

EL ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS.
EVOLUCIÓN TEMPORAL Y COMPARACIÓN CON EL ÁREA DEL EURO

El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro

Este artículo ha sido elaborado por Arturo Fraile Izquierdo y Carmen Martínez Carrascal, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Entre mediados de los años noventa y 2007, el recurso de las empresas no financieras españolas a la financiación externa avanzó a ritmos muy elevados, superiores a los del PIB y a los de las rentas generadas por el sector. Como resultado, las ratios agregadas de deuda sobre el excedente bruto de explotación o el PIB, que partían de un nivel inferior al de la media de la UEM, se elevaron hasta llegar a rebasar el promedio del área del euro, situándose por encima de las de la mayoría de los países que forman parte de esta, con la excepción de Portugal y Bélgica (véase gráfico 1). Durante los dos últimos ejercicios, el dinamismo de los pasivos empresariales se ha moderado significativamente, hasta registrar tasas de variación negativas desde finales de 2009. No obstante, el escaso crecimiento del PIB y de los beneficios empresariales ha impedido que se produzca un descenso de las ratios de endeudamiento, que han permanecido en niveles altos.

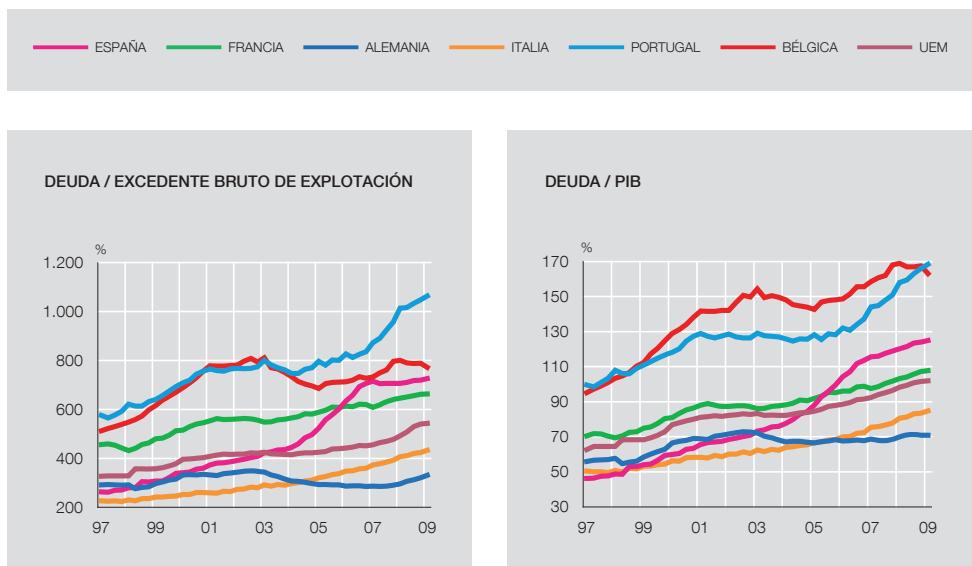
De cara a extraer implicaciones para la estabilidad macroeconómica y financiera de este cambio en la posición patrimonial de las compañías, es importante complementar los indicadores para el conjunto de las sociedades no financieras con un análisis más desagregado. En particular, es relevante realizar un estudio a nivel sectorial que permita detectar si el endeudamiento agregado comparativamente elevado es consecuencia de una mayor apelación a los recursos ajenos generalizada y homogénea en las distintas ramas de actividad, o si, por el contrario, resulta de un ascenso más acusado en algunas de ellas o de un determinado patrón de especialización productiva centrado en aquellas más propensas a contraer deudas. Del mismo modo, de cara a valorar el nivel de apalancamiento alcanzado, resulta útil compararlo, para cada sector, con los valores de otros países de nuestro entorno.

En este artículo se analizan las ratios de endeudamiento sectoriales de las sociedades no financieras españolas, tanto desde una perspectiva temporal como en comparación con otros países de la UEM. Para ello, se utiliza la base de datos BACH, que contiene información armonizada sobre el balance y la cuenta de resultados empresariales, agregada a nivel sectorial, de una muestra de compañías para los principales miembros del área del euro. En primer lugar, se examina su evolución en nuestro país durante la década actual, recogiendo, así, el período de máxima expansión de la deuda empresarial. Posteriormente, se lleva a cabo un análisis comparado con la zona del euro para 2007 (lo que permite aproximar la situación patrimonial en la que se encontraban las empresas españolas, en relación con la de otras economías de la UEM, justo antes de la crisis económica), y para 2008 (último año disponible en la base de datos utilizada). Se recoge, por tanto, el impacto que la fase inicial de la crisis económica reciente tuvo sobre las ratios de endeudamiento.

Evolución temporal de la ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras españolas entre 2000 y 2007

Una ventaja de los datos contables es que permiten analizar indicadores que no están disponibles en las cuentas nacionales, como, por ejemplo, la ratio de deuda sobre activos. No obstante, la base de datos BACH no contiene información sobre qué parte de los pasivos son deudas con coste y qué parte son comerciales, por lo que el concepto de pasivos incluye ambas categorías. Otra desventaja es que BACH solamente recoge una muestra de compañías y no su totalidad, aunque con una cobertura razonable, por lo que los resultados hay que valorarlos con cautela¹.

1. Así, mientras que en Bélgica y Francia hay una cobertura completa de las distintas ramas sectoriales consideradas, en otros casos esta es solo parcial. En España, la cobertura se sitúa, en comparación con el conjunto de países considerados, en una posición intermedia. La menor cobertura se observa en Alemania y Portugal para la rama de hoteles y



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

En este artículo se analizan tres indicadores: i) la ratio de deuda sobre resultado económico bruto (REB), que mide la capacidad para hacer frente al pago de los pasivos con los beneficios generados; ii), los gastos financieros sobre el REB, que, además de recoger la carga asociada a la deuda contraída, ayuda a identificar casos en los que un endeudamiento más elevado está asociado a un mayor volumen de deuda comercial y no de pasivos con coste, y iii) la ratio de deuda sobre activos, medida habitual de apalancamiento que recoge la proporción de activos financiada mediante recursos ajenos.

