante a utilizar en el análisis de vulnerabilidad. Pero, si el foco de la vulnerabilidad es el medio/largo plazo, el indicador relevante de ingresos netos es el EBIT, ya que la empresa en ese horizonte temporal debe hacer frente a las amortizaciones.

²⁸ También tiene interés analizar el endeudamiento en términos de la ratio deuda/(EBITDA + ingresos financieros), dado que los ingresos financieros están disponibles para hacer frente a la deuda. Si bien existen obviamente diferencias de nivel, los resultados son similares en términos del *ranking* de países. Se ha optado por presentar los resultados en términos deuda/EBITDA a efecto de compararlos con los del informe del FMI que utiliza esta ratio.

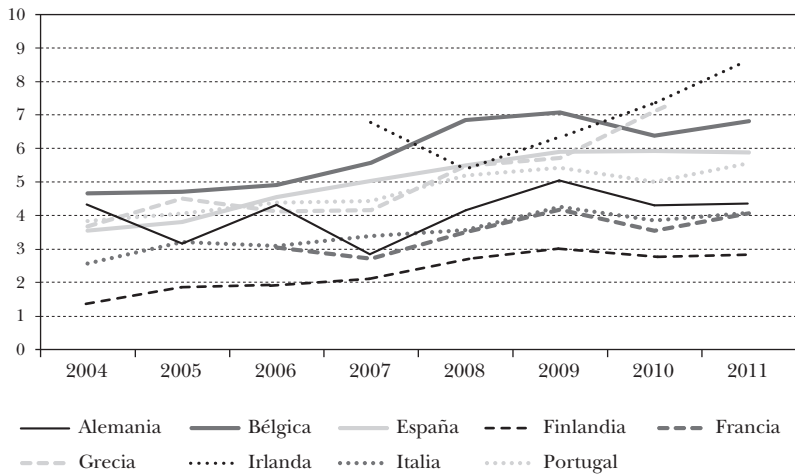
El ejercicio que se lleva a cabo utiliza como fuente de información a Amadeus. La muestra es la misma que se describe en el capítulo 2 (muestra restringida) y se ha seleccionado teniendo en cuenta que necesitamos disponer de información de la deuda con coste y de un conjunto de variables de la cuenta de pérdidas y ganancias. Hay que tener en cuenta que el análisis que ha realizado el FMI y que extendemos y profundizamos en este capítulo exige disponer de información de las siguientes variables: activo total, deuda con coste, gastos financieros, ingresos financieros, EBIT y EBITDA. Con esta restricción, el tamaño muestral se reduce, si bien la muestra sigue siendo representativa en términos de activo total. Para Irlanda, aunque disponemos de una muestra muy reducida, su representatividad en términos de activo oscila en torno al 40% del 2006 al 2011, por lo que prescindimos de los años anteriores. En cualquier caso, dado que la representatividad es reducida, sus resultados deben ser interpretados con cautela.

Aunque las conclusiones generales que se desprenden de nuestro análisis son similares al del FMI, los distintos criterios utilizados para seleccionar la muestra de empresas (criterios no especificados en el informe del FMI) explican que existan diferencias en los valores de las ratios estimadas y en el *ranking* de países.

3.1. Endeudamiento y vulnerabilidad: resultados

El gráfico 3.1 muestra el primero de los indicadores de vulnerabilidad que utiliza el FMI definido como el cociente deuda con coste/EBITDA. La evolución temporal es relativamente similar a la del informe del FMI, si bien hay diferencias de nivel para los países comunes (Alemania, Francia, Italia, España y Portugal). En todos los países las ratios de endeudamiento del FMI son mucho más reducidas. En el 2011, el *ranking* de endeudamiento difiere con el informe del FMI, ya que en nuestro caso España es el país con mayor ratio deuda con coste/EBITDA, mientras que para el FMI es Portugal el más endeudado. En el extremo inferior, en nuestro caso Francia e Italia tienen los menores niveles de endeudamiento, mientras que para el FMI son Alemania y Francia.

GRÁFICO 3.1: Evolución de la ratio deuda con coste/EBITDA, 2004-2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

En nuestro análisis ampliado con más países, Irlanda es el país con empresas más endeudadas (una ratio de 8,6) seguido de Grecia (8,4). Finlandia destaca por ser el país con un sector empresarial menos endeudado (ratio deuda/EBITDA de 2,8). La ratio de endeudamiento de España (5,9) es relativamente similar a la del informe del FMI (5,5).

La comparación del nivel de endeudamiento con el existente en el 2007 antes de la crisis muestra que en todos los países ha aumentado la ratio deuda con coste/EBITDA, destacando el aumento en Grecia que ha duplicado dicha ratio. Irlanda es el segundo país donde más ha crecido su endeudamiento (1,9 puntos porcentuales de aumento). En España el nivel de endeudamiento solo ha aumentado 0,9 puntos porcentuales desde el 2007, habiéndose producido un mayor aumento en los años previos de expansión. En Francia y Alemania la ratio ha aumentado en torno a un 50%, y en Italia y Portugal un 20% y un 26%, respectivamente.

Un segundo indicador de endeudamiento es el peso de la deuda con coste como porcentaje del activo total. Pero, más que centrar la atención en el nivel de la ratio (que ya ha sido analizado en otros epígrafes de la monografía), en este caso nuestro interés

es analizar qué porcentaje de las empresas presenta ratios preocupantes y, más concretamente, la deuda empresarial de un país que está en el poder de esas empresas.

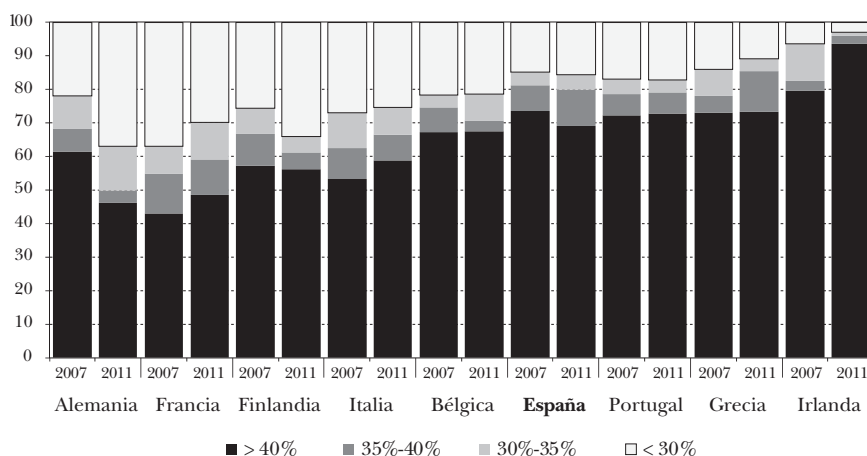
El gráfico 3.2 muestra la distribución de la deuda empresarial por grupos de empresas según sus niveles de endeudamiento, utilizando como valores de corte los mismos que utiliza el FMI: ratio deuda con coste/activo superior al 40%, entre el 35% y el 40%, entre el 30% y el 35% y menos del 30%. Obviamente, el indicador más exigente del riesgo bancario asociado al endeudamiento de sus empresas-clientes es el porcentaje de la deuda total que está en los balances de las que tienen una ratio superior al 40%. No obstante, un nivel superior al 30% ya es preocupante, ya que se corresponde a una calificación Ba por parte de las agencias de *rating* y un nivel del 35% a una calificación de B.

Si centramos la atención en el nivel del 40% de la ratio de endeudamiento, con datos del 2011 Irlanda es el caso más preocupante, ya que las empresas que superan ese nivel de endeudamiento poseen el 93% de la deuda empresarial del país. En Grecia, el porcentaje es del 73%, valor prácticamente similar al de Portugal. De los países grandes, en España la concentración de deuda en empresas muy endeudadas es del 69%, en Italia del 59%, en Francia del 49% y en Alemania del 46%, siendo este último el que concentra el porcentaje más pequeño de la deuda.

Respecto a la situación previa al estallido de la crisis en el 2007, no hay un patrón definido en el comportamiento de los distintos países europeos en lo que a la concentración de deuda en las empresas más endeudadas se refiere. Así, si bien en Alemania, España y Finlandia ha disminuido ese porcentaje (15 puntos en Alemania, 4 en España y 1 en Finlandia), en el resto ha aumentado, sobre todo en Irlanda donde el incremento es de 14 puntos porcentuales. En Italia y Francia el aumento es de casi 6 puntos porcentuales. Se observa que, antes del inicio de la crisis en 2007, la concentración de deuda en empresas españolas con niveles de endeudamiento superiores al 40% era similar a las empresas griegas y portuguesas, con una concentración de la deuda en esas empresas del 73%.

El segundo de los indicadores que muestra la vulnerabilidad de las empresas (y por extensión de los bancos) por su excesivo nivel de endeudamiento es la concentración de la deuda en manos de empresas vulnerables desde el punto de vista financiero, enten-

GRÁFICO 3.2: Distribución de la deuda con coste por grupos de endeudamiento según la ratio deuda con coste/activo, 2007 y 2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

diendo como tal una situación en la que deben destinar un alto porcentaje de todos sus ingresos netos a hacer frente al coste de la deuda. En concreto, el indicador que se ofrece a continuación es la distribución de la deuda con coste en los siguientes tramos de vulnerabilidad según la ratio $(\text{EBIT} + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros}$: menor de 1, entre 1 y 2, entre 2 y 3 y mayor de 3. Se utiliza el EBIT en lugar de EBITDA, ya que nos preocupa la viabilidad de una empresa a medio/largo plazo, en el que es necesario poder afrontar las amortizaciones.

Pero, antes de estimar la cuantía de la deuda de las empresas de un país que está en manos de las financieramente vulnerables, en el cuadro 3.1 se muestra la evolución del porcentaje de los ingresos netos de una empresa $(\text{EBIT} + \text{ingresos financieros})$ que destina a pagar los gastos financieros. Centrando la atención en el año 2011 que será el año para el que analizaremos la cuantía de la deuda en empresas vulnerables, las empresas griegas son las que destinan un mayor porcentaje de sus ingresos netos a hacer frente al coste de la deuda. La situación es de extrema vulnerabilidad teniendo en cuenta que los gastos financieros son un 19% superiores a sus ingresos netos, por lo que no pueden hacer frente a la totalidad

CUADRO 3.1: Porcentaje de los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) que se destinan a pagar los gastos financieros, 2004-2011

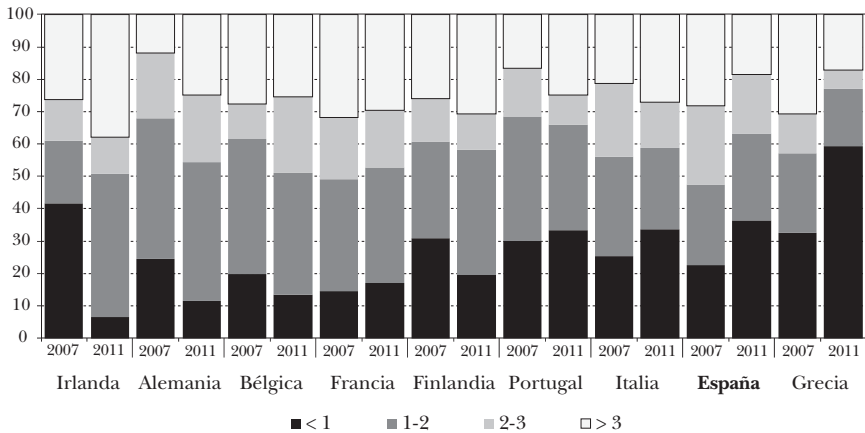
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Alemania	38,60	30,97	39,52	35,15	54,11	45,73	35,48	38,73
Bélgica	44,93	50,30	38,93	39,47	55,40	43,70	40,53	45,66
España	24,07	24,09	26,04	29,06	51,12	47,75	41,91	44,27
Finlandia	25,72	26,73	32,33	27,17	41,83	48,73	30,14	35,22
Francia	35,15	31,79	32,15	31,41	48,16	42,04	35,66	36,98
Grecia	26,83	33,55	29,65	30,27	46,11	41,64	59,96	118,83
Irlanda	—	—	—	19,33	33,01	39,82	35,15	43,35
Italia	40,66	35,61	32,79	38,52	51,01	47,36	42,82	49,01
Portugal	39,34	40,32	42,36	44,24	60,97	53,43	34,77	45,70

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

del pago de la deuda. En el extremo opuesto están las empresas de Finlandia, que destinan el 36% de sus ingresos netos al pago de los gastos financieros. Las empresas españolas destinan el 44%, frente al 36% y 38% de las francesas y alemanas, respectivamente.

El gráfico 3.3 contiene el porcentaje de la deuda empresarial de un país que está en poder de las empresas vulnerables, definiendo diversos grados de vulnerabilidad. En el caso del mayor grado de vulnerabilidad que tiene lugar cuando la empresa no es capaz de hacer frente al pago de la deuda sin hacer ajustes, Grecia es con diferencia el país con el sector empresarial más vulnerable, ya que las empresas que destinan más del 100% de su EBIT e ingresos financieros a cubrir costes financieros concentran el 59% de la deuda con coste total empresarial. A gran distancia se sitúa España, cuyas empresas financieramente vulnerables concentran el 36% de la deuda empresarial.

GRÁFICO 3.3: Distribución de la deuda según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros, 2007 y 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

De los países grandes, la situación es similar en Italia y Portugal, con un porcentaje en torno al 33-34%. En cambio, en Francia el porcentaje es mucho más reducido (17%), siendo las empresas alemanas (11%) las menos vulnerables desde el punto de vista

financiero. Llama la atención el caso de Irlanda que, a pesar de tener el sector empresarial más endeudado en el 2011 tanto en términos de deuda/activo como deuda/EBITDA, su vulnerabilidad es muy reducida como consecuencia de la recuperación de los márgenes empresariales, ya que en el 2011 las empresas que destinan más del 100% del EBIT a hacer frente al coste de la deuda poseen solo el 7% de la deuda total, mientras que en el 2007 poseían el 42%.²⁹

Si comparamos la situación del 2011 con la del 2007 en términos de porcentaje de la deuda en poder de empresas vulnerables, España destaca por ser, de los países grandes, donde más ha aumentado, habiendo pasado de un 23% a un 36%. Así, si bien en el 2007 la situación en España era similar a la de Alemania, con la crisis la situación es diametralmente opuesta, ya que en Alemania el porcentaje se ha reducido a la mitad. Obviamente, detrás de este resultado está el mayor nivel de endeudamiento de las empresas españolas, así como por los menores márgenes empresariales.

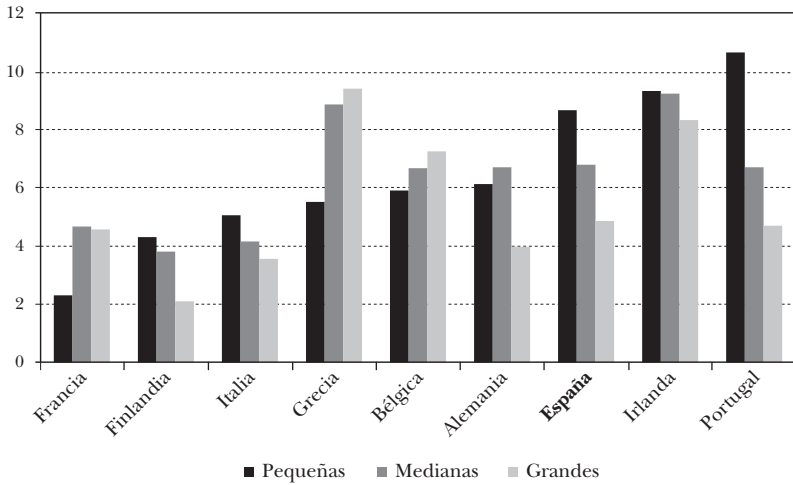
Del resto de países europeos, es en Grecia donde más ha aumentado la vulnerabilidad financiera de sus empresas ya que, si bien en el 2007 la deuda en manos de las empresas más vulnerables era el 25% del total, en el 2011 es algo más del doble (53%). También en Portugal ha aumentado el porcentaje, aunque en mucha menor cuantía (del 27% al 33%). Junto con Alemania, el porcentaje ha caído en Bélgica y Finlandia.

3.2. Análisis por tamaño empresarial

A lo largo de la monografía se ha puesto de manifiesto las diferencias de endeudamiento que existen en función del tamaño empresarial. En el caso que nos ocupa, el gráfico 3.4 muestra esas diferencias distinguiendo entre pequeñas, medianas y grandes empresas utilizando como indicador de endeudamiento la ratio deuda con coste/EBITDA.

²⁹ En el informe del FMI, los porcentajes de deuda en empresas con una ratio $(EBIT + \text{ingresos financieros})/\text{costes financieros}$ menor que uno son de alrededor del 15% en Alemania y Francia, de casi el 30% en Italia, el 40% en España y el 45% en Portugal.

GRÁFICO 3.4: Ratio deuda con coste/EBITDA por tamaño de empresa, 2011
(tanto por 1)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

Con datos del 2011, en cinco de los nueve países analizados son las pequeñas empresas las de mayor debilidad financiera. Es el caso de Finlandia, España, Italia, Irlanda y Portugal. Los resultados contrastan con los del FMI (2013) donde solo en un país (en concreto España) son las empresas de menor tamaño las más endeudadas. En el caso de Francia y Alemania, son las medianas empresas las más endeudadas, mientras que solo en Bélgica y Grecia los mayores endeudamientos están en las grandes empresas. En consecuencia, no hay en Europa un patrón definido de la relación tamaño empresarial-nivel de endeudamiento, si bien en los países más endeudados, con la excepción de Grecia, son las pequeñas empresas las que presentan una mayor ratio deuda/EBITDA.

Lo que sí se constata es que en general en todos los países hay marcadas diferencias en los niveles de endeudamiento en función del tamaño empresarial. En Portugal y Finlandia, la ratio deuda/EBITDA de las pequeñas empresas es más del doble que la de las grandes, mientras que en Francia la situación es justo la contraria. Es en Irlanda donde las diferencias por tamaños son más reducidas, mientras que en España el endeudamiento de las pequeñas

empresas es un 78% superior al de las grandes. Sin embargo, el análisis realizado en el capítulo 2 indicaba que dentro de cada categoría de tamaño existían grandes diferencias en la ratio deuda sobre resultados de explotación, incluso mayores que las diferencias entre tamaños.

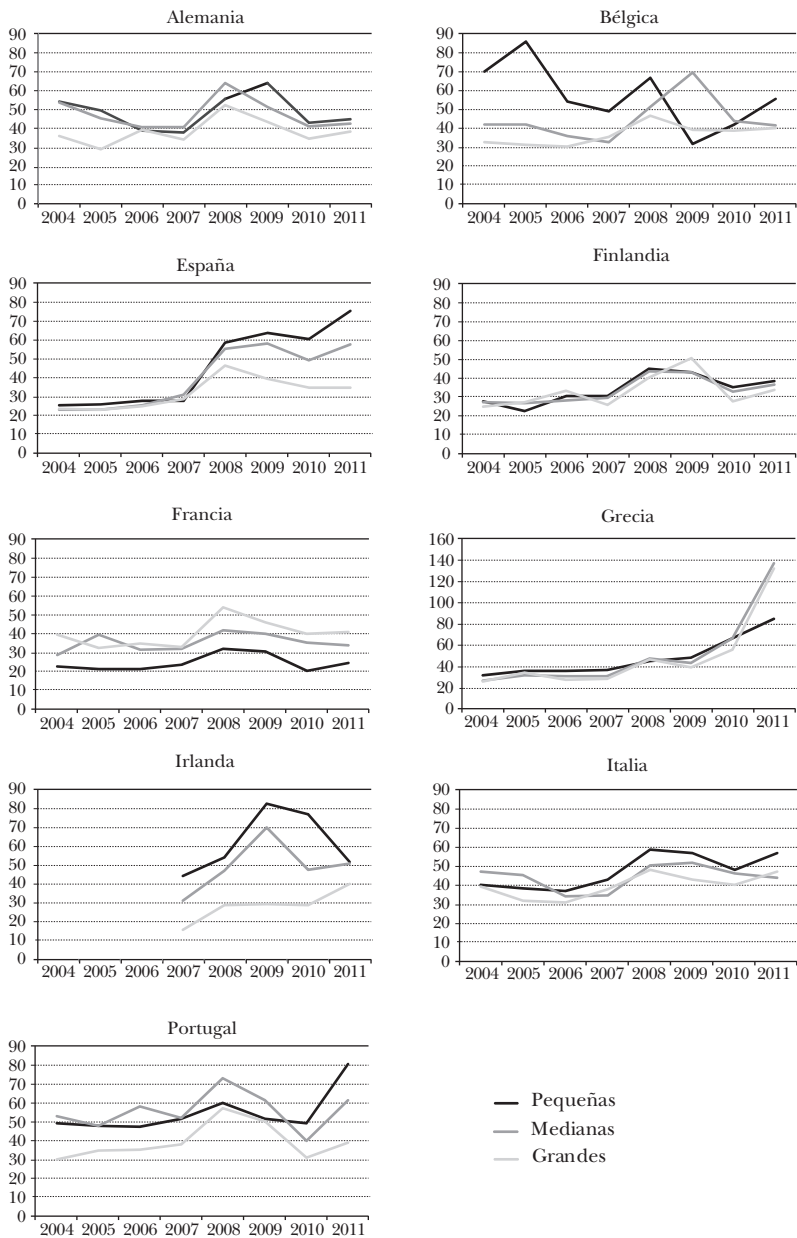
El gráfico 3.5 muestra la evolución del porcentaje de los ingresos netos que destinan las empresas de distintos tamaños a hacer frente a sus gastos financieros. Como en otras ocasiones, no hay un patrón común aplicable a todos los países respecto a qué tipo de empresas son más vulnerables desde el punto de vista financiero. No obstante, con datos del 2011 (v. cuadro 3.2), predomina el hecho de que las pequeñas empresas son las más vulnerables al destinar un mayor porcentaje de sus ingresos netos al pago de la deuda. Es en Portugal donde mayor es la diferencia con respecto a las grandes empresas (las pequeñas destinan un porcentaje de ingresos que más que duplica al de las grandes). En Grecia, las pequeñas empresas dedican el 85% de los ingresos netos al servicio de la deuda, si bien en ese país son las medianas y grandes empresas más vulnerables ya que los gastos financieros son en torno a un 35% superiores a sus ingresos netos.

En España, hasta el 2007, apenas existían diferencias en el porcentaje de ingresos netos que pequeñas, medianas o grandes empresas destinaban a pagar los gastos financieros. Pero, a partir de entonces, se ha abierto una brecha importante que alcanza su punto máximo en el 2011. En este último año, las pequeñas empresas destinan el 76% de sus ingresos netos a hacer frente al coste de la deuda, un porcentaje que más que duplica al de las grandes y que es 18 puntos porcentuales superior al de las medianas.

En Alemania, las diferencias en la ratio gastos financieros/ (EBIT + ingresos financieros) son mucho más reducidas. Así, en el 2011, la diferencia entre las pequeñas y grandes empresas es de solo 6,6 puntos porcentuales, siendo el porcentaje del 44,7% para las pequeñas, frente al 76% de las pequeñas empresas españolas. En cambio, el porcentaje de las grandes empresas españolas (35%) es inferior al de las alemanas de su mismo tamaño (38%).

Francia es el país donde las pequeñas empresas disfrutan de una mayor holgura desde el punto de vista financiero al destinar al servicio de la deuda el 25% de los ingresos netos, justo la tercera parte en

GRÁFICO 3.5: Ratio gastos financieros/(EBIT + ingresos financieros) por tamaño empresarial, 2004-2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

CUADRO 3.2: Porcentaje de los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) que se destinan al pago de los gastos financieros por tamaño de empresa, 2011

	Alemania	Bélgica	España	Finlandia	Francia	Grecia	Irlanda	Italia	Portugal
Pequeñas	44,73	55,74	75,57	38,55	24,68	84,69	51,49	56,49	81,00
Medianas	42,28	41,53	57,99	36,76	33,85	136,87	50,22	43,71	61,84
Grandes	38,12	40,01	35,00	34,12	41,02	132,41	39,46	46,72	38,93

Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

comparación con las pequeñas empresas españolas. Lo llamativo de Francia es que son sus grandes empresas las más vulnerables, ya que destina 16 puntos porcentuales más de sus ingresos netos al pago de los costes de deuda con relación a sus pequeñas empresas. En Italia, en cambio, las grandes empresas están en mejores condiciones desde el punto de vista financiero, ya que destina el 47% de sus ingresos netos al pago de gastos financieros, 10 puntos porcentuales menos que las pequeñas empresas.

Por tamaños, como muestra el gráfico 3.6, también existen importantes diferencias en la intensidad de la vulnerabilidad financiera, definida como el porcentaje de la deuda que está en empresas con un determinado valor de la ratio $(\text{EBIT} + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros}$. En los países más vulnerables (Grecia, Portugal y España), las pymes que destinan el 100% o más de su EBIT e ingresos financieros a hacer frente al coste de la deuda poseen porcentajes de la deuda de las empresas de su mismo tamaño muy elevados, superiores al 60% en Grecia, al 50% en España y al 40% en Portugal. En cambio, en esos mismos países, las grandes empresas en situación de vulnerabilidad financiera concentran un menor porcentaje de la deuda de su estrato de tamaño, si bien en Grecia el elevado nivel de endeudamiento de sus grandes empresas hace que las vulnerables posean hasta un 44% de la deuda de esas empresas.

En cualquier país, las diferencias de endeudamiento por tamaños justifican que también existan importantes diferencias en el porcentaje de la deuda que en cada estrato de tamaño está en poder de empresas financieramente vulnerables. Y, si analizamos de forma aislada las empresas de un determinado tamaño, también existen importantes diferencias por países. Así, en el caso de las grandes empresas, en Alemania las empresas con una ratio de cobertura de intereses con su EBIT e ingresos financieros inferior a uno poseen solo el 10% de la deuda de las grandes empresas. En cambio, en Grecia sus empresas grandes en esa misma situación concentran el 44% de la deuda de las grandes empresas. En el caso de las empresas más pequeñas, las vulnerables concentran porcentajes de la deuda más elevados, con niveles máximos del 60% y 50% en Grecia y España, respectivamente, y en torno al 20% o incluso menos en Alemania, Bélgica e Irlanda.

GRÁFICO 3.6: Distribución de la deuda por tamaño de empresa según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros, 2011 (porcentaje)

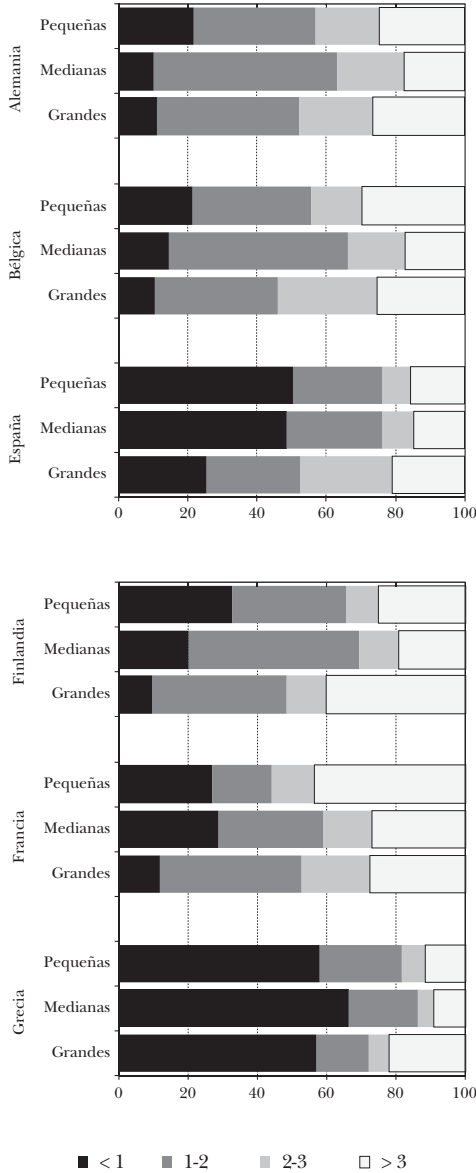
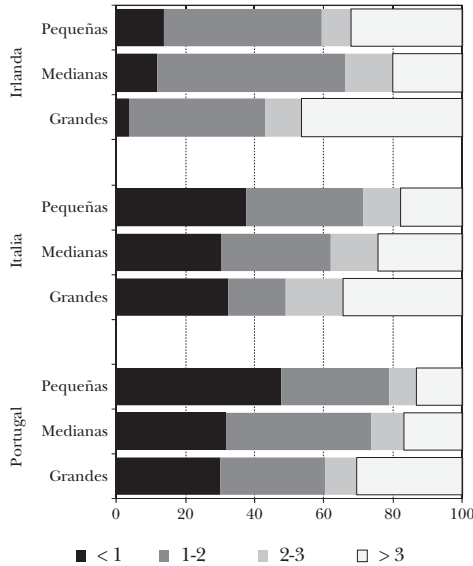


GRÁFICO 3.6 (cont.): Distribución de la deuda por tamaño de empresa según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros, 2011
(porcentaje)

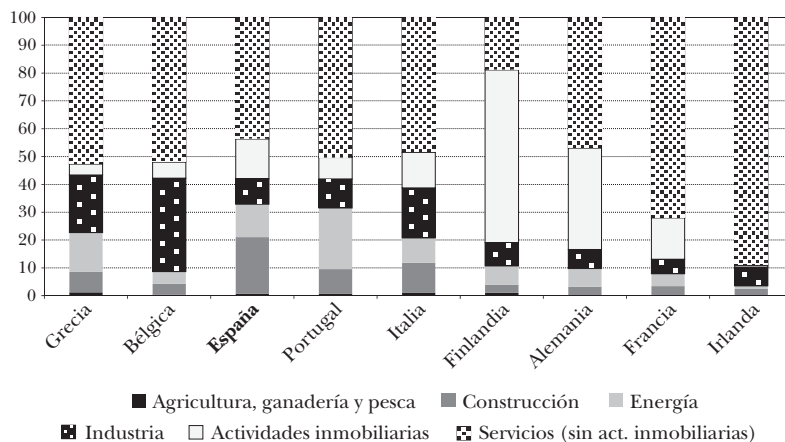


Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

3.3. Análisis sectorial

¿Qué sectores de actividad son más vulnerables como consecuencia de su mayor nivel de endeudamiento y de la excesiva carga de la deuda? Con objeto de responder a esta pregunta, el gráfico 3.7 contiene la distribución sectorial de la deuda de aquellas empresas con una ratio deuda con coste/activo superior al 40%. En el caso de las principales economías europeas, hay importantes diferencias por países. Así, en España, destaca el mayor peso del sector de la construcción, que concentra el 22% de la deuda de las empresas más endeudadas, frente a porcentajes del 3% en Francia y Alemania, o del 11% en Italia. El sector de la energía adquiere mucha mayor importancia en Portugal, cuyas empresas más endeudadas concentran el 22% del total de las empresas con una ratio deuda/activo superior al 40%. La industria adquiere más protagonismo en Italia, al concentrar las empresas más endeudadas de ese sector el 18% de la deuda total de las empresas

GRÁFICO 3.7: Distribución de la deuda por sectores de actividad en empresas con ratios de endeudamiento (deuda con coste/activo) superiores al 40%, 2011
(porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

más endeudadas. Alemania y Francia presentan una distribución por sectores muy parecida.