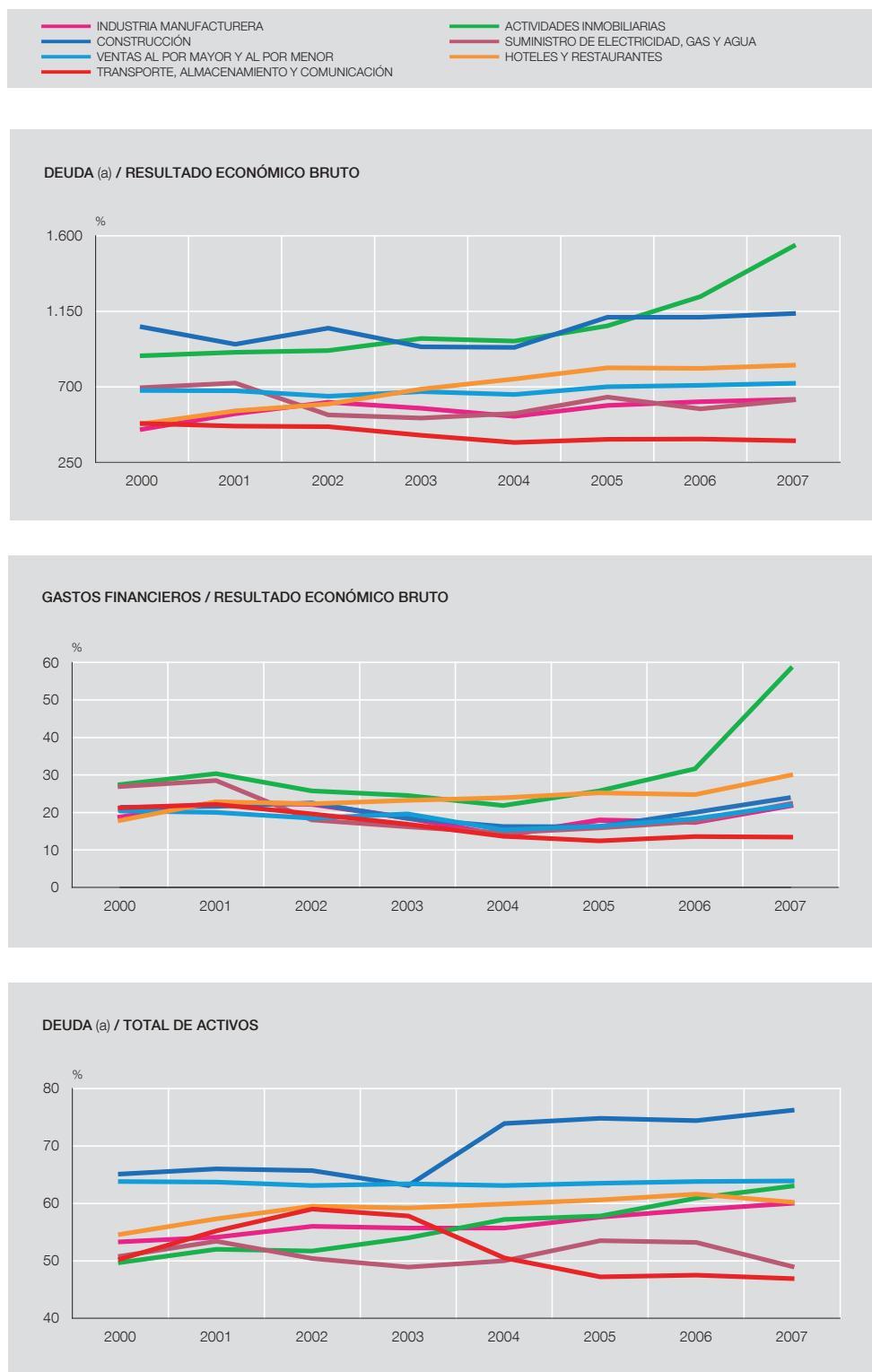
En cuanto al desglose sectorial, se consideran siete ramas: actividades inmobiliarias, construcción, comercio, hoteles y restaurantes, manufacturas, energía (compuesta por electricidad, gas y suministro de agua) y, por último, transporte, almacenamiento y comunicaciones².

Como puede observarse en el gráfico 2, el aumento de la ratio de deuda sobre REB que presentó el conjunto del sector de sociedades no financieras entre principios de la década y 2007 resultó de un ascenso bastante generalizado por ramas de actividad. Los únicos sectores que no incrementaron su endeudamiento fueron el de transporte, almacenamiento y comunicación —que presentaba, en la mayoría de años, la ratio más reducida— y el de energía. No obstante, existe una elevada dispersión en la magnitud del ascenso. Las empresas inmobiliarias fueron las que mostraron el aumento más acusado, especialmente en los últimos años del período analizado, de modo que su ratio en 2007 era en torno a 650 puntos porcentuales (pp) superior a la de 2000. El incremento fue también bastante notable en la rama de hoteles y restaurantes (350 pp). En contraposición, la elevación más moderada se observó en el comercio (43 pp), seguido de la construcción, cuya ratio no registró un ascenso pronunciado (80 pp) dado que el marcado incremento de sus pasivos se vio parcialmente compensado por el gran dinamismo de sus rentas durante esta etapa.

2. Las actividades cubiertas en el análisis representaban, en promedio, en el período considerado, un 71% del valor añadido del total de sociedades no financieras. Para el área del euro, esta cifra ascendía en 2007 al 66%. Los sectores que no se han cubierto o bien no estaban disponibles para todos los países considerados o bien tienen un peso marginal sobre el total del sector empresarial.

ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. 2000-2007

GRÁFICO 2



FUENTE: BACH.

a. La deuda incluye el crédito comercial.

A pesar del ascenso registrado en las ratios de endeudamiento, la caída de los costes de financiación permitió que entre 2000 y 2004 disminuyese la proporción de las rentas brutas empresariales destinada a los pagos por intereses asociados a los pasivos contraídos. A partir de este año, en un contexto de endurecimiento en el tono de la política monetaria, esta ratio pasó a presentar una tendencia creciente, especialmente acusada en los servicios inmobiliarios, como resultado de su nivel de endeudamiento comparativamente elevado. En este sector, la fracción del REB que absorbían los gastos financieros se incrementó 31 pp entre 2000 y 2007, concentrándose el avance en los últimos años de este período. En la construcción, el aumento fue mucho más moderado (2,6 pp —7,8 pp desde 2004—), similar al de la mayoría de las ramas de actividad, ya que, aunque su nivel de endeudamiento era de los más altos, una proporción comparativamente elevada de sus pasivos correspondía a deudas comerciales. Los únicos sectores en los que este indicador no aumentó en el período analizado fueron los de energía y transporte, almacenamiento y comunicación, en línea con la disminución de sus ratios de endeudamiento en estos años y, antes de 2005, por el descenso de los costes de financiación.

Cuando el endeudamiento se mide en relación con los activos, el ascenso fue también bastante generalizado, pero menos acusado. El incremento más significativo se registró en las empresas inmobiliarias y constructoras. Para las primeras, la ratio de apalancamiento aumentó 13 pp entre 2000 y 2007, pasando de valores reducidos en comparación con otras ramas de actividad a principios de la década a valores que se sitúan entre los más elevados. Para la construcción, que presentó los mayores niveles de este indicador a lo largo del período analizado, el incremento fue también notable, aunque algo menor (11 pp). En el resto de las ramas de servicios consideradas, la elevación fue mucho más moderada (prácticamente nula en el comercio), mientras que en el transporte, almacenamiento y comunicación y la energía este indicador disminuyó, en línea con lo observado para la ratio construida en relación con las rentas, de modo que estos dos últimos sectores se mantenían en 2007 como los menos endeudados.

**Comparación con la UEM
de las ratios de
endeudamiento
de las empresas
españolas antes
de la crisis**

El cuadro 1 muestra, para cada país y sector, los valores de las tres ratios analizadas en 2007, y en el gráfico 3 se comparan los niveles de España de estos indicadores con el promedio del área del euro³. Como puede observarse, el endeudamiento en relación con las rentas generadas presentaba una importante dispersión sectorial en la mayoría de los países, destacando los valores comparativamente elevados de las compañías inmobiliarias y constructoras. Las primeras mostraban en 2007 el endeudamiento más elevado en todas las economías, excepto en Alemania e Italia, donde eran las segundas las que presentaban un mayor apalancamiento. En contraposición, las de suministro de electricidad, gas y agua tenían, en promedio, los menores niveles de este indicador. La comparación entre países muestra que las diferencias más significativas entre España y el resto del área del euro se observaban para las sociedades inmobiliarias, mientras que para los otros sectores las discrepancias eran menores. Así, en nuestro país, las primeras presentaban, tras las portuguesas, las ratios más altas (casi un 50% más alta que la de la media ponderada en función del PIB). Este mismo indicador se situaba, para las constructoras españolas, en línea con el valor observado, en media, en el resto de naciones (y por debajo del promedio ponderado). Por su parte, las sociedades españolas de transporte, almacenamiento y comunicación presentaban una capacidad de reembolso de sus pasivos superior a la de sus homólogas en la UEM.

3. La base de datos BACH incluye datos de Holanda y Austria. No obstante, estos dos países no se han incluido en el análisis, en el primer caso debido a la falta de información sobre los gastos financieros y, en el segundo, debido a que la clasificación sectorial disponible para 2007 es distinta a la del resto de países.

	PAÍSES (a)						Media ponderada (b)	Ratio promedio (c)
	España	Francia	Alemania	Italia	Portugal	Bélgica		
DEUDA / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO								
Industria manufacturera	624,1	503,5	536,6	626,3	554,2	745,0	559,9	593,1
Actividades inmobiliarias	1.538,7	979,5	1.097,1	816,1	2.331,5	1.369,4	1.039,9	1.318,7
Construcción	1.136,7	703,2	2.250,0	1.163,7	1.299,1	546,4	1.412,0	1.192,5
Suministro de electricidad, gas y agua	622,3	530,4	356,0	502,5	530,7	1.183,8	491,5	620,7
Ventas al por mayor y al por menor	720,7	637,1	643,9	1.035,3	864,4	721,4	746,6	780,4
Hoteles y restaurantes	829,2	538,8	269,1	826,5	1.121,3	914,7	540,5	734,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	377,7	559,5	561,5	747,8	748,2	559,1	610,8	635,2
Promedio (d)	835,6	636,0	816,3	816,9	1.064,2	862,8	771,6	839,2
Media ponderada en función del VAB (e)	868,7	689,3	773,4	813,9	1.027,7	823,9	767,4	825,6
GASTOS FINANCIEROS / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO								
Industria manufacturera	21,8	15,5	20,5	18,6	24,5	36,0	19,5	23,0
Actividades inmobiliarias	58,4	30,3	40,8	25,2	76,6	55,6	35,5	45,7
Construcción	24,0	13,7	26,7	33,3	49,0	17,4	24,5	28,0
Suministro de electricidad, gas y agua	22,4	21,1	9,5	13,3	23,0	35,8	15,6	20,6
Ventas al por mayor y al por menor	22,0	15,2	17,9	27,5	34,6	35,6	20,8	26,1
Hoteles y restaurantes	30,0	17,1	10,5	28,1	35,9	38,5	18,9	26,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	13,4	23,7	30,2	23,2	30,7	24,5	26,3	26,5
Promedio (d)	27,4	19,5	22,3	24,2	39,2	34,8	23,0	28,0
Media ponderada en función del VAB (e)	27,7	20,4	24,8	24,0	38,5	36,0	24,2	28,7
DEUDA / TOTAL ACTIVOS								
Industria manufacturera	60,0	56,9	42,9	60,9	57,0	49,7	52,2	53,5
Actividades inmobiliarias	63,0	62,5	65,2	62,2	71,5	55,1	63,3	63,3
Construcción	76,2	68,7	67,3	73,5	72,3	51,7	68,5	66,7
Suministro de electricidad, gas y agua	49,0	41,3	37,8	51,6	49,0	55,9	43,4	47,1
Ventas al por mayor y al por menor	63,9	65,5	60,4	73,7	66,1	59,6	65,2	65,1
Hoteles y restaurantes	60,2	67,5	45,3	64,8	63,7	67,9	58,3	61,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	46,9	66,2	39,1	56,8	64,1	50,1	52,7	55,3
Promedio (d)	59,9	61,2	51,1	63,4	63,4	55,7	57,7	59,0
Media ponderada en función del VAB (e)	62,4	62,5	51,6	64,1	63,9	53,9	58,3	59,2