Si, en lugar de analizar la distribución por sectores de la deuda de empresas excesivamente endeudadas (ratio deuda con coste/activo superior al 40%), analizamos en cada sector qué porcentaje de su deuda está en manos de esas empresas endeudadas, el gráfico 3.8 muestra que en España las empresas con una ratio deuda con coste/activo superior al 40% que se dedican a actividades inmobiliarias concentran el 83% de toda la deuda de las empresas de ese sector, siendo el sector con empresas más endeudadas. No obstante, este mismo sector presentan porcentajes de deuda en empresas excesivamente endeudadas incluso superiores en Alemania, Finlandia, Irlanda y Portugal, por lo que en general es un sector con elevados niveles de endeudamiento en todos los países. En el sector de la construcción, las empresas españolas con ratio de endeudamiento superiores al 40% concentran el 75% de la deuda del sector, porcentaje solo superado por Irlanda (95%) y Grecia (79%). En España, el sector agrícola, industrial y energético presenta menores porcentajes de deuda en empresas excesivamente endeudadas, con un valor en torno al 51%.

GRÁFICO 3.8: Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio deuda con coste/activo, 2011
(porcentaje)

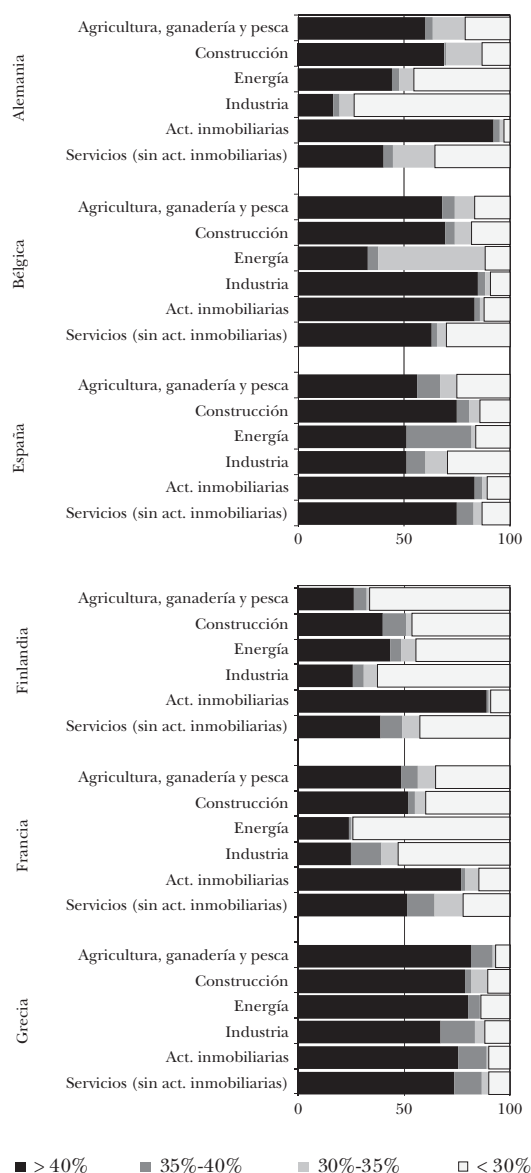
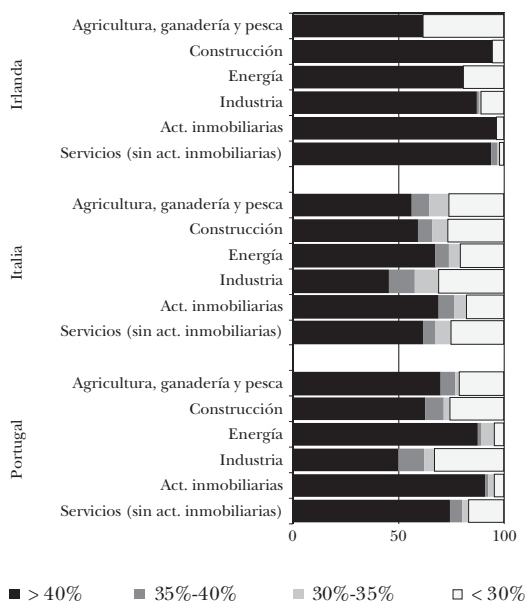


GRÁFICO 3.8 (cont.): Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio deuda con coste/activo, 2011 (porcentaje)

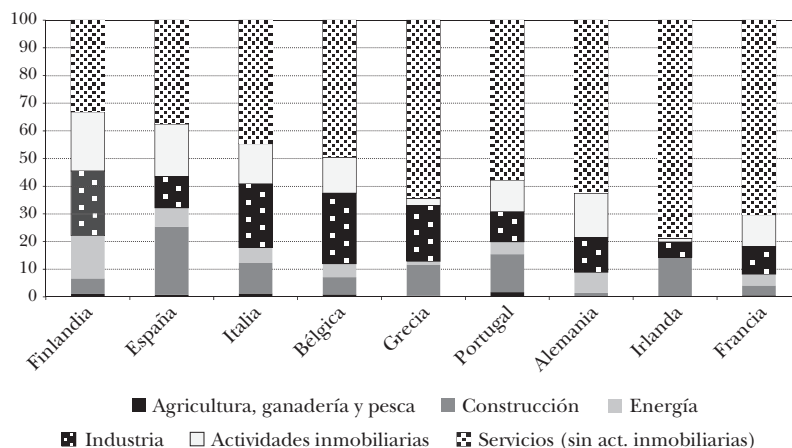


Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

Por su parte, el gráfico 3.9 contiene la distribución de la deuda por sectores de las empresas cuyo EBIT e ingresos financieros no es suficiente para hacer frente a sus gastos financieros, siendo en consecuencia empresas altamente vulnerables con una deuda muy arriesgada. Nuevamente, hay importantes diferencias entre países. Centrando la atención en los más grandes, en España la construcción concentra el 27% de la deuda de esas empresas altamente vulnerables como consecuencia tanto de sus excesivos niveles de endeudamiento como de sus reducidos márgenes empresariales. También en Irlanda, que ha experimentado una burbuja inmobiliaria, destaca la deuda en riesgo en empresas de la construcción, ya que del total de deuda en empresas vulnerables, el 14% está en empresas de ese sector. En cambio, en Alemania, la construcción no llega a absorber el 2% de la deuda más arriesgada.

También es de destacar en España el elevado porcentaje de la deuda de las empresas pertenecientes a actividades inmobiliarias

GRÁFICO 3.9: Distribución de la deuda por sectores de actividad en empresas con una ratio $(EBIT + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros}$ inferior o igual a 1, 2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

(19,1% del total de la deuda en riesgo). Así, las actividades relacionadas en sentido amplio con este tipo de actividades (incluyendo la construcción) concentran el 44% de la deuda de empresas altamente vulnerables, porcentaje muy por encima de cualquiera de los países analizados. Estos resultados están en sintonía con la elevada morosidad del crédito bancario destinado a este tipo de actividades, que ha llegado a alcanzar una tasa del 23% en la construcción y del 38% en las actividades inmobiliarias a finales del 2013.

Finalmente, en el gráfico 3.10 se muestra, para cada sector, la distribución de la deuda de las empresas según la ratio $(EBIT + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros}$. En España, las empresas más vulnerables son las del sector de actividades inmobiliarias, ya que aquellas que tienen que destinar el 100% o más de sus ingresos netos a hacer frente a la carga de la deuda concentran el 59% de toda la deuda del sector, porcentaje solo superado por Grecia y Portugal. También el porcentaje de deuda en empresas españolas vulnerables es elevado en el sector de la construcción, ya que poseen el 48% de la deuda del sector, solo por debajo del de las empresas griegas (83%).

GRÁFICO 3.10: Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros. Eurozona, 2011
(porcentaje)

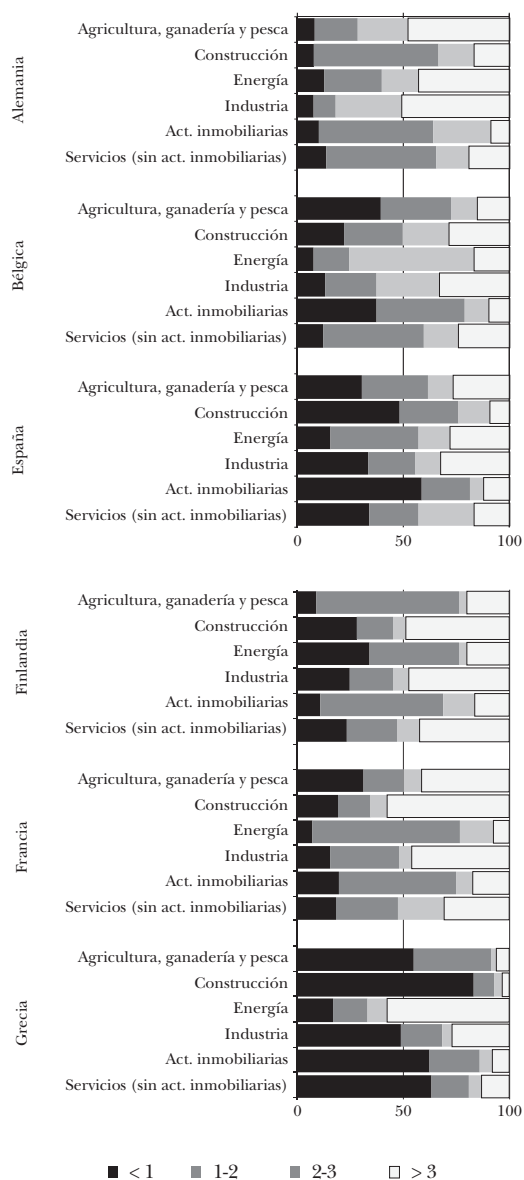
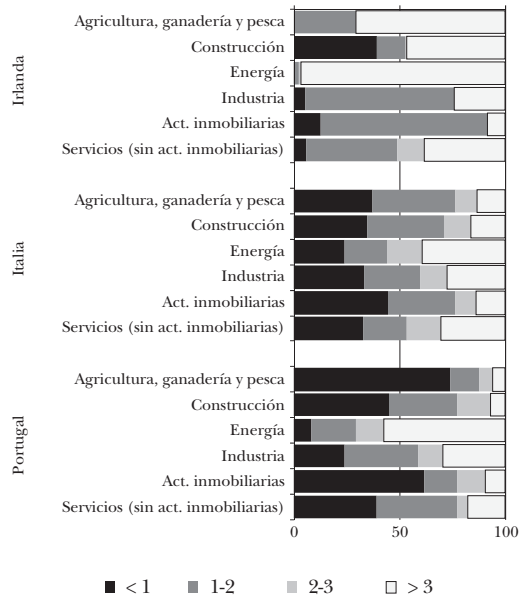


GRÁFICO 3.10 (cont.): Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros. Eurozona, 2011 (porcentaje)



Fuente: Amadeus (Bureau van Dijk, 2013) y elaboración propia.

4. Resumen de resultados y conclusiones

UNO de los temas que más preocupa de cara a la recuperación del crecimiento de muchas economías europeas (entre ellas la española) es su elevado nivel de endeudamiento, no solo del sector público, sino también del privado. La anterior etapa de expansión que duró hasta mediados del 2007 con el estallido de la crisis financiera se caracterizó por la existencia de múltiples factores (abundante liquidez en los mercados, políticas monetarias expansivas, etc.) que, combinados, incentivaron el endeudamiento de hogares y empresas. Esto alimentó el ciclo económico, pero al mismo tiempo asentó las bases de una creciente vulnerabilidad financiera de las empresas ante un *shock* adverso como se ha demostrado con posterioridad.

En el caso de las empresas europeas, en conjunto alcanzaron elevados niveles de endeudamiento en el período de expansión previo al estallido de la crisis a mediados del 2007. Si bien las ratios de endeudamiento siguieron aumentando en los años posteriores, desde finales del 2009 se ha iniciado el desapalancamiento, aunque este rasgo no es compartido por todos los países. En general, el desapalancamiento es más intenso en algunos sectores y países, siendo superior en los que partían de mayores niveles de endeudamiento.

En este contexto, el objetivo de esta monografía es analizar los efectos de la crisis económica sobre la estructura financiera y las condiciones de financiación de las empresas de los países de la eurozona, poniendo el énfasis en el caso español. El análisis combina un enfoque macro —con datos agregados a nivel de país— con otro micro, lo que permite analizar las importantes diferencias existentes a nivel de empresa. Además, el manejo de información a nivel de empresa permite profundizar en el análisis de la vulnerabilidad financiera, cuantificando el porcentaje de la deuda total

empresarial que está en poder de entidades con distintos grados de vulnerabilidad.

El objetivo de este epígrafe es doble: por un lado, sintetizar los principales resultados del análisis llevado a cabo y, por otro, presentar las conclusiones alcanzadas.

4.1. Resumen de resultados

Endeudamiento y estructura financiera de las empresas

- En el período de expansión 2000-2007, como porcentaje del PIB, la deuda con coste de las sociedades no financieras de la eurozona creció 17 puntos porcentuales y continuó aumentando hasta situarse en el 102% del PIB en el 2009. El desapalancamiento posterior es muy desigual entre países, siendo las empresas españolas las que más han reducido el endeudamiento desde 2009 (7 puntos).
- En el 2012, España ocupa el cuarto lugar en el *ranking* de la ratio deuda con coste/PIB de las sociedades no financieras de la eurozona, por detrás de Irlanda, Bélgica y Portugal, y 17 puntos porcentuales por encima de la media de la eurozona. En el 2013, si bien no disponemos de información para la eurozona, el desapalancamiento de las empresas españolas ha continuado, hasta situar la ratio deuda con coste/PIB en el 130%.
- El período de expansión dio lugar a un cambio en la estructura de capital de las empresas españolas, de forma que la deuda total (total pasivos menos recursos propios) llegó a representar el 142% de los recursos propios en dicho año, 35 puntos porcentuales más que un año antes. La crisis posterior y los problemas en el acceso a la financiación han obligado a las empresas a reducir su deuda y a aumentar sus recursos propios, de forma que en el 2012 la deuda total supone el 127% del capital, si bien todavía se sitúa por encima de la eurozona. En el 2013 se ha acelerado el proceso de desapalancamiento y capitalización de las empresas españolas, siendo la deuda

prácticamente similar a los recursos propios. Así, desde su valor máximo en el 2010, la deuda de las empresas se ha reducido un 16% (328.000 millones de euros) y los recursos propios han aumentado un 18% (272.000 millones de euros). En el 2013, la ratio deuda total/PIB de las empresas españolas es del 171,5%, 28 puntos menos que en su máximo en el 2010.

- En España, en el 2012, los recursos propios aportan el 46% de la financiación total, 5 puntos porcentuales menos que en la eurozona. El préstamo es la fuente de financiación ajena más importante, 10 puntos porcentuales más que en la eurozona. También el crédito comercial pesa más en España que en la media de la eurozona (12,3% *vs.* 10,4%). Desde el 2010 en el que el préstamo a las empresas alcanzó su valor máximo en España, su peso en el total de la financiación ha caído del 42% al 37% en el 2013. En el caso concreto del préstamo bancario, la caída ha sido del 26,6% al 20,3%. Por su parte, el crédito comercial también ha caído del 14,9% en 2010 al 10,5% en el 2013.
- Si bien del 2000 al 2007 el crédito bancario incrementó su importancia como fuente de financiación de las empresas europeas, en el período posterior ha perdido parte del terreno ganado. En el caso de las empresas españolas, la financiación bancaria también ha perdido importancia relativa durante la crisis (6,3 puntos porcentuales en el total de los pasivos de las empresas), aunque el peso en el total de la financiación siempre ha sido más importante.