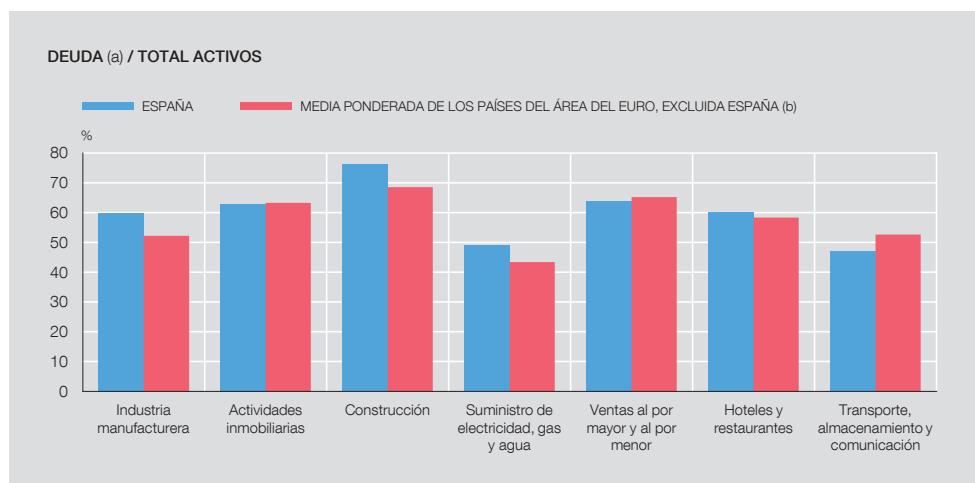
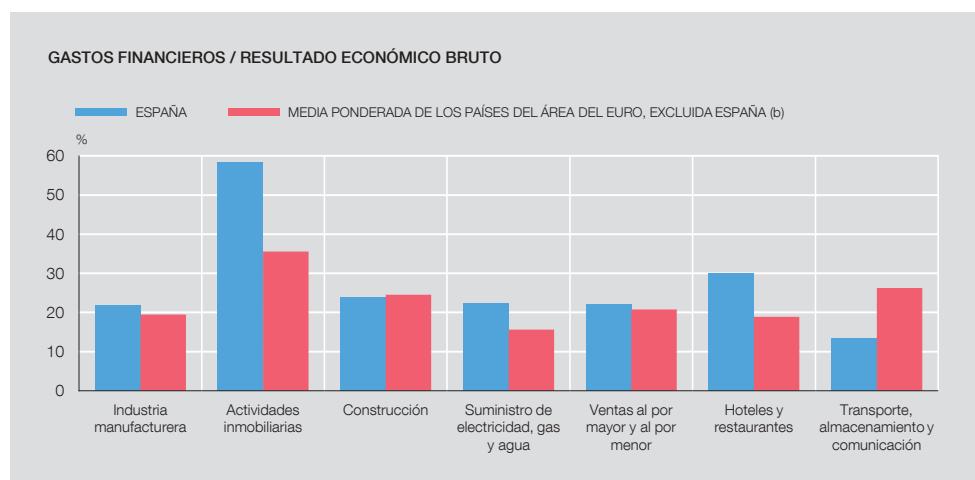
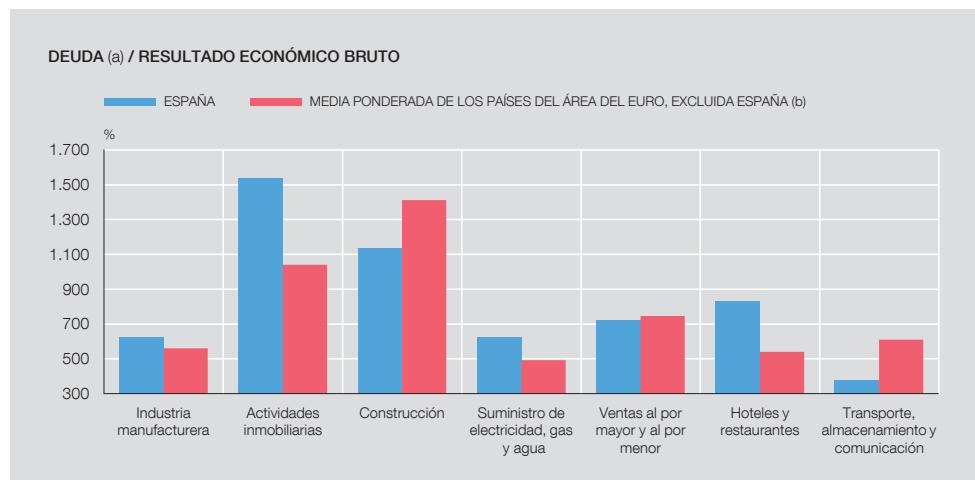
FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

- a. Datos sin consolidar.
- b. En función del PIB de cada país, excluida España.
- c. Excluida España.
- d. Para cada uno de los países, media simple de las ratios sectoriales.
- e. Para cada uno de los países, media ponderada en función del VAB de cada uno de los sectores.