Coste de la financiación y carga de la deuda

- El coste medio real de la deuda de las empresas españolas experimentó una caída del 2000 al 2005, llegando incluso a situarse en valores negativos en algunos años (a diferencia de otros países europeos), lo que sin duda contribuyó al aumento del endeudamiento. En los años posteriores aumentó con intensidad, sobre todo tras el inicio de la crisis. Del período de expansión al de crisis el coste medio

real de la deuda aumentó 240 puntos básicos, siendo España el país que más creció de los analizados.

- La carga de la deuda de las empresas españolas, definida como el cociente entre los gastos financieros y el resultado de explotación (EBIT), es elevada en comparación con otros países, llegando a alcanzar el 44% en el 2008. Desde entonces, el porcentaje ha caído 8 puntos porcentuales, situándose en el 2011 (último año disponible) por debajo de Portugal pero por encima de Alemania, Francia e Italia.
- La capacidad de devolver la deuda con el resultado de explotación difiere ampliamente entre países, situándose Alemania y Portugal en el extremo superior e inferior, respectivamente. En España son necesarios casi once años del margen del 2011 para cancelar la deuda, el doble que en Alemania.
- En el caso de la financiación bancaria, se ha producido una clara fragmentación del mercado europeo con el estallido de la crisis de la deuda soberana, abriéndose una brecha entre los países vulnerables y el resto. En el caso de las pymes españolas, soportan un tipo de interés que ha llegado a ser 150 puntos básicos superior a la media europea, aunque a principios del 2014 se ha reducido ligeramente. En cambio, para las grandes empresas (préstamos de más de un millón de euros), las diferencias de tipos de interés son mucho más reducidas, por lo que la fragmentación del mercado financiero europeo es un problema mucho más acuciante en las pymes.

Condiciones en el acceso a la financiación externa

- Las pymes europeas perciben el acceso a la financiación como el segundo problema al que se enfrentan, solo por detrás de la necesidad de encontrar clientes, aunque la percepción de este problema ha mejorado en la última encuesta realizada por el BCE en el 2013. En España el porcentaje de empresas que señalan este como su principal problema es mayor que en la eurozona, con un por-

centaje del 23,4% (7 puntos porcentuales por encima de la eurozona), solo superado por Grecia.

- La dificultad de las pymes españolas en el acceso a la financiación también se pone de manifiesto en términos del porcentaje que opina que la disponibilidad de financiación empeora frente al que opina que mejora. En España esa diferencia ha llegado a ser de 60 puntos porcentuales aunque la situación ha mejorado. También ha mejorado en el caso del acceso a líneas de crédito y el crédito comercial a lo largo del 2012 y el 2013. En cualquier caso, sigue siendo mayor el porcentaje de empresas que opina que la situación empeora más que mejora.
- El porcentaje de pymes españolas que declara que los bancos suben los tipos de interés siempre ha sido muy superior al que declara lo contrario, llegando a alcanzar 80 puntos porcentuales la diferencia, casi 30 puntos más que en la eurozona. La situación ha mejorado en el 2013, aunque el porcentaje neto de respuestas sigue siendo muy alto y tres veces superior a la eurozona, encabezando el *ranking* de países europeos. En el caso de costes distintos al tipo de interés, las condiciones en España son peores que en la eurozona, siendo el país que sale peor parado en el *ranking* europeo. Nuevamente, las pymes españolas son las primeras de la eurozona en términos de las garantías exigidas por los bancos a la hora de dar financiación, con una diferencia de 53 puntos porcentuales entre el porcentaje que dice que la banca exige más garantías y el que declara que piden menos.
- La diferencia entre las pymes españolas que opinan que los bancos están menos dispuestos a dar financiación y las que declaran lo contrario es de 22,5 puntos porcentuales, muy superior a la eurozona, aunque la mitad que en años anteriores. Solo las pymes alemanas tienen un porcentaje neto de respuestas favorables a la opinión de que la financiación ha mejorado.
- La opinión que transmiten los propios bancos en la encuesta sobre préstamos bancarios corrobora la de las empresas en el sentido de que ellos mismos declaran que en-

durecieron los criterios de aprobación durante la crisis. En la última encuesta disponible, la situación ha dejado de empeorar, ya que hay un equilibrio entre los bancos españoles que opinan que endurecen las condiciones y el que opina lo contrario. De los factores de oferta que afectan a los criterios de aprobación, la situación macroeconómica es la que más impacto negativo tiene en el endurecimiento de esos criterios por parte de la banca española. Es la situación de solvencia de las entidades en la que la banca española sale peor parada como determinante de los criterios de aprobación de un préstamo. Los términos de la financiación que aplican los bancos españoles son más restrictivos que los europeos, sobre todo por los mayores márgenes que aplican.

- En el caso de los factores de demanda, la contracción de la demanda es la que más contribuye a explicar la caída del crédito, sobre todo la demanda asociada a la financiación de proyectos de inversión. Las diferencias entre la eurozona y España llegaron a ser muy importantes en el 2008 y el 2009, aunque se han reducido en los años posteriores.

Endeudamiento y carga de la deuda: la importancia del tamaño

- Aunque existen diferencias en la estructura financiera de las empresas en función de su tamaño, no hay un patrón definido a nivel europeo.
- En España, hay importantes diferencias en la estructura de capital según el tamaño empresarial. Las mayores diferencias tienen lugar en el peso relativo de los recursos propios *vs.* ajenos, con una importancia muy superior de los primeros en las pequeñas empresas. Además, tras el impacto de la crisis, ha aumentado la importancia relativa de los recursos propios en las pequeñas empresas, como consecuencia de la caída de los préstamos.
- Las grandes empresas españolas están más endeudadas que las pequeñas en términos de la ratio deuda/recursos propios. Con relación a las grandes empresas europeas,

las españolas son más dependientes de la financiación bancaria (20% del activo total).

- En términos de la ratio gastos financieros/EBIT, las pequeñas empresas españolas son más vulnerables al destinar el 85% del EBIT al servicio de la deuda, rasgo que comparten con otros países europeos. En cambio, las grandes empresas destinan un porcentaje del EBIT mucho más reducido (33%).
- El endeudamiento de las pequeñas empresas de todos los países europeos analizados (sobre todo en Portugal, Italia y España) es superior al de las empresas grandes en términos de la ratio deuda/EBIT.

Diferencias sectoriales en endeudamiento y estructura financiera

- En cualquier sector de actividad, existen importantes diferencias en el nivel de endeudamiento y estructura financiera entre países. No se encuentra un mismo patrón de evolución temporal por países. La heterogeneidad es elevada tanto entre sectores de un mismo país como entre países para un mismo sector.
- En el caso de España, el rasgo destacable es el intenso aumento del endeudamiento del sector de la construcción, triplicando en el 2011 el valor del 2000, y siendo en el 2011 con diferencia el sector más endeudado.
- La elevada heterogeneidad que existe en el endeudamiento por sectores también se observa en la importancia de la financiación bancaria. En España, el sector de la construcción es el más dependiente de esa financiación, con un peso en el activo total que duplica al sector industrial. Este es un rasgo que se reproduce a nivel internacional, ya que la ratio préstamos/activos de España es el mayor de los seis países analizados.
- En términos de carga de la deuda, nuevamente es la heterogeneidad el rasgo dominante cuando el análisis se realiza tanto a nivel sectorial como por países. En el 2011, en España, la mayor carga de la deuda tiene lugar en el sector

de la construcción y los servicios. Si la vulnerabilidad se mide respecto al EBIT, es extrema en España en el sector de la construcción, llegando a ser la ratio negativa cuando el EBIT es negativo.

- La sostenibilidad de la deuda (deuda/EBIT) es reducida en el sector de la construcción y los servicios en España, saliendo España muy mal parada en el sector de la construcción en la comparativa internacional.

Endeudamiento, debilidad financiera y carga de la deuda: diferencias entre empresas

- Existe gran dispersión en los indicadores de endeudamiento y debilidad financiera entre las empresas de un país, por lo que el valor medio no siempre es realmente indicativo del grado de endeudamiento y de las dificultades financieras de las empresas. El análisis microeconómico muestra que, en términos de la muestra utilizada, la mediana de la ratio de endeudamiento con coste (como porcentaje del activo) de la empresa española (19,8%) era superior a la de la eurozona (11,2%) en el 2011, último año disponible. Estos valores son sensiblemente inferiores a los valores medios, lo que indica que existe asimetría en la distribución del endeudamiento entre empresas, y que existe un porcentaje elevado de estas, especialmente pequeñas, con reducido o nulo endeudamiento con coste.
- Las diferencias entre las empresas de un mismo país son muy sustanciales. En España, la empresa que se sitúa en el percentil 75 tiene una ratio de endeudamiento con coste del 42,2%, mientras que la que se sitúa en el percentil 25, tan solo del 3,35%. En la comparación con la eurozona se constatan dos hechos: a) la empresa española está más endeudada que la europea en todos los puntos de la distribución, especialmente entre las empresas con mayor endeudamiento con coste; y b) como consecuencia de lo anterior, la dispersión en España es mayor.

- El desapalancamiento en España se está produciendo especialmente entre las empresas más endeudadas mientras que, en las que tienen menores ratios de apalancamiento, no se observa tan claramente.
- Los datos desagregados muestran la mayor debilidad de la empresa española frente a la europea en los indicadores de debilidad financiera (ratio entre la deuda con coste y resultado de explotación). La empresa española está teniendo más dificultades que la europea para obtener beneficios utilizando la deuda contraída. En España la debilidad financiera se ha incrementado durante la crisis, especialmente en las empresas en las que la deuda con coste representaba mayor proporción de los beneficios. Además, la diferencia con Europa ha aumentado. De hecho, en el 2011 un 25% de las empresas españolas tenían que destinar los beneficios de más de 9,7 años para amortizar por completo la deuda, 4,63 años más que en Europa, y un 91% más que en el 2004. La dispersión en esta ratio es de las mayores en Europa, junto a Irlanda y Portugal, que destacan entre los países europeos.
- No se observan grandes diferencias en el coste medio de la financiación de las empresas españolas y las europeas en la muestra utilizada. En cambio, en la carga de la deuda, esto es, la proporción del resultado de explotación que hay que destinar al pago de los costes de la financiación, la situación española es desfavorable debido tanto al mayor volumen de deuda —que genera mayores costes financieros— como a la menor rentabilidad. Tanto la mediana como el percentil 75 son muy superiores en España que en Europa. En el 2011, los gastos financieros medianos en España representaban el 14% de los resultados de explotación, mientras que en la eurozona eran un 52% inferiores. Las diferencias en el percentil 75 son también importantes, pues alcanzan los 21 puntos porcentuales (59,8% en España frente al 38,1% en la eurozona). Además, en el 25% de las empresas con mayor ratio, la carga de la deuda creció a lo largo del período, mientras que se mantuvo estable en el resto.

El endeudamiento como condicionante de la debilidad financiera

- Las empresas españolas que partían de un mayor nivel de endeudamiento total en el 2007 han tenido un comportamiento cíclico muy acusado en su apalancamiento. La deuda con coste en proporción a los activos totales creció más de 11 puntos porcentuales en España entre el 2004 y el 2008, cuando alcanzó un máximo (48%). A partir de ese año comenzó una desaceleración situándose en el 43%. Sin embargo, en el resto de empresas, el patrón es completamente diferente. Mantuvieron un endeudamiento con coste estable en los años de expansión, y durante la crisis han utilizado más intensivamente la financiación ajena. Además, en el 2011 la ratio de endeudamiento con coste en España era en promedio un 10% superior al de las empresas de la eurozona en el caso de las empresas menos endeudadas, 28% superior en las que se situaban en torno a la mediana, y un 39% en las más endeudadas.
- Las empresas más endeudadas en el 2007, tanto en España como en la eurozona, han mostrado sistemáticamente mayores ratios de deuda con coste sobre resultado de explotación que las endeudadas en torno a la mediana, y estas, a su vez, ratios superiores a las menos endeudadas. Es decir, la mayor deuda no era rentabilizada por las empresas para generar más beneficios. En España las empresas más endeudadas en el 2007, y también las endeudadas en torno a la mediana, mostraban ratios de debilidad financiera muy superiores a las del resto de países de la eurozona. Por ejemplo, el grupo de empresas españolas más endeudadas hubieran tenido que dedicar en el 2011 los beneficios íntegros de 15,3 años para amortizar la deuda con coste, mientras que en Europa se necesitaban 11,2 años. Sin embargo, en las empresas menos endeudadas los indicadores de debilidad financiera son similares. Es por ello que los problemas de debilidad financiera se asocian, especialmente, a aquellas empresas más endeudadas.

- Las empresas más endeudadas no logran rentabilizar este mayor apalancamiento y tienen que soportar una carga de la financiación superior. De hecho, mientras que en el 2011 las empresas menos endeudadas y las endeudadas en torno a la mediana tenían ratios de gastos financieros sobre el resultado de explotación inferiores a las empresas europeas (61,2% y 63,9%, respectivamente, en España, frente al 91,9% y 83,2% en la eurozona), la carga de la deuda de las empresas más endeudadas es 6,3 puntos porcentuales superior en España (101,8%).

El tamaño como fuente de diferencias en la estructura financiera

- El análisis de la distribución de empresas según su tamaño indica que las diferencias entre empresas son, de nuevo, mayores que las que existen entre categorías de tamaño (microempresas, pequeñas, medianas y grandes). Un 25% de las empresas (último cuartil) de cada tipo de tamaño tienen ratios de deuda con coste sobre activos totales del 40% o superiores, mientras que en el primer cuartil (25% de las empresas menos endeudadas) la ratio apenas llega al 5%. Con la crisis, las empresas más endeudadas de cada tipo de tamaño han reducido más rápidamente sus niveles de endeudamiento con coste. En general las microempresas suelen ser las empresas con mayor debilidad financiera (deuda con coste sobre resultado de explotación).
- No se encuentran grandes diferencias en los niveles de endeudamiento con coste entre las empresas españolas y las de la eurozona de un mismo tamaño. En general el endeudamiento con coste de las empresas españolas es entre 3 y 5 puntos porcentuales superior al de la eurozona dependiendo del grupo de tamaño considerado. Las diferencias dentro de un mismo grupo de tamaño son, por tanto, más importantes.
- La distribución de empresas españolas presenta en todos los grupos de tamaño mayor debilidad —deuda con coste sobre resultados de explotación— que las europeas, pues

la mediana y el percentil 75 son sistemáticamente mayores. Las diferencias con la eurozona son más importantes a menor dimensión de la empresa, especialmente en las microempresas y las pequeñas. En Europa y en España se observa que todos los grupos de tamaño han aumentado su debilidad financiera, aunque es más acusada en España, y en especial en las microempresas, las pequeñas y medianas. En las grandes empresas, desde el comienzo de la crisis, la tendencia se estabiliza.

- La empresa española muestra en general mayor carga de la deuda que la empresa europea, ya que ocupa la segunda o tercera posición en el *ranking* de países en todos los grupos de tamaño. Las diferencias con Europa son mayores entre el grupo de empresas más endeudadas, y son decrecientes con el tamaño de la empresa, ya que en las grandes la diferencia es menor, y en las pequeñas y microempresas mayor.

Diferencias en la estructura financiera y el sector de actividad

- El análisis por sectores de actividad indica que las diferencias en los niveles de endeudamiento (deuda total/activo), en la debilidad financiera (deuda con coste con relación al margen de explotación) y en la carga de la deuda (capacidad de hacer frente a los gastos financieros con los resultados obtenidos) entre las empresas incluidas en cada sector de actividad son mayores que las existentes entre sectores, independientemente de que las empresas se agrupen en 5 ramas de actividad o en 18 sectores. El sector energético en España es el que mayor endeudamiento con coste mediano presenta en la muestra utilizada en el 2011, duplicando al resto de sectores (el primario, construcción, industria y servicios), que muestran una ratio de endeudamiento con coste que oscila entre el 19,1% y el 21,6%.
- Las empresas españolas más endeudadas de cada sector (percentil 75) mostraban ratios deuda con coste/activo

muy superiores a los de la mediana, especialmente en la energía (73,8%). En el resto de sectores, la ratio oscilaba entre el 39,4% de la industria y el 44,6% de la construcción. Es decir, las empresas que se sitúan en el extremo de la distribución (por encima del percentil 75) más que duplican el endeudamiento con coste de las empresas de la mediana. En la comparación con los países europeos, la construcción y, sobre todo, la energía destacan por los elevados niveles de endeudamiento, situándose en las primeras posiciones del *ranking* de países. En el resto de sectores también los valores son mayores, aunque existen menos diferencias.