En línea con el mayor endeudamiento en relación con las rentas, las empresas inmobiliarias presentaban las mayores ratios de carga financiera en todos los países excepto en Italia. Las constructoras mostraban, en cambio, unos registros más moderados, a pesar de sus niveles de apalancamiento relativamente elevados, algo que posiblemente está asociado a la proporción comparativamente alta que supone la deuda comercial en los pasivos de las sociedades que operan en esta rama de actividad. La comparación por países pone de manifiesto que, en el sector inmobiliario, las empresas españolas eran las que presentaban, tras las portuguesas, un indicador más elevado. Concretamente, nuestras compañías dedicaban casi un 60% de sus rentas brutas a los intereses asociados a la devolución de sus deudas, 13 pp por encima de lo observado, en promedio, en el resto de países y más de 20 pp por encima de la media ponderada en función del PIB (véase gráfico 3). Por el contrario, en el resto de las ramas, las sociedades españolas mostraban, en general, unas ratios más parecidas a las de las otras naciones consideradas.

Cuando el endeudamiento se mide como el porcentaje de recursos ajenos en relación con el volumen de activos, la construcción es, en la mayoría de los países, la actividad en la que esta

ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRÁFICO 3
DETALLE SECTORIAL. AÑO 2007



FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

a. La deuda incluye el crédito comercial.

b. Media ponderada por PIB de las ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

proporción era más elevada en 2007, mientras que el sector de suministro de electricidad, gas y agua se encontraba en el extremo opuesto. España destacaba por presentar una ratio comparativamente alta tanto en la construcción como en la industria manufacturera (y, en menor medida, en la energía). En el resto de las ramas, las empresas españolas tendían a mostrar un recurso a la financiación ajena similar al del promedio de la UEM, excepto en el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, en el que nuestras sociedades estaban menos apalancadas que en la mayoría de las economías del área del euro analizadas (véase gráfico 3).

De cara a extraer implicaciones sobre el nivel de endeudamiento comparativamente elevado que se deriva de los indicadores agregados para las empresas españolas en comparación con las del área del euro, tiene interés analizar hasta qué punto este resultado obedece al peso más alto en nuestro país, en términos de actividad, de las ramas con mayor propensión al endeudamiento (construcción y servicios inmobiliarios). Las cuatro primeras barras del gráfico 4 permiten realizar este análisis. Concretamente, las dos primeras muestran, para cada una de las ratios analizadas, los valores promedio sectoriales para España y para un agregado del resto de economías, teniendo en cuenta el peso en términos de VAB de cada sector en cada país. Las dos barras siguientes presentan los mismos indicadores calculados aplicando la misma ponderación a los sectores en todas las naciones (basada en el peso en términos de VAB de la UEM). Este ejercicio muestra que el nivel de endeudamiento comparativamente elevado que se observa en España tiende a acercarse al del área del euro al imponer la misma composición sectorial cuando se mide en función de los resultados o de los activos, si bien sigue siendo superior. En el indicador de carga financiera, en cambio, las diferencias se amplían un poco. Sin embargo, la exclusión de las empresas inmobiliarias prácticamente llevaría a igualar los niveles de las ratios de deuda sobre resultados y de carga financiera (véanse las últimas dos barras de los tres paneles del gráfico 4)⁴. Por el contrario, cuando el apalancamiento se calcula con respecto al total de activos, no se corrige adicionalmente la divergencia que persistía al imponer la misma composición sectorial, si bien en este caso las discrepancias son menores.