- En todos los sectores de actividad, la debilidad de la empresa española es superior a la de la media de la eurozona, dado que la ratio deuda con coste sobre resultado de explotación es mayor en todos los sectores en España, especialmente en la agricultura, la construcción y la energía. Pero, una vez más, las diferencias más notables, tanto en España como en otros países, se observan dentro de los sectores debido fundamentalmente a las empresas que muestran mayor debilidad. Por ejemplo, en el 2011 el 25% de las empresas de la agricultura, energía, industria y servicios tenían ratios de deuda con coste sobre resultado de explotación que multiplicaban por un factor de entre 3,6 y 6,1 el de la mediana de la distribución. En la construcción la dispersión dentro del sector era algo superior, con un factor de 11.
- La misma conclusión se obtiene con los indicadores de carga de la deuda. La situación de fragilidad de la empresa española no se debe únicamente al mayor peso de la deuda con coste en el balance de las empresas, sino también a la mayor carga que esta representa. Los datos utilizados permiten advertir que las empresas con mayor carga de la deuda en España están en una posición más desventajosa en comparación con el grupo de empresas con mayor debilidad de los países de la eurozona, especialmente en la energía. Además, la mayor carga de la deuda en España se ha incrementado en los años de crisis.

Endeudamiento y vulnerabilidad

- Con datos del 2011, la deuda de las empresas que está en manos de aquellas que tiene una ratio deuda con coste/activo superior al 40% (nivel preocupante) representa el 69% del total en España, porcentaje inferior al de Grecia, Irlanda y Portugal pero 10, 20 y 23 puntos porcentuales superior al de Italia, Francia y Alemania, respectivamente.
- Las empresas españolas que destinan el 100% o más de su EBIT (incluyendo los ingresos financieros) a hacer frente al coste de la deuda concentran el 36% de la deuda empresarial de España, porcentaje muy por debajo al de Grecia (59%), ligeramente por encima de Portugal e Italia (34-35%), pero muy superior al de Francia (17%) y Alemania (11%). Las empresas irlandesas, a pesar de estar muy endeudadas, presentan una reducida vulnerabilidad como consecuencia de la recuperación de sus márgenes.
- En los países vulnerables para los que disponemos de información (Grecia, España y Portugal), las pymes cuyos gastos financieros superan sus ingresos netos (EBIT e ingresos financieros) poseen porcentajes elevados de la deuda total de las empresas de su mismo tamaño, superiores al 60% en Grecia, al 50% en España y al 40% en Portugal. En cambio, en los mismos países las grandes empresas en situación de vulnerabilidad concentran menores porcentajes de la deuda, aunque en Grecia supone el 44%.
- En España, los sectores más endeudados y vulnerables son la construcción y las actividades inmobiliarias. Así, las empresas de dichos sectores con una ratio deuda con coste/activo superior al 40% tienen el 75% y 86%, respectivamente, de la deuda de su sector, concentrando la suma de ambos sectores, el 35% de toda la deuda de las empresas con una ratio deuda/activo mayor al 40%. En el caso de las empresas más vulnerables cuyos gastos financieros superan la suma del EBIT e ingresos financieros, las pertenecientes a los sectores de la construcción y actividades inmobiliarias concentran casi la mitad de la deuda de las empresas en situación de vulnerabilidad, y porcentajes del

48% (construcción) y 58% (actividades inmobiliarias) del total de la deuda de cada sector.

4.2. Conclusiones

Los distintos indicadores de endeudamiento utilizados muestran que en el 2009 se alcanzó su nivel máximo y desde entonces se ha iniciado el desapalancamiento en las empresas de la eurozona, si bien no es un rasgo compartido por todos sus países. Así, del 2009 al 2012, la ratio deuda con coste/PIB de las empresas europeas se ha reducido 1,3 puntos porcentuales, aunque de los 11 países analizados solo en 6 se ha reducido la ratio. En consecuencia, el desapalancamiento realizado no es suficiente, como advierte el BCE (2014).

Si bien el desendeudamiento realizado por las empresas españolas es superior al llevado a cabo por las europeas, también es insuficiente dado el elevado nivel de partida. Del valor máximo que llegó a representar la deuda empresarial en el PIB de la economía española en el 2010 (144%) hasta el 2013 la caída ha sido de 15 puntos porcentuales, hasta situarse en el 129%.³⁰ El BCE (2013c) estima que, teniendo en cuenta lo acontecido en otras crisis de deuda de una intensidad parecida a la que ha tenido lugar en la eurozona, la ratio deuda empresarial/PIB de España debería caer 15 puntos porcentuales más. Es un resultado razonable teniendo en cuenta que las empresas españolas presentan un nivel de endeudamiento casi 30 puntos porcentuales por encima de la media de la eurozona.

A la hora de comparar el nivel de endeudamiento de las empresas españolas en el contexto internacional, es importante advertir que los análisis están condicionados por el elevado peso del sector de la construcción y actividades inmobiliarias en España. Así, al igual que a nivel macroeconómico la imagen de la evolución del PIB y el

³⁰ Es posible que una parte de la reducción de la deuda se deba al traspaso de préstamos bancarios a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), ya que con anterioridad al traspaso era un crédito que figuraba en los balances de los bancos y posteriormente desaparece del activo bancario.

empleo de la economía española o de la morosidad bancaria, por poner algunos ejemplos, cambia por completo cuando se eliminan esos dos sectores, también la imagen cambia cuando se analiza el endeudamiento de las empresas. No obstante, aunque se eliminen esos dos sectores, el endeudamiento en España es superior al de otros países de la eurozona.

El desapalancamiento que están realizando las empresas españolas también se pone de manifiesto cuando se analiza su estructura de capital y, en concreto, el peso relativo de los recursos propios y la deuda. Así, de alcanzar en el 2010 (año en que se inicia el desapalancamiento en España) la ratio recursos ajenos/recursos propios el 141%, en el 2013 la ratio ha caído al 100%, explicándose esa caída tanto por la reducción de la deuda (ha disminuido en 328.000 millones de euros, un 16%) como por el aumento de los recursos propios (han aumentado 272.000 millones de euros, un 18%). En consecuencia, se ha corregido gran parte del desequilibrio financiero alcanzado en el momento del arranque de la crisis, situándose en la actualidad en niveles más razonables, aunque por encima de la media europea. En concreto, con datos del 2012 (último disponible para la UE), la ratio deuda con costes/recursos propios de las sociedades no financieras de la eurozona es del 71,2%, frente a un 87,8% en España.

Dado que el proceso de desapalancamiento de las empresas no está concluido, es importante que el que queda pendiente sea suave, ya que un desendeudamiento demasiado rápido supone un claro perjuicio para la recuperación de la inversión. Así, si las empresas dedican todo su beneficio a amortizar deuda, sería a costa de no financiar posibles proyectos de inversión. Además, es importante que mejoren las condiciones en el acceso a la financiación, principalmente al crédito bancario, máxime teniendo en cuenta la importancia que este tiene para las empresas predominantes en España: las pymes. Aunque las condiciones han mejorado en los últimos meses, el tipo de interés de los préstamos a las pymes todavía es elevado en comparación con otros países de la eurozona.

En la comparación internacional del coste de la financiación bancaria es importante tener en cuenta las diferencias que existen en las distribuciones de tamaño y sectoriales de las empresas ya que, cuanto mayor sea la presencia en un país de pymes o de empresas

en sectores con mayor riesgo, mayor será el tipo de interés del préstamo en ese país. Con esta reflexión, es posible que la llamada fragmentación del mercado financiero europeo sea menor, ya que parte de las diferencias de tipos de interés recogerán diferencias en la calidad de los activos de las empresas de un determinado país. No obstante, las diferencias que ha habido y sigue habiendo de coste de financiación son tan grandes que apuntan a la existencia de un efecto país. Además, para préstamos de un mismo importe (por lo que ya está descontado el efecto tamaño), el rango de variación de tipos de interés entre países de la eurozona es muy grande, especialmente en el caso de los de menos de un millón de euros.

El análisis realizado muestra un elevado grado de heterogeneidad entre países en la práctica totalidad de las variables analizadas: endeudamiento, estructura de capital, carga de la deuda, etc. La heterogeneidad tiene lugar tanto a nivel agregado como por sectores y tamaños, y se aplica también a los niveles de las variables como a su evolución temporal.

La evolución del endeudamiento depende tanto de factores de demanda como de oferta. En el primer caso, el nivel de actividad condiciona las decisiones de inversión y, por tanto, las necesidades de financiación de las empresas. En el segundo caso, los criterios que utilizan los bancos a la hora de conceder financiación influyen tanto en la estructura de capital de las empresas (importancia relativa de la financiación bancaria *vs.* en los mercados) como en el nivel de endeudamiento.

La valiosa información que suministra la encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación permite aportar evidencia sobre la importancia de los factores de oferta. Esta encuesta muestra las restricciones que están sufriendo las empresas en el contexto de crisis, aunque la situación a finales del 2012 ha mejorado. En el caso de las pymes españolas, el futuro se ve con algo más de pesimismo y hasta ahora han sufrido con mayor intensidad las restricciones en el acceso a la financiación externa. No obstante, la situación ha mejorado a finales del 2013.

El análisis realizado muestra que el mayor grado de restricción financiera que sufren las pymes españolas se manifiesta tanto en términos de los fondos disponibles como en el coste de la financiación. Así, el 32% de las pymes españolas considera que en los

últimos seis meses la disponibilidad de financiación bancaria ha empeorado, casi el doble que en las pymes de la eurozona. De igual forma, el 76% de las pymes españolas declara que ha aumentado el tipo de interés, frente a un 50% en la eurozona. Lo mismo ocurre en términos de otros costes distintos al tipo de interés o la exigencia de garantías, con un porcentaje de pymes en España que declara que han aumentado muy superior a las de la eurozona. Además, un claro indicador de que una parte de la caída del crédito en España se debe a factores de oferta es que las pymes españolas son las segundas del *ranking* europeo, solo por delante de Grecia, que manifiestan que los bancos han reducido en mayor medida su disposición a conceder crédito.

Los datos agregados en los que se suelen basar los análisis del desapalancamiento esconden diferencias sustanciales entre empresas. De hecho, los resultados obtenidos muestran que, pese a la heterogeneidad observada entre países, sectores o tamaños, la principal fuente de diferencias es lo que sucede dentro de cada una de estas categorías. Por tanto, para valorar la salud financiera del tejido empresarial de un país, no basta con comparar los valores medios de indicadores de endeudamiento, sino que es fundamental, por tanto, analizar toda la distribución de empresas, poniendo el foco en las empresas más endeudadas y con mayor debilidad financiera. En otras palabras, el endeudamiento de la empresa española es un problema macroeconómico pero que tiene fuertes raíces microeconómicas.

En este contexto, la distribución entre empresas de los indicadores de endeudamiento en España no es un caso extraño en el conjunto de países de la eurozona, ni por los niveles medios, medianos o por la dispersión de la distribución. Los resultados muestran que tanto antes como después de la crisis las diferencias entre empresas españolas eran similares a las que se observaban en otros países.

En cambio, la mayor fragilidad del tejido empresarial español se encuentra en las dificultades que nuestras empresas tienen para rentabilizar el endeudamiento. Independientemente de que se analicen indicadores del peso de la deuda con relación a los beneficios obtenidos, o de la carga de la deuda, España presenta debilidades, ya que una mayor proporción de empresas muestra una fragilidad financiera más intensa que en otros países.

Además, se ha constatado que el nivel de endeudamiento de las empresas antes del comienzo de la crisis está condicionando la situación actual, tanto en el ritmo de desapalancamiento como en la vulnerabilidad actual de las empresas. De hecho, las diferencias en los niveles de endeudamiento entre empresas se acentuaron muy sustancialmente en los años previos a la crisis, pues las más endeudadas lo incrementaron rápidamente, mientras que las menos endeudadas mostraron un perfil más estable, o incluso lo redujeron. Una vez comienza la crisis, la reducción del endeudamiento es rápido en las empresas más endeudadas, mientras que las que menor endeudamiento presentaban han aprovechado su capacidad para incrementarlo como respuesta a la nueva situación pese a las restricciones financieras.

Además, tanto antes como después de la crisis más deuda está asociada a mayor debilidad financiera debido a que, aunque las empresas más endeudadas están haciendo un esfuerzo por desapalancarse, el ritmo no está siendo suficiente como para compensar la caída de beneficios, aumentando la fragilidad. En cambio, el resto de empresas han aprovechado su menor debilidad financiera incrementando las ratios, tanto por el aumento de la deuda como por la reducción de los beneficios. La carga de la deuda está comprometiéndose la viabilidad de las empresas más endeudadas, pues destinan una proporción muy relevante de sus beneficios de explotación al pago de la carga de la deuda, especialmente en las empresas más endeudadas.

El análisis desagregado por empresas muestra que, aunque existen diferencias en el endeudamiento entre tamaños y sectores de actividad, las diferencias más importantes se observan dentro de cada uno de estos grupos. Es decir, existe gran dispersión en el endeudamiento y la fragilidad financiera en el tejido empresarial independientemente del sector y el tamaño de la empresa. Eso sí, en las microempresas la vulnerabilidad suele ser más frecuente, y en las grandes menos. En cuanto a los sectores, en la agricultura, energía y la construcción es donde hay mayor proporción de empresas en situación de fragilidad.

La sostenibilidad del endeudamiento empresarial es mayor o menor dependiendo de la capacidad de la empresa para hacer frente al pago de la deuda, aspecto que puede analizarse utilizan-

do diversos indicadores de vulnerabilidad como el porcentaje del margen empresarial que se destina a gastos financieros. Por tanto, en la vulnerabilidad intervienen factores como la recuperación del margen de la empresa y la evolución de los tipos de interés de la deuda, así como el vencimiento de la deuda.

Los resultados referidos al porcentaje que los gastos financieros representan del EBITDA de las empresas españolas muestran que destinan en el 2011 el 36%, 15 puntos porcentuales por encima de los valores precrisis pero algo más reducidos tras el impacto de la crisis en el 2008 y el 2009.

El elevado nivel de endeudamiento de las empresas españolas y el impacto de la crisis sobre los márgenes empresariales es lo que explica su mayor fragilidad financiera con relación a otros países europeos. Así, con relación al EBITDA, la deuda de las empresas españolas es casi el doble que el de las alemanas, un 58% mayor al de las francesas, si bien es similar al de Italia. Portugal es, con independencia del indicador utilizado, el país con un sector empresarial más endeudado.

La visión que se obtiene de la vulnerabilidad financiera es sensible obviamente al ciclo económico, sobre todo vía márgenes empresariales. El análisis que se ha realizado a nivel micro está referido al 2011, año de crisis económica. Obviamente, la vulnerabilidad se habrá reducido en el 2013 por varios motivos que se desprenden de la información más reciente que aporta el Banco de España (2014) en su análisis de las empresas no financieras: *a)* por la caída de los gastos financieros (en concreto un 2,8%); *b)* por el aumento de los ingresos financieros (como consecuencia de un intenso aumento de los dividendos); y *c)* por el aumento del resultado ordinario. De hecho, de ese análisis del Banco de España se constata que «la capacidad de reembolso de la deuda, y la de la carga financiera, mostraron una variación ligeramente descendente gracias a la leve recuperación de los excedentes ordinarios».

De cara al futuro, es importante establecer sistemas de alerta temprana que hagan saltar las alarmas cuando el nivel de endeudamiento de las empresas alcanza un determinado umbral, teniendo en cuenta que la experiencia ha demostrado que, ante un *shock*, las empresas más endeudadas reducen con mucha mayor intensidad sus niveles de inversión, lo que les resta aún más capacidad para

generar flujos de ingresos para pagar su deuda. De igual forma, las empresas con una mayor vulnerabilidad financiera (elevado porcentaje del margen empresarial destinado a hacer frente a la carga de la deuda) también reducen en mayor medida la inversión. Por tanto, las medidas de política económica a implementar una vez estalla una crisis deben tener en cuenta esta evidencia, favoreciendo el desapalancamiento suave para evitar el hundimiento de la inversión. Desgraciadamente, en el caso español, el desapalancamiento empresarial está teniendo lugar a una mayor velocidad que en Europa como consecuencia de su mayor dependencia del crédito bancario, de ahí la necesidad de normalizar cuanto antes el acceso a la financiación bancaria.

Desde el punto de vista macroeconómico, la vulnerabilidad de la economía como consecuencia del endeudamiento empresarial es mayor cuando mayor sea el peso de la deuda bancaria. La deuda intermediada por los bancos tiene una subvención implícita en su coste porque la banca opera bajo la red de seguridad de las garantías del Estado, preocupado por riesgos sistémicos. La deuda no intermediada no tiene esa garantía y, llegado el momento, es más factible de reestructurar que la deuda bancaria. La reestructuración de la deuda, incluidas las quitas, es un mecanismo legal para repartir los costes del endeudamiento, cuando se demuestra excesivo *ex post*, entre prestamistas y prestatarios y como tal condiciona la magnitud de la crisis y las posibilidades de recuperación. La deuda bancaria termina formando parte de la deuda pública, a veces directamente como cuando se crea un *banco malo*, y otras indirectamente cuando sigue en el balance de los bancos, pero se sabe que, llegado el momento si hace falta, será rescatada y termina por condicionar las posibilidades de desendeudamiento.

En el caso español, el elevado peso de la financiación bancaria hace que la vulnerabilidad de la economía sea mayor, ya que dificulta la reestructuración de la deuda. Por eso es importante facilitar tanto que las empresas refuercen sus recursos propios como que puedan llegar a acuerdos con sus acreedores para reducir la carga de la deuda y mejorar su viabilidad. Este es precisamente uno de los objetivos del reciente RDL 4/2014 de 7 de marzo por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, incentivando la conver-

sión de deuda bancaria en capital en el caso de empresas viables. Es una medida encaminada a mejorar la situación económico-financiera de la empresa que redundará en un beneficio tanto para la empresa, que reduce sus costes financieros y por tanto reduce su vulnerabilidad, como para la banca acreedora que mejora en esos casos de empresas viables la calidad de su inversión.

Desde el punto de vista europeo y con más importancia en el caso de los países vulnerables, la creación de la unión bancaria deviene en necesidad para mejorar las condiciones en el acceso a la financiación externa de las empresas y para que el desapalancamiento pendiente no sea brusco. La inmediata puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en otoño del 2014 es un paso importante que ha sido complementado con el Mecanismo Único de Resolución (MUR), pilares ambos de la unión bancaria necesarios para romper el círculo riesgo soberano-bancario. En el caso del MUR, se han realizado avances en el 2014 (adelantando de diez a ocho años la creación del Fondo Único de Resolución y los plazos de su mutualización), pero la limitación que presenta es que su cuantía (55.000 millones de euros a finales del 2023) puede no ser suficiente ante una crisis sistémica si no dispone de un *back stop* que utilizar en caso de necesidad. No obstante, dadas las nuevas reglas de *bail-in* que contiene la directiva sobre reestructuración bancaria, la probabilidad de utilizar los fondos de rescate será mucho más reducida, dado que serán los accionistas y acreedores (incluyendo los depositantes de más de 100.000 euros) del banco los que soportarán inicialmente las pérdidas.

Finalmente, de los resultados de esta monografía se derivan algunas implicaciones de interés: *a)* el seguimiento del endeudamiento de las empresas debe basarse en indicadores que tengan en cuenta la debilidad (tamaño de la deuda con relación a la capacidad de generar renta) y vulnerabilidad (capacidad de hacer frente a la carga de la deuda con los ingresos netos de empresa) financiera, así como la calidad de la deuda (rentabilidad esperada de los activos financiados y riesgo de la inversión); *b)* cuanto mayor sea el peso de la financiación bancaria, más difícil es llegar a acuerdos de reestructuración de la deuda, lo que condiciona negativamente las posibilidades de recuperación y la magnitud de la crisis. En consecuencia, es importante fomentar el acceso de las

empresas a vías de financiación no intermediadas, como el recién creado Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF); *c*) desde el punto de vista de las políticas públicas, un tratamiento fiscalmente favorable de los gastos financieros de las empresas incentiva el endeudamiento y la vulnerabilidad financiera. Precisamente, para reducir este incentivo al apalancamiento, aunque también por razones recaudatorias, recientemente se aprobó una modificación en el impuesto de sociedades limitando la deducibilidad de los gastos financieros; y *d*) a la vista de los resultados obtenidos, una parte de las diferencias entre países de los tipos de interés de los préstamos a las empresas se explica por las diferencias en su debilidad y vulnerabilidad financiera, y también por las diferencias en la distribución de empresas por tamaños y sectores. Por tanto, el verdadero grado de fragmentación del mercado financiero europeo es menor del que refleja la simple comparación de las diferencias de tipos de interés entre países.

Apéndice metodológico

Bases de datos

El informe utiliza tres fuentes de información para analizar el endeudamiento, estructura y vulnerabilidad financiera de las sociedades no financieras: Eurostat, *Bank for the Accounts of Companies Harmonised* (BACH) y Amadeus. Los datos de Eurostat provienen de la Contabilidad Nacional y de las Cuentas Financieras que elaboran los distintos países; los datos del proyecto BACH se obtienen a partir de los balances y cuentas de resultados de las empresas que colaboran con las Centrales de Balances de los distintos países; finalmente Bureau van Dijk elabora su base de datos Amadeus a partir de las cuentas que depositan las empresas en los registros mercantiles. Los datos que elabora el proyecto BACH están filtrados por los equipos de trabajo de los bancos centrales (Banco de España 2012), mientras que los datos que las empresas presentan en los registros mercantiles recogidos en Amadeus no tienen ninguna elaboración, lo que obliga a filtrar la base de datos, tal y como se explica en el capítulo 2.

Aspectos metodológicos

a) Criterios de valoración

Los activos y pasivos de los balances en las Cuentas Financieras se calculan a precios teóricos de mercado siguiendo las directrices del Sistema Europeo de Cuentas, mientras que los estados contables de las empresas reflejan activos y pasivos a precios históricos o de adquisición.

b) Estados consolidados vs. no consolidados

Los datos que proceden de BACH corresponden a estados contables no consolidados. De igual forma, las cuentas financieras utilizadas en el informe también son no consolidadas, por lo que las posiciones financieras entre empresas incluyen activos y pasivos entre sociedades no financieras pertenecientes a un mismo grupo empresarial (posición intragrupo). Como señala el BCE (2013c), para el sector de las sociedades no financieras, no existe información fiable de grupos consolidados en las cuentas nacionales o en otras fuentes de datos internacionalmente comparables. Además, los datos consolidados son menos comparables para países de diferente tamaño, ya que en los países más grandes suele haber una mayor proporción de financiación entre las empresas residentes. Finalmente, también los datos utilizados de Amadeus son no consolidados. Los datos no consolidados utilizados en Amadeus permiten realizar comparaciones sectoriales, pues la consolidación puede agregar empresas de un mismo grupo que operan en sectores de actividad distinto. Además, como no se dispone de las empresas pertenecientes a los grupos, utilizar los estados consolidados podría introducir duplicidades en el análisis, al incluirse la matriz del grupo y todas las participadas.

No obstante, la utilización de datos no consolidados también presenta algunas limitaciones. Por ejemplo, los ingresos y gastos financieros que contabilizan las empresas en sus cuentas de resultados pueden estar afectados por las políticas de precios de transferencia que se siguen a la hora de fijar los costes de la financiación que unas empresas proporcionan a otras dentro del grupo. Ello podría afectar a los resultados de vulnerabilidad financiera si el análisis se realizara con datos consolidados, ya que sería de esperar que el grupo avale las deudas de empresas individuales de manera que lo relevante sería la solvencia del consolidado. En este sentido, la vulnerabilidad se mediría de forma más precisa utilizando los datos consolidados. No obstante, dado que la responsabilidad de cada empresa es limitada, la vulnerabilidad del endeudamiento se materializa en cada empresa jurídicamente independiente.

Viendo los pros y contras de utilizar estados contables consolidados *vs.* no consolidados, y dada la disponibilidad de informa-

ción en las bases de datos, se ha optado por utilizar estados no consolidados.

Los resultados obtenidos con las tres fuentes estadísticas utilizadas (Cuentas Financieras, BACH y la muestra de Amadeus) permiten obtener resultados cualitativamente similares. Aunque existen diferencias de nivel en las variables relevantes debido a las distintas metodologías descritas en este apéndice (como, por ejemplo, los criterios de valoración), las correlaciones entre los valores medios de los países son elevadas. Por ejemplo, en la ratio deuda total/activo total,³¹ la correlación entre el dato medio de los países obtenido con BACH y Amadeus es de 0,92. La correlación de estas dos fuentes con la información de las Cuentas Financieras es algo menor, 0,71 y 0,76, respectivamente, pero en cualquier caso elevada. Esta menor correlación puede deberse a la distinta forma de valorar los pasivos financieros (coste histórico —Amadeus y BACH— frente a valor de mercado —Cuentas Financieras—). La elevada correlación en los niveles medios de las variables, pese a las diferencias de nivel, también se obtiene en el informe del BCE (2013c) que utiliza datos agregados de las Cuentas Financieras y una muestra de empresas de Amadeus.

Definición de variables:

a) Cuentas Financieras (entre paréntesis se detallan los códigos de las bases de datos)

Deuda con coste =	Renta fija (F33) + préstamos (F4) + reservas de fondos de pensiones (F612)
-------------------	--

b) BACH

Gastos financieros =	Gastos financieros distintos a intereses de deuda (I83) + intereses de deuda (I10)
----------------------	--

³¹ En las Cuentas Financieras se utiliza el total pasivos financieros como *proxy* de los activos totales.

Deuda con coste = Renta fija (L1) + préstamos de instituciones de crédito (L2) + otros créditos (L3) (créditos restantes de la entidad no incluidos en renta fija ni préstamos y otros pagos distintos a créditos comerciales)

Margen bruto de explotación = Importe neto de la cifra de negocios (I1) + variación de inventario (I2) + producción capitalizada (I3) + subsidios de explotación e ingresos de explotación suplementarios (I41) – costes de bienes, materiales y consumibles (I5) – coste de suministros y servicios externos (I6) – gasto de personal (I7) – impuestos de explotación y otras cargas de explotación (I81)

EBIT = Importe neto de la cifra de negocios (I1) + variación de inventario (I2) + producción capitalizada (I3) + otros ingresos de explotación (I41 + I43) + ingresos financieros (I42) – costes de bienes, materiales y consumibles (I5) – coste de suministros y servicios externos (I6) – coste de personal (I7) – otros gastos (I81 + I82 + I84 + I85) (sin considerar gastos financieros distintos a intereses de deuda) – amortización del inmovilizado (I9)

c) Amadeus

Ratio de apalancamiento = Recursos ajenos/recursos propios

Recursos ajenos = Total activo (TOAS) – recursos propios (SHFD)

Ratio de endeudamiento = Deuda con coste/activo total

Deuda con coste = Renta fija + préstamos = deuda de largo plazo (LTDB) + préstamos (LOAN)

Resultado
de explotación (OPPL) = Ingresos de explotación (OPRE) – gastos
de explotación (COST + OOPE)

Gastos financieros (FIEX) = Intereses de deuda + otros gastos financieros

Ratio de vulnerabilidad = [EBIT + ingresos financieros (FIRE)]/
gastos financieros (FIEX)

EBIT = resultado
de explotación = Ingresos de explotación (OPRE) – gastos
de explotación (COST + OOPE) =
OPPL

Ratio de debilidad
financiera = Deuda con coste/EBITDA

EBITDA = EBIT + amortización del inmovilizado
(DEPR)

Bibliografía

- AYUSO, Juan. «Un análisis de la situación del crédito en España». *Boletín Económico del Banco de España* 81 (2013): 81-99.
- BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*). Base de datos disponible en internet: <http://www.bachesd.banque-france.fr/?lang=en> [fecha de extracción: 2013].
- BANCO DE ESPAÑA. Resultados anuales de las empresas no financieras. Suplemento Metodológico. Central de Balances. Madrid, 2012.
- . «Resultados Trimestrales de las Empresas no Financieras: Cuarto trimestre 2014 y avance de cierre del ejercicio». *Boletín Económico* (marzo 2014): 35-47.
- BCE (Banco Central Europeo). *Financial Stability Review*. Frankfurt, diciembre 2012.
- . *Balance of Monetary Financial Institutions*. Base de datos disponible: http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/bsheets/html/outstanding_amou-nts_2014-06.en.html [fecha de extracción: 2013a]
- . *MFI Interest Rates*. Base de datos disponible: http://www.ecb.europa.eu/stats/money/interest/interest/html/interest_rates_U2_2014.en.html [fecha de extracción: 2013b]
- . «Corporate Finance and Economic Recovery in the Euro Area». Occasional Paper Series n.º 151, BCE 2013a y 2013b, agosto de 2013c.
- . «Deleveraging patterns in the euro area corporate sector». *Monthly Bulletin* (febrero de 2014): 97-113.
- . *Euro Area Bank Lending Survey*, varios años. Base de datos disponible: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>
- . *SAFE (Survey on the Acces to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area)*, varios años. Base de datos disponible: <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.
- BUREAU VAN DIJK. Amadeus. *Database of Financial Information*. 2013.
- COMISIÓN EUROPEA. *A Recovery in the Horizon? Annual Report on European SMEs 2012/2013*. Bruselas: Comisión Europea, 2014.
- EUROSTAT. *Financial Accounts*. Base de datos disponible en internet: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/sector_accounts/data/database [fecha de extracción: 2013].
- FERNÁNDEZ DE GUEVARA, Juan. «El riesgo de las empresa españolas en la crisis», en J. C. Fariñas y J. Fernández de Guevara, eds. *La empresa española ante la crisis del modelo productivo: Productividad, competitividad e innovación*. Bilbao: Fundación BBVA, 2014.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). *Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability*. Washington (DC), octubre de 2013.
- HARRIS, Milton, y Artur RAVIV. «The theory of capital structure». *The Journal of Finance* 46, n.º 1 (1991): 297-355.
- MACKEY, Peter, y Gordon M. PHILLIPS. «How does industry affect firm financial structure?». *The Review of Financial Studies* 18, n.º 4 (2005): 1433-1466.

- MODIGLIANI, Franco, y Merton H. MILLER. «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment». *American Economic Review* 53 (1958): 261-297.
- MYERS, Stewart C. «The capital structure puzzle». *Journal of Finance* 39, n.º 3 (1984): 574-592.
- MYERS, Stewart C., y Nicholas S. MAJLUF (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics* 13, n.º 2 (1984): 187-221.
- REINHART, Carmen, y ROGOFF, Kenneth. «Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten». Documento de Trabajo n.º WP/13/266. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, 2013.
- SALAS, Vicente. «La financiación externa de la empresa española. Situación actual y perspectivas». *Economía industria* 387 (2013): 71-86.