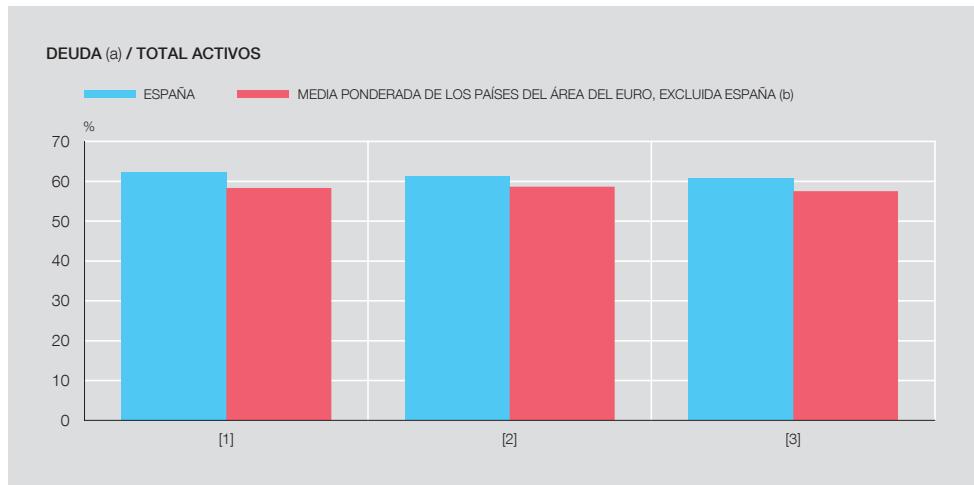
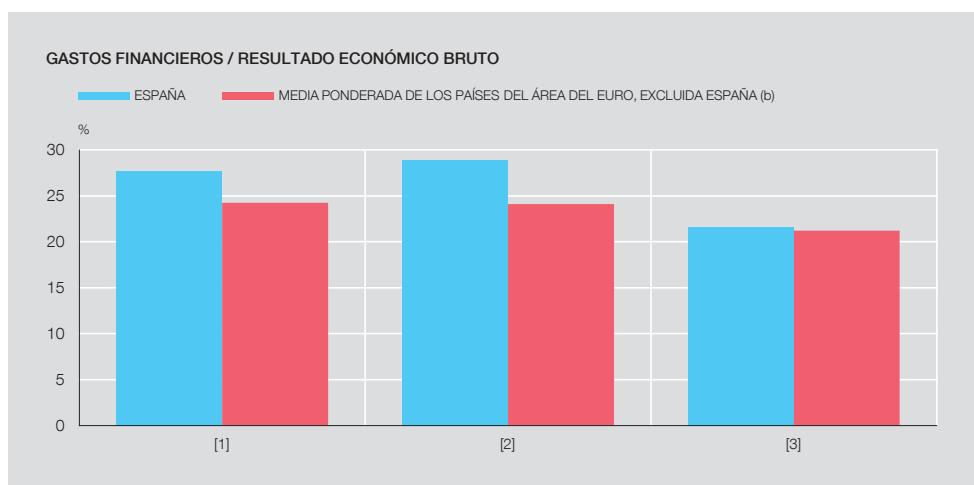
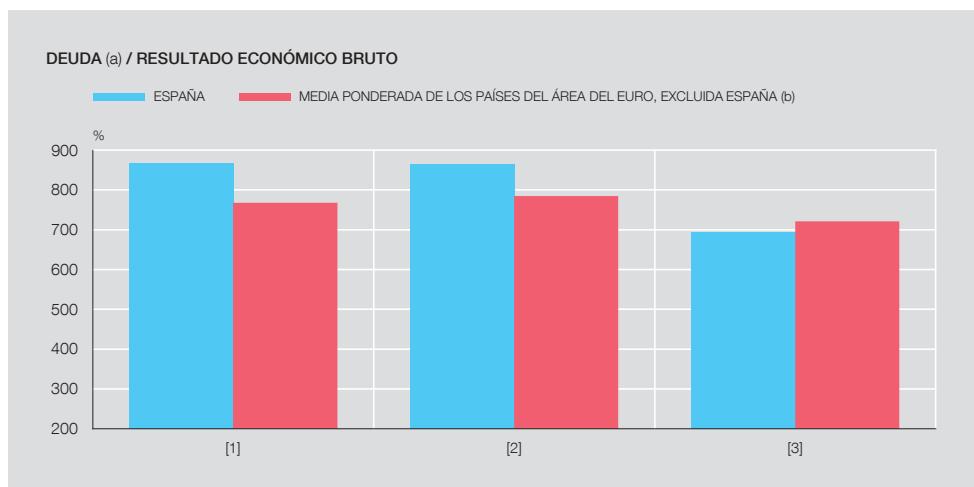
Comparación con la UEM de las ratios de endeudamiento de las empresas españolas tras la primera fase de la crisis reciente (año 2008)

Los datos de 2008 de BACH incorporan un cambio en las agrupaciones sectoriales para las que se presenta la información. Para el análisis aquí mostrado, la principal implicación de esta modificación es la inclusión en el sector de la construcción de una parte importante de sociedades clasificadas previamente en la rama de servicios inmobiliarios. Por este motivo, se han agrupado ambas actividades, dada la imposibilidad de mantener las definiciones sectoriales utilizadas en las secciones anteriores⁵.

Tal y como puede observarse en el cuadro 2, en 2008 se registró un aumento generalizado en las ratios de deuda sobre resultados de las sociedades, tanto en España como en el resto de economías del área del euro. Esta evolución vino determinada, en algunos casos, por ascensos de los pasivos de las sociedades (por ejemplo, en la rama de energía, y, de forma algo menos generalizada, en la de construcción y servicios inmobiliarios), pero, en mayor medida, por una evolución desfavorable de los resultados (véase cuadro 3). Las ramas de actividad que registraron una contracción más marcada de sus resultados fueron, en general, las manufacturas y los hoteles y restaurantes, y, en el caso español, también las ligadas al sector inmobiliario. En nuestro país, para el que se dispone de información desglosada de la cons-

4. Para la ratio de deuda sobre REB, España pasaría, de hecho, a presentar un nivel algo menor al del conjunto del resto de naciones. 5. El resto de las ramas de actividad se ven afectadas también por cambios en las agrupaciones sectoriales, pero con menor intensidad. En cualquier caso, para el análisis aquí presentado se ha aplicado sobre el nivel del indicador para 2007 su tasa de variación entre 2007 y 2008, utilizando para la construcción de esta última las nuevas agrupaciones sectoriales disponibles. De este modo, se evitan posibles saltos de nivel asociados a un posible cambio de composición sectorial.

ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRÁFICO 4
INDICADOR AGREGADO. AÑO 2007



FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

a. La partida deuda incluye la deuda comercial.
b. Media ponderada en función del PIB de la ratio de endeudamiento de Bélgica, Francia, Alemania, Italia y Portugal.

[1]: Ratio agregada, ponderando en cada país los valores sectoriales por el valor añadido bruto (VAB) de esa rama de actividad.

[2]: Ratio agregada ponderando igual cada sector en todos los países (de acuerdo con el peso en el VAB de la UEM).

[3]: Ratio agregada ponderando igual cada sector en todos los países (de acuerdo con el peso en el VAB de la UEM), excluyendo actividades inmobiliarias.