Índice de cuadros

CUADRO 1.1:	Deuda con coste de las empresas no financieras. Eurozona, 2000, 2007, 2009 y 2012	25
CUADRO 2.1:	Número de observaciones y de empresas en Amadeus y en la muestra, 2004-2011	101
CUADRO 2.2:	Número de empresas por país y año, 2004-2011	102
CUADRO 2.3:	Número de empresas en la muestra por sector de actividad y año, 2004-2011	104
CUADRO 2.4:	Número de empresas de la muestra por tamaño y año, 2004-2011	106
CUADRO 2.5:	Estructura porcentual del empleo según el tamaño de la empresa de la muestra, 2004-2011.....	107
CUADRO 2.6:	Tamaño y representatividad de la muestra restringida, 2004-2011	109
CUADRO 2.7:	Estructura porcentual del pasivo por países, 2004, 2007 y 2011.....	111
CUADRO 3.1:	Porcentaje de los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) que se destinan a pagar los gastos financieros, 2004-2011	200
CUADRO 3.2:	Porcentaje de los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) que se destinan al pago de los gastos financieros por tamaño de empresa, 2011.....	206

Índice de gráficos

GRÁFICO 1.1:	Evolución de la deuda con coste del sector no financiero por sectores. Eurozona y España, 2000-2012	22
GRÁFICO 1.2:	Deuda con coste del sector no financiero de los países de la eurozona, 2012	24
GRÁFICO 1.3:	Ratio deuda con coste/recursos propios de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012.....	27
GRÁFICO 1.4:	Ratio deuda con coste/recursos propios de los países europeos, 2012.....	28
GRÁFICO 1.5:	Evolución de la ratio deuda con coste/activos financieros de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012	29
GRÁFICO 1.6:	<i>Ranking</i> por países de la ratio deuda con coste/activos financieros de las empresas no financieras, 2012	29
GRÁFICO 1.7:	Evolución de la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación de las empresas no financieras. Eurozona y España, 2000-2012.....	30
GRÁFICO 1.8:	<i>Ranking</i> por países de la ratio deuda con coste/excedente bruto de explotación de las empresas no financieras, 2012	31
GRÁFICO 1.9:	Estructura porcentual de la financiación de las empresas europeas, 2000, 2007 y 2012	32
GRÁFICO 1.10:	Contribución al crecimiento de la financiación total de las empresas europeas, 2000-2007 y 2007-2012.....	35
GRÁFICO 1.11:	Sustitución entre las fuentes de financiación ajena (renta fija, préstamos y crédito comercial). Contribución al crecimiento total. Precrisis y crisis, 2000-2007 y 2007-2012.....	36
GRÁFICO 1.12:	Crédito de las instituciones financieras monetarias a las empresas no financieras respecto al total del pasivo de las empresas, 2003-2012	37

GRÁFICO 1.13:	Coste medio real y carga de la deuda de las empresas no financieras, 2000-2011	40
GRÁFICO 1.14:	Tipos de interés de operaciones nuevas a las sociedades no financieras, 2003-2013.....	44
GRÁFICO 1.15:	Problemas más importantes a los que se enfrentan las pymes. Eurozona y España, 2009-2013	48
GRÁFICO 1.16:	Porcentaje de pymes que consideran el acceso a la financiación como el principal problema, 2009-2013.....	49
GRÁFICO 1.17:	Resultado de la petición de financiación externa de las pymes solicitada en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013.....	51
GRÁFICO 1.18:	Disponibilidad de financiación de las pymes en los 6 meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013.....	53
GRÁFICO 1.19:	<i>Ranking</i> por países de disponibilidad de financiación utilizada por las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013	54
GRÁFICO 1.20:	Términos y condiciones del crédito bancario concedido a las pymes en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013	56
GRÁFICO 1.21:	<i>Ranking</i> por países de los cambios en los términos y condiciones del crédito bancario concedido a las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013.....	57
GRÁFICO 1.22:	Cambio en la disposición de los bancos a dar crédito a las pymes en los seis meses anteriores. Eurozona y España, 2009-2013.....	59
GRÁFICO 1.23:	<i>Ranking</i> por países de la disposición de los bancos a dar préstamos a las pymes en los seis meses anteriores, 2009-2013.....	60
GRÁFICO 1.24:	Evolución del índice de difusión en criterios de aprobación. Factores de oferta. Eurozona y España, 2007-2014	62
GRÁFICO 1.25:	Términos y condiciones aplicados a los préstamos concedidos. Eurozona y España, 2007-2014.....	65
GRÁFICO 1.26:	Cambios en la demanda de préstamos a las empresas y evolución de los factores que la afectan, en los pasados tres meses. Eurozona y España, 2007-2014.....	67
GRÁFICO 1.27:	Cambios en la estructura financiera de las empresas por tamaño, 2007 y 2011	69
GRÁFICO 1.28:	Ratio deuda con coste respecto a sus recursos propios de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	71

GRÁFICO 1.29:	Peso de la deuda bancaria por tamaño de la empresa, 2000-2011	73
GRÁFICO 1.30:	Ratio gastos financieros reales respecto a la deuda con coste de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	76
GRÁFICO 1.31:	Ratio gastos financieros respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	77
GRÁFICO 1.32:	Ratio gastos financieros respecto al EBIT de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	79
GRÁFICO 1.33:	Ratio deuda con coste respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	81
GRÁFICO 1.34:	Ratio deuda con coste respecto al EBIT de las empresas no financieras por tamaño, 2000-2011	82
GRÁFICO 1.35:	Estructura financiera por sectores de actividad, 2007 y 2011	84
GRÁFICO 1.36:	Ratio deuda con coste respecto a sus recursos propios por sector de actividad de la empresa, 2000-2011	88
GRÁFICO 1.37:	Ratio deuda de las empresas no financieras con las instituciones de crédito respecto al total de sus activos por sector de actividad de la empresa, 2000-2011	90
GRÁFICO 1.38:	Coste medio real de la deuda. Ratio gastos financieros respecto a la deuda con coste por sector de actividad de la empresa, 2000-2011	91
GRÁFICO 1.39:	Ratio gastos financieros respecto al margen bruto de explotación por sector de actividad de la empresa, 2000-2011	93
GRÁFICO 1.40:	Ratio gastos financieros/ (EBIT + ingresos financieros) por sector de actividad, 2000-2011	94
GRÁFICO 1.41:	Ratio deuda con coste respecto al margen bruto de explotación de las empresas no financieras por sector de actividad, 2000-2011	96
GRÁFICO 1.42:	Ratio deuda con coste respecto a los ingresos netos (EBIT + ingresos financieros) de las empresas no financieras por sector de actividad, 2000-2011	97
GRÁFICO 2.1:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios). España y eurozona. Muestra total, 2004-2011	122
GRÁFICO 2.2:	Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) por países. Muestra total, 2011	124

GRÁFICO 2.3:	Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011	125
GRÁFICO 2.4:	Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011.....	127
GRÁFICO 2.5:	Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011.	129
GRÁFICO 2.6:	Ratio deuda con coste/resultado de explotación por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011.	131
GRÁFICO 2.7:	Evolución del coste medio de la deuda (gastos financieros/deuda con coste). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011	133
GRÁFICO 2.8:	Coste medio de la deuda (gastos financieros/deuda con coste) por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011	134
GRÁFICO 2.9:	Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011.....	135
GRÁFICO 2.10:	Ratio gastos financieros/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011.....	137
GRÁFICO 2.11:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el grupo de endeudamiento en 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011.....	139
GRÁFICO 2.12:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el grupo de endeudamiento en 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2004, 2007 y 2011.....	141
GRÁFICO 2.13:	Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el grupo de endeudamiento en 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2004-2011	143
GRÁFICO 2.14:	Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el grupo de endeudamiento en 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2011	145
GRÁFICO 2.15:	Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en 2007.	

	España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2004-2011	146
GRÁFICO 2.16:	Ratio deuda con coste/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra restringida, 2011	147
GRÁFICO 2.17:	Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en el 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011	149
GRÁFICO 2.18:	Ratio gastos financieros/resultado de explotación según el grupo de endeudamiento en 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2011.....	150
GRÁFICO 2.19:	Evolución de la rentabilidad económica (resultado de explotación/activo total) según el grupo de endeudamiento en 2007. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011	151
GRÁFICO 2.20:	Rentabilidad económica (resultado de explotación/activo total) según el grupo de endeudamiento en el 2007 por países. Medias ponderadas. Muestra total, 2011	153
GRÁFICO 2.21:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011	156
GRÁFICO 2.22:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011	158
GRÁFICO 2.23:	Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según el tamaño de la empresa por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011	161
GRÁFICO 2.24:	Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011	162
GRÁFICO 2.25:	Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el tamaño de empresa y países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011	165
GRÁFICO 2.26:	Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011	166

GRÁFICO 2.27:	Ratio deuda con coste/resultado de explotación según el tamaño de la empresa por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011	169
GRÁFICO 2.28:	Evolución de la ratio gastos financieros/resultado de explotación según el tamaño de la empresa. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011	170
GRÁFICO 2.29:	Ratio gastos financieros/resultado de explotación según el tamaño de la empresa por países. Media y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011	173
GRÁFICO 2.30:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector de actividad. España y eurozona. Medias ponderadas. Muestra total, 2004-2011	175
GRÁFICO 2.31:	Evolución de la ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra total, 2004-2011	176
GRÁFICO 2.32:	Ratio de apalancamiento total (recursos ajenos/recursos propios) según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra total, 2011	180
GRÁFICO 2.33:	Evolución de la ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según sector. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. Muestra restringida, 2004-2011	181
GRÁFICO 2.34:	Ratio de endeudamiento con coste (deuda con coste/activo total) según el sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011	184
GRÁFICO 2.35:	Evolución de la ratio deuda con coste/resultado de explotación. Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. 5 sectores de actividad. Muestra restringida, 2004-2011	185
GRÁFICO 2.36:	Ratio deuda con coste/resultado de explotación según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. Muestra restringida, 2011	188
GRÁFICO 2.37:	Evolución de la carga de la deuda (gastos financieros/resultado de explotación). Mediana y percentiles 25 y 75. España y eurozona. 5 sectores de actividad. Muestra total, 2004-2011	189
GRÁFICO 2.38:	Ratio carga de la deuda (gastos financieros/resultado de explotación) según sector por países. Mediana y percentiles 25 y 75. 5 sectores de actividad, Muestra total, 2011	191

GRÁFICO 3.1:	Evolución de la ratio deuda con coste/EBITDA, 2004-2011	197
GRÁFICO 3.2:	Distribución de la deuda con coste por grupos de endeudamiento según la ratio deuda con coste/activo, 2007 y 2011.....	199
GRÁFICO 3.3:	Distribución de la deuda según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros, 2007 y 2011.....	201
GRÁFICO 3.4:	Ratio deuda con coste/EBITDA por tamaño de empresa, 2011	203
GRÁFICO 3.5:	Ratio gastos financieros/ (EBIT + ingresos financieros) por tamaño empresarial, 2004-2011	205
GRÁFICO 3.6:	Distribución de la deuda por tamaño de empresa según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros, 2011	208
GRÁFICO 3.7:	Distribución de la deuda por sectores de actividad en empresas con ratios de endeudamiento (deuda con coste/activo) superiores al 40%, 2011	210
GRÁFICO 3.8:	Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio deuda con coste/activo, 2011	211
GRÁFICO 3.9:	Distribución de la deuda por sectores de actividad en empresas con una ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros inferior o igual a 1, 2011	213
GRÁFICO 3.10:	Distribución de la deuda en los sectores de actividad según la ratio (EBIT + ingresos financieros)/gastos financieros. Eurozona, 2011	214

Índice alfabético

- activos, 27, 72, 73g, 89, 100, 125, 125g, 127, 127g, 143g, 145g, 151g, 153g, 160, 162g, 165g, 181g, 184g, 195, 199g, 210g-211g, 223, 230, 243-245
 - financieros, 28, 29g
- Administración Pública, 21, 22g, 24g, 83, 105c
- Alemania, 24g, 28, 28g, 29, 31, 31g, 32, 32g, 42, 49g, 54g, 69g, 75, 80, 102c, 109c, 111c, 127g, 156, 156g, 165g, 191g, 195-196, 210g, 220, 230
- Amadeus, base de datos, 14, 100, 101c, 103, 108, 126, 132n, 155, 160, 174, 196, 241-244
- apalancamiento, 14, 16, 26, 87, 101, 116-117, 119, 121-123, 122g, 124g, 125, 130, 136, 138, 139g, 140, 141g, 155, 156g, 158g, 161g, 174, 176g, 180g, 225-226, 244
- área del euro. *V. eurozona*
- asset substitution*, 120. *V. t. coste de agencia*
- Austria, 23, 24g, 25c, 28g-29g, 31g-32g, 32-34, 35g-37g, 46, 49g, 54g, 57g, 58, 60g.
- autofinanciación, 12, 20, 36, 67g, 68, 116. *V. t. financiación propia. V. t. recursos propios.*
- Ayuso, J., 46n
- BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised), base de datos, 13, 15, 38, 68, 83, 132n, 174, 241-243
- Banco de España, 33, 236, 241
- BCE (Banco Central Europeo), 13, 15, 20, 33n, 36, 43, 46, 50, 52, 55, 58, 60, 63-64, 66, 117, 220, 231, 233, 242-243
- Bélgica, 23, 24g, 31g-32g, 37g, 49g, 56, 60g, 69g, 72, 79g, 84g, 96g, 101, 102c, 109c, 111c, 127g, 144, 147g, 161g, 169g, 180g, 188g, 191g, 197g, 199g, 203g, 213g-214g, 218
- Bureau van Dijk. *V. Amadeus*, base de datos
- capital, 26, 39, 44, 61, 62g, 63, 68, 70, 111c, 116, 218, 222, 232-233, 238
- capitalización, 63, 85-86, 218
- carga financiera, 42, 75, 92, 132, 154, 168, 171-172, 187, 236
- CE (Comisión Europea), 103n
- Central de Balances, 74
- Chipre, 46
- CNAE (Clasificación Nacional de Actividades Económicas) 2009, 83
- costes, 39, 41, 55, 56g-57g, 58, 64, 74, 80, 92, 118, 120, 133, 150, 207, 221, 225, 232, 234, 237, 242, 244
 - de agencia, 119. *V. t. asset substitution*
 - financieros, 38, 75, 128, 132, 132n, 148, 168-169, 172, 187, 201, 202n, 225, 238. *V. t. gastos financieros*
- credit crunch*, 12, 38
- crédito, 15, 37g, 46n, 50, 53g-54g, 55, 58, 59g, 60, 63, 90g, 221-222, 234, 244
 - bancario, 12, 19, 26, 32, 36, 45, 52, 56g, 155, 219, 237
 - comercial, 32g, 33, 33n, 36g, 50, 51g, 53g-54g, 69, 69g, 84g, 108, 174, 219
 - disponibilidad de, 13
- cuentas financieras, 13, 15, 33n, 36, 72, 130n, 241-243, 243n
- debilidad financiera, 14, 16, 19, 27, 30, 136-137, 153, 155, 168, 172, 183, 203, 224, 226, 228, 235
 - indicadores de, 148, 154, 164, 174, 224-226
 - ratio de, 154, 226, 245
- desapalancamiento, 11, 16, 19, 21, 23-24, 26-27, 30, 87, 137, 142, 144, 154, 183, 193, 217-218, 225, 231-232, 234-235, 237-238
- desendeudamiento. *V. desapalancamiento*
- deuda, 11, 14, 16-17, 21n, 128, 138, 210, 219, 230, 234, 237-238, 243-245
 - a largo plazo, 113c, 126, 245
 - carga de la, 14, 16, 19, 38, 40g, 42, 75, 78, 92, 95, 117, 137, 144, 148, 153, 168,

- 171, 187, 189g, 191g, 195, 209, 219, 222, 224, 228, 233, 237-238
- con coste, 21n, 22g, 24g, 25c, 27g, 29g-30g, 40g, 108, 125, 129, 134g, 142, 147g, 174, 197, 211g, 228, 243-245
- coste de la, 15, 41-42, 80, 95, 136, 194, 199, 202, 204, 207, 230
- coste medio real de la, 39, 41, 89, 91g, 92, 219
- distribución de la, 198-199, 199g, 201g, 208g, 210g-211g, 213g-214g
- emisión de, 34-35, 68. *V. t.* autofinanciación
- en riesgo, 16, 212-213
- externa, 31
- intereses de la, 38, 40g, 41, 119
- privada, 23
- soberana, 20, 45, 49, 63, 220
- sostenibilidad de la, 28, 42, 95, 194, 224
- total, 122, 128n, 138, 142, 174, 198, 202, 209, 217-219, 228, 230, 243
- DIRCE (Directorio Central de Empresas), 103n
- distressed countries*, 80
- EBIT (ganancia/beneficio antes de intereses e impuestos), 39, 39n, 40g, 42, 78, 79g, 82g, 92, 94g, 95, 97g, 108, 128, 144, 152, 194, 196, 200c, 201g, 202n, 205g, 206c, 208g, 213g-214g, 220, 223-224, 230, 244-245
- EBITDA (ganancia/beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización), 39n, 108, 194, 195n, 196, 197g, 199, 202, 203g, 236, 245
- empresas. *V. t.* sociedades no financieras
- endeudadas, 140, 152-153, 210
- grandes, 155, 157, 163, 168, 171, 207, 223
- medianas, 80, 103, 157, 163-165, 167. *V. t.* pymes
- microempresas, 47, 103, 103n, 106c, 155, 156g, 157, 158g, 159-160, 161g-162g, 163-165, 165g-166g, 168, 169g-170g, 171, 172, 173g, 227-228, 235
- pequeñas, 78, 83, 126, 157, 169. *V. t.* pymes vulnerables, 198-199, 201-202, 212
- Encuesta sobre Préstamos Bancarios, 13, 60, 221
- endeudamiento
- con coste, 125-127, 125g, 127g, 142, 143g, 145g, 160, 162g, 163-164, 165g, 174, 179-180, 181g, 182-183, 184g, 224, 226-229
- de las empresas, 19-20, 27, 68, 87, 99, 121, 138, 144, 194, 202, 231-232, 235-236, 238
- de las familias, 23
- grado de, 24, 89, 144, 148, 157, 224
- grupo de, 139g, 141g, 143g, 144, 145g-147g, 149g-150g, 151, 151g, 153g
- nivel de, 11, 14, 16, 19, 23, 26-27, 30, 70, 72, 86-87, 98-99, 137, 144, 148, 153-154, 193-194, 197-198, 202, 207, 209, 217, 223, 226, 231, 233, 235-236
- ratio de, 26-28, 125-127, 125g, 127g, 142, 143g, 144, 145g, 160, 162g, 165g, 179, 181g, 184g, 195, 197-198, 210, 224, 226, 228, 245
- Eslovaquia, 46
- Eslovenia, 46
- España, 14, 21g-22g, 25c, 27g, 35g, 49g, 58, 84g, 92, 101, 102c, 108, 116, 123, 131, 131g, 140, 147, 147g, 152, 153g, 205g, 210g, 219, 221, 225-226, 230-236, 241
- estados, 14, 100, 108, 241
- consolidados, 100, 101c, 242
- no consolidados, 242-243
- Estonia, 46
- estructura, 16, 26, 32, 32g, 68, 103, 107c, 233
- financiera, 12-15, 19-20, 31, 33n, 34, 36g, 83, 84g, 99, 117-120, 155, 173, 217-218, 222-223, 227-228, 232, 241
- porcentual del pasivo, 111, 111c, 117
- Euro Area Bank Lending Survey*. *V.* Encuesta sobre Préstamos Bancarios
- Eurostat, 13, 33n, 72, 130n, 241
- Eurozona, 12, 19, 22g, 27, 27g, 35g, 54g, 109c, 123, 123g, 131g, 138, 147, 147g, 157, 165g, 173g, 181g, 188g, 218, 226, 231-234
- excedente bruto de explotación, 27-28, 30, 30g-31g
- financiación
- acceso a la, 11-13, 16, 19-20, 32, 45-47, 48g-49g, 49, 55, 60, 63, 68, 116, 121, 144, 155, 194, 218, 220-221, 232-233, 237-238
- ajena, 19, 31-35, 35g-36g, 132, 150, 155, 168, 187, 219, 226
- bancaria, 16, 19, 36-38, 45, 55, 58, 66, 68, 72, 74, 89, 155, 219-220, 223, 232-234, 237-238
- condiciones de, 12, 193-194, 217
- coste de la, 14, 19, 38, 41, 52, 58, 117, 187, 219, 232-233
- coste medio de la, 38, 74, 132, 225

- disponibilidad de, 52, 53g-54g, 55, 58, 66, 221, 234
- externa, 12, 20, 47, 49-50, 51g, 58, 116, 144, 220, 233, 238. *V. t.* recursos ajenos
- fuentes de, 12-13, 20, 31-32, 35, 36g, 52, 68, 174
- grado de dependencia de la, 72, 74
- no bancaria, 68
- petición de, 50, 51g
- propia, 66, 68-69. *V. t.* autofinanciación. *V. t.* recursos propios
- total, 32-34, 35g, 219
- Finlandia, 23, 24g, 25c, 28g, 31g, 54g, 57g, 102c, 109c-111c, 134g, 141g, 169g, 173g, 188g, 198, 203, 203g, 210g-211g, 213g-214g
- FMI (Fondo Monetario Internacional), 12, 80, 108, 193-197, 195n, 202n, 203
- Francia, 24g, 25c, 28g, 35g, 42, 44g, 54g, 69g, 70, 82g, 85g, 93g, 101, 102c, 108, 109c-111c, 145g, 161g, 184g, 191g, 197, 197g, 200c, 208g, 214g, 220, 230
- gastos financieros, 38, 40g, 41-42, 75, 76g-77g, 78, 79g, 91g, 92, 93g-94g, 92, 108, 132, 133g, 135g, 137g, 148, 149g, 150g, 170g-171g, 173g, 189g-191g, 194-196, 199, 200c, 201g, 205g, 206c, 208g, 213g-214g, 220, 223, 225, 227-228, 230, 236, 239, 242-245
- Grecia, 20, 24g, 46, 50, 60g, 102c, 109c-111c, 161g, 173g, 188g, 199g, 210g, 213, 213g-214g, 221, 230, 234
- HARRIS, M., 119-120
- índice de difusión, 61, 62g, 63-64, 65g, 66, 67g
- ingresos netos, 43, 78, 80, 92, 95, 97g, 98, 195n, 199, 200c, 201, 204, 206c, 207, 213, 230, 238
- INE (Instituto Nacional de Estadística), 103n
- ingresos financieros, 21n, 39, 39n, 41-43, 78, 80, 92, 94g, 95, 97g, 134n, 194, 195n, 196, 199, 200c, 201, 201g, 202n, 204, 205g, 206c, 208g, 212, 213g-214g, 230, 236, 244-245
- Irlanda, 20, 24g, 34, 54g, 60g, 102c, 108, 109c-111c, 161g, 169g, 184g, 197g, 210g, 212g, 218, 225, 230
- Italia, 23, 24g, 32g, 54g, 69g, 78, 84g, 102c, 108, 109c-111c, 147g, 165g, 184g, 191g, 203g, 209g, 220, 223, 230, 236
- Lehman Brothers, 15, 43, 45, 63
- Luxemburgo, 23, 24g, 27, 28g-29g, 31g, 46, 102c, 108, 109c-111c, 124g, 127, 137g, 140, 142, 150g, 153g, 173g, 191g
- MACKAY, P., 118
- MAJLUF, N., 120
- Malta, 46
- margen bruto de explotación. *V.* excedente bruto de explotación
- microempresas. *V.* empresas, microempresas
- MILLER, M., 118
- MODIGLIANI, F., 118
- morosidad, 213, 232. *V. t.* endeudamiento
- tasa de, 45
- muestra
- restringida, 108, 109c, 113c-114c, 116, 124-125, 125g, 127g, 127n, 128, 129g, 131g, 132n, 133g-134g, 136n, 142, 143g, 145g-147g, 160, 162g, 165g-166g, 169g, 179, 181g, 184g-185g, 188g, 196
- total, 101, 108, 110c, 111, 111c, 116, 121, 122g, 124g, 135g, 137g, 138, 139g, 141g, 142, 149g-151g, 152, 153g, 155, 156g, 158g, 161g, 170g, 173g, 175g-176g, 180g, 189g, 191g
- MYERS, S., 120
- NACE (*Nomenclature of economic activities*) Rev. 2. 83, 100. *V. t.* CNAE 2009
- orden jerárquico. *V.* *pecking order*
- Países Bajos, 23, 24g, 25c, 32g, 54g, 60g, 102c, 108, 109c-111c, 111, 161g, 173g, 180g, 191g
- pasivos, 85-86, 108, 111, 113c, 116-117, 124, 128, 138, 155, 157, 174, 177, 218-219, 242
- financieros, 33, 33n, 37, 69, 241, 243, 243n
- pecking order*, 120
- percentil, 100-101, 122g, 124g-125g, 126, 127g, 129g, 131g, 133g-135g, 137g, 157, 158g, 161g-162g, 165g-166g, 169g-170g, 173g, 180g, 184g, 187, 188g, 224-225, 228-229
- PGC (Plan General de Contabilidad), 108
- PHILLIPS, G., 118
- PIB (producto interior bruto), 20-21, 21n, 22g, 23, 23n, 24g, 25c, 26, 26n, 28, 38, 89, 194, 218-219, 231
- Portugal, 23, 24g, 29g, 41, 54g, 68, 69g, 73g, 84g, 102c, 109c-111c, 145g, 165g, 184g, 191g, 203g, 215g, 218, 220, 223, 225, 230, 236

- préstamo, 13, 32-33, 33n, 35, 64, 65g, 70, 86, 89, 219, 222, 233
- bancario, 33, 33n, 35, 37, 43, 45, 50, 51g, 53g-54g, 60, 89
- criterios de aprobación de, 61, 63-64
- no bancario, 33n
- total, 33n
- pymes, 12, 19, 32, 36, 43, 46, 46n, 47, 48g-49g, 51g, 52, 53g-54g, 56g-57g, 59g-60g, 75, 207, 220-221, 230, 232-234
- rango intercuartílico, 100, 121-133, 127, 130, 132, 135-136, 157, 159, 177
- RAVIV, A., 119-120
- recursos
- ajenos, 17, 27, 34n, 122g, 123-124, 124g, 139g, 140, 141g, 152-153, 156g, 157, 158g, 161g, 174, 175g-176g, 180g, 232, 244
 - propios, 20, 26, 27g-28g, 31-32, 32g, 33n, 34, 34n, 35g, 68, 69g, 71g, 84g, 88g, 100, 108, 111, 116-120, 122g, 124g, 139g, 141g, 152, 155, 156g, 158g, 161g, 174, 175g-176g, 180g, 218-219, 222, 232, 237, 244. *V. t.* autofinanciación. *V. t.* financiación propia
- rentabilidad, 12, 17, 42, 120-121, 131-132, 153, 225, 238
- económica, 100, 150, 151g, 152, 153g
 - empresarial, 38, 152
- REINHART, C., 12
- restricción, 36, 52, 100, 196
- financiera, 50, 55, 233
- ROGOFF, K., 12
- sector
- de actividad, 14, 16, 20, 83, 86, 88g, 89, 90g-91g, 93g-94g, 96g-97g, 104c, 118, 121, 154, 173-174, 175g, 223, 228
 - privado, 11-12, 20, 22-23, 193
 - no financiero, 20, 22
 - público, 12, 21, 23, 193-194, 217. *V. t.* Administración Pública,
- sociedades no financieras, 19, 21n, 34n, 38, 44g, 60, 218, 232, 241-242
- Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area (SAFE)*, 46, 58
- tamaño empresarial, 14, 16, 20, 70, 72, 159, 171-173, 195, 202-203, 205g, 222. *V. t.* empresas
- tejido empresarial, 14-15, 121, 130, 136, 234-235
- tipo de interés, 11, 13, 38-39, 41, 43, 44g, 45, 55-56, 56g-57g, 58, 64, 65g, 148, 220-221, 232-234, 236, 239
- trade-off theory*, 119
- UE (Unión Europea), 14, 68, 232
- UEM (Unión Económica Monetaria), 20
- vulnerabilidad, 11-12, 19, 39, 41, 95, 119, 137, 193-194, 195n, 196, 198, 202, 224, 230, 235-236, 238
- financiera, 11, 15-16, 20, 80, 92, 95, 202, 207, 217
 - grados de, 42, 201, 218, 237, 239, 241-242
 - ratio de, 95, 245
 - tramos de, 199
- zona del euro. *V.* eurozona

Nota sobre los autores

EQUIPO INVESTIGADOR

Investigadores

Juan Fernández de Guevara Radoselovics
(Universidad de Valencia e Ivie)

Natalia Mora Sanchis
(Ivie)

Joaquín Maudos Villarroya
(Universidad de Valencia e Ivie)

Edición
Susana Sabater Millares
Julia Teschendorff Cooper
(Ivie)

Técnicos

Jimena Salamanca Gonzáles
(Ivie)

JUAN FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, doctor (Premio Extraordinario) en Economía por la Universidad de Valencia, es profesor contratado doctor en el Departamento de Análisis Económico de la Universidad de Valencia e investigador asociado del Ivie. Participa además como investigador en diversos proyectos de investigación competitivos nacionales y del 7.º Programa Marco de la Unión Europea. Con anterioridad formó parte del área técnica del Ivie (1998-2010). Ha sido consultor de la Comisión Europea, Naciones Unidas y el Banco Europeo de Inversiones. Autor de más de quince libros en colaboración y de más de veinte artículos en revistas especializadas españolas e internacionales, sus campos de especialización son la economía bancaria, el análisis de la productividad, los activos intangibles y el capital social.

JOAQUÍN MAUDOS VILLARROYA, doctor (Premio Extraordinario) en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia, es catedrático de Fundamentos del Análisis Económico,

profesor investigador del Ivie y colaborador del CUNEF. Ha sido investigador visitante del Departamento de Finanzas en la Universidad Estatal de Florida (EE. UU.), en la Escuela de Negocios de la Universidad de Bangor (Reino Unido), en el Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universidad de Glasgow y consultor de la Comisión Europea, el Banco Europeo de Inversiones y Naciones Unidas. Ha participado en más de una veintena de proyectos de investigación competitivos (en seis de ellos como investigador principal) y dirigido cerca de sesenta proyectos de investigación con empresas y Administraciones Públicas. Sus campos de especialización son la economía bancaria y la economía regional. Es miembro del consejo editorial de *Economics Research International* y de la revista *Inversión & Finanzas*. Ha publicado más de una docena de libros en colaboración y casi noventa artículos en revistas especializadas, la mayoría de ámbito internacional.

NATALIA MORA SANCHIS es licenciada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Valencia (2005) con Premio Extraordinario. Desde 2006 pertenece al Ivie habiendo colaborado en diversos proyectos y en temas administrativos y de gestión. Sus campos de especialización son el análisis económico-financiero y la gestión de proyectos europeos (7.º Programa Marco y Horizonte 2020).

JIMENA SALAMANCA GONZÁLES es licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Católica Boliviana y ha realizado los cursos de doctorado en la Universidad de Valencia obteniendo la suficiencia investigadora en 2005 en el área de integración económica. Desde el 2006 ejerce como técnica de investigación en el Ivie. Sus áreas de especialización son la economía de la salud, la inmigración y la integración financiera.