	PAÍSES (a)						Media ponderada (b)	Ratio promedio (c)
	España	Francia	Alemania	Italia	Portugal	Bélgica		
DEUDA / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO								
Industria manufacturera	890,5	608,5	653,1	724,2	641,6	903,5	669,8	706,2
Actividades inmobiliarias y construcción	1.869,8	879,2	1.127,3	1.265,1	1.962,4	1.064,4	1.104,2	1.259,7
Suministro de electricidad, gas y agua	768,8	616,1	632,8	497,5	523,6	1.203,9	622,7	694,8
Ventas al por mayor y al por menor	805,5	643,1	598,3	1.134,4	875,9	767,6	756,5	803,9
Hoteles y restaurantes	1.157,4	574,2	222,3	1.037,5	1.519,3	821,8	588,1	835,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	401,7	609,2	555,5	760,2	754,5	581,4	627,2	652,2
<i>Promedio (d)</i>	982,3	655,1	631,6	903,1	1.046,2	890,4	728,1	825,3
<i>Media ponderada en función del VAB (e)</i>	1.178,7	720,9	752,3	982,2	1.119,6	876,4	814,1	890,3
GASTOS FINANCIEROS / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO								
Industria manufacturera	37,9	23,9	25,3	25,6	31,5	55,4	26,7	32,4
Actividades inmobiliarias y construcción	68,5	24,0	37,5	39,0	80,7	43,2	35,2	44,9
Suministro de electricidad, gas y agua	29,7	30,9	16,8	15,7	36,8	54,2	23,2	30,9
Ventas al por mayor y al por menor	26,8	18,1	17,9	36,6	51,6	43,9	24,7	33,6
Hoteles y restaurantes	48,4	19,7	10,9	41,0	53,0	40,9	23,5	33,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	16,2	26,8	32,1	25,7	34,5	31,6	29,0	30,1
<i>Promedio (d)</i>	37,9	23,9	23,4	30,6	48,0	44,9	27,0	34,2
<i>Media ponderada en función del VAB (e)</i>	44,9	23,2	27,3	32,4	51,4	45,4	28,9	35,9
DEUDA / TOTAL ACTIVOS								
Industria manufacturera	58,9	58,1	42,6	58,8	57,9	50,7	51,9	53,6
Actividades inmobiliarias y construcción	69,2	64,4	65,2	72,4	72,9	53,1	66,3	65,6
Suministro de electricidad, gas y agua	52,8	45,3	40,0	53,6	49,2	55,1	45,9	48,7
Ventas al por mayor y al por menor	63,4	64,7	58,8	70,9	67,1	58,7	63,7	64,0
Hoteles y restaurantes	64,1	67,1	42,3	57,9	64,3	60,3	55,0	58,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	48,7	67,7	39,7	57,4	65,0	51,6	53,6	56,3
<i>Promedio (d)</i>	59,5	61,2	48,1	61,8	62,7	54,9	56,1	57,8
<i>Media ponderada en función del VAB (e)</i>	62,4	63,0	51,3	64,8	64,9	53,8	58,5	59,5

FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

a. Datos sin consolidar.

b. En función del PIB de cada país, excluida España.

c. Excluida España.

d. Para cada uno de los países, media simple de las ratios sectoriales.

e. Para cada uno de los países, media ponderada en función del VAB de cada uno de los sectores.

trucción y los servicios inmobiliarios, los pasivos en relación con las rentas brutas aumentaron en ambas ramas, pero de forma mucho más acusada en la segunda.

Tal como se observa en el cuadro 3, la contracción de las rentas empresariales en 2008 fue especialmente acusada en España, lo que se ha traducido en un mayor incremento de las ratios de endeudamiento en relación con el REB en nuestro país, sobre todo en el caso de las sociedades ligadas al sector inmobiliario y, en menor medida, los hoteles y restaurantes y las empresas manufactureras. Como consecuencia de ello, nuestras sociedades no financieras pasaron a tener, en la mayoría de las ramas, unas ratios superiores a las del resto del área del euro, con la única excepción del sector de transporte, almacenamiento y comunicación (véase gráfico 5).

El indicador de carga financiera mostró también un incremento generalizado por países y sectores, que fue incluso más acusado que en el caso de la ratio de deuda sobre REB. Ello refleja el ascenso en el coste medio de los fondos.

En el caso del indicador de deuda sobre activo, las diferencias entre los valores que presentan las sociedades españolas y las del resto de la UEM son menos acusadas que en la ratio cons-

		PAÍSES				
		España	Francia	Alemania	Italia	Portugal
SECTORES						
INDUSTRIA MANUFACTURERA						
Deuda	0,1	4,6	2,5	1,3	7,8	7,7
Resultado Económico Bruto	-29,9	-13,5	-15,8	-12,4	-6,9	-11,2
Gastos financieros	21,8	33,9	3,7	20,5	19,7	36,5
Total activos	2,0	2,4	3,1	4,9	6,1	5,6
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN						
Deuda	-1,7	4,6	1,4	10,4	10,2	14,4
Resultado Económico Bruto	-28,9	1,6	7,2	-0,3	-5,5	4,9
Gastos financieros	14,7	7,1	1,6	18,4	28,7	21,3
Total activos	-4,0	5,1	1,9	11,1	8,7	16,7
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA						
Deuda	26,4	18,8	15,1	5,2	9,7	12,8
Resultado Económico Bruto	2,3	2,3	-35,3	6,3	11,2	11,0
Gastos financieros	35,8	49,5	13,9	24,8	78,0	67,9
Total activos	17,3	8,3	8,8	1,3	9,2	14,4
VENTAS AL POR MAYOR Y AL POR MENOR						
Deuda	-1,0	1,3	-0,4	0,6	3,2	3,6
Resultado Económico Bruto	-11,4	0,3	7,2	-8,1	1,9	-2,6
Gastos financieros	8,1	19,6	7,2	22,1	51,8	20,2
Total activos	-0,2	2,5	2,3	4,6	1,7	5,2
HOTELES Y RESTAURANTES						
Deuda	17,4	1,9	-12,6	16,7	10,6	-7,2
Resultado Económico Bruto	-15,9	-4,3	5,8	-7,1	-18,4	3,3
Gastos financieros	35,6	10,2	10,0	35,7	20,5	9,7
Total activos	10,3	2,6	-6,4	30,5	9,5	4,4
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIÓN						
Deuda	6,7	6,7	4,9	3,4	6,3	9,0
Resultado Económico Bruto	0,3	-2,0	6,0	1,7	5,4	4,8
Gastos financieros	20,6	10,9	12,8	12,2	18,2	35,3
Total activos	2,7	4,3	3,2	2,3	4,8	5,8

FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

truida con respecto a las rentas, si bien también de acuerdo con esta medida el apalancamiento de las empresas de nuestro país superaba al del conjunto del resto del área del euro, con las únicas excepciones de los sectores de transporte, almacenamiento y comunicación y el comercio.

Cuando se realiza el mismo ejercicio que en la sección anterior para extraer conclusiones sobre los factores que explican el mayor nivel de endeudamiento agregado de las sociedades españolas, se observa que, al igual que para 2007, al asignar el mismo peso a los sectores en todas las economías, las diferencias entre la ratio española de deuda sobre REB y la del promedio de la UEM se reducen en cierta medida, aunque menos que en 2007 (véase gráfico 6). Al excluir las empresas inmobiliarias y constructoras de la muestra, se corrige una parte importante de la divergencia, pero no su totalidad.

En el caso de la ratio de carga financiera, establecer la misma composición sectorial en todos los países apenas permite converger a los niveles del área del euro. En concreto, la discrepancia existente (16 pp) se reduce 1,6 pp. Si, adicionalmente, se excluyen las sociedades constructoras e inmobiliarias de la muestra, la ratio española se reduce en mayor medida que la del



FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

a. La deuda incluye el crédito comercial.

b. Media ponderada por PIB de las ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

conjunto de la UEM, de forma que se acercan. Persiste, no obstante, una diferencia de 5,6 pp entre ambas, que ya se observaba en 2007.

Por último, para la ratio de deuda sobre activos, la diferencia en la composición sectorial explica un 20% de la divergencia entre la ratio española y la del área del euro. A diferencia de lo que ocurre con los otros dos indicadores, en este caso excluir los sectores de la construc-

ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRÁFICO 6
INDICADOR AGREGADO. AÑO 2008



FUENTES: Eurostat, BACH y Banco de España.

- a. La deuda incluye el crédito comercial.
b. Media ponderada por PIB de las ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

[1]: Ratio agregada, ponderando en cada país los valores sectoriales por el valor añadido bruto (VAB) de esa rama de actividad.

[2]: Ratio agregada ponderada igual cada sector en todos los países (de acuerdo con el peso en el VAB de la UEM).

[3]: Ratio agregada ponderada igual cada sector en todos los países (de acuerdo con el peso en el VAB de la UEM), excluyendo actividades inmobiliarias y construcción.

ción y los servicios inmobiliarios no ayuda a converger al apalancamiento que presenta el resto de países del área, tal y como sucedía también en 2007.

Conclusiones

La evidencia presentada en este artículo, basada en los estados contables de una muestra amplia de compañías, apunta a que el aumento observado en las ratios de endeudamiento para el conjunto del sector de sociedades no financieras españolas entre 2000 y 2007 resultó de un incremento bastante generalizado en las distintas ramas de actividad. No obstante, la magnitud del ascenso fue especialmente acusada en los servicios inmobiliarios.

La comparación con el área del euro apunta a que una parte del mayor endeudamiento de las empresas españolas que recogían los indicadores agregados antes de la crisis económica reciente respondía a la situación de las compañías inmobiliarias, cuya deuda en relación con sus resultados era mucho más elevada que la de sus homólogas europeas. El hecho de que en España las ramas con mayor propensión al endeudamiento tuvieran un peso más elevado en términos de actividad (en particular, el sector de la construcción) también ayuda a explicar, en algunos de los indicadores analizados, una parte de las diferencias con la media de la UEM, aunque este efecto es de una magnitud comparativamente menor, excepto para la ratio de deuda sobre activos. En los otros sectores las diferencias entre nuestras compañías y las del resto de países eran, en general, menores, aunque reflejaban también un mayor endeudamiento de las primeras, excepto en la ratio de deudas sobre activo, en cuyo caso las discrepancias tienden a ser menos marcadas, incluso en la rama inmobiliaria.

La evolución más desfavorable de las rentas de las sociedades no financieras españolas durante la crisis económica contribuyó a que se ampliaran las diferencias existentes entre sus ratios de deuda sobre REB y de carga financiera y las de las empresas europeas, especialmente para las sociedades inmobiliarias. En el caso de la ratio de deuda sobre activos, las divergencias eran también algo mayores que en 2007, pero menos acusadas.

En definitiva, esta evidencia pone de manifiesto la necesidad de que nuestro sector empresarial acometa un proceso de ajuste en sus balances con el fin de reducir el grado de endeudamiento. Una necesidad que se refuerza, además, en un contexto en el que la reevaluación generalizada de los riesgos a la que ha dado lugar la crisis debe conllevar también, en buena lógica, una revisión a la baja de las ratios de deuda deseadas. Pero los resultados de este artículo también apuntan a que los esfuerzos en este sentido no son los mismos en todas las ramas, siendo superiores los que se requieren en el sector inmobiliario, cuyo peso relativo en nuestra economía en términos de activos y pasivos llegó a alcanzar un tamaño excesivo durante la etapa expansiva. En el resto de actividades, que son más relevantes para la inversión productiva, los ajustes necesarios parecen ser menores.

14.5.2010.