

Este recuadro formará parte del Artículo Analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2018», que se publicará el jueves 20 de septiembre.

El elevado endeudamiento que las sociedades no financieras acumularon durante la etapa expansiva anterior al comienzo de la última crisis hizo que los gastos por intereses que debían pagarse crecieran también considerablemente, llegando a representar en 2008 un 11 % respecto al valor añadido bruto (VAB) generado por este sector, más del doble de lo que suponían solo cinco años antes (4,9%). Con el inicio del período recesivo, un número creciente de empresas empezaron a evidenciar problemas para hacer frente, con los ingresos generados por su actividad ordinaria, a sus obligaciones financieras, con lo que muchas sociedades se vieron obligadas a acometer procesos de desendeudamiento que permitieran sanear sus balances y aliviar la excesiva carga financiera soportada. En este contexto, el descenso que comenzaron a experimentar los tipos de interés a partir de 2009 supuso un importante alivio de la presión financiera del sector empresarial. La información de la Central de Balances confirma este desarrollo, mostrando cómo, para el conjunto de la Central de Balances Integrada (CBI), la ratio que aproxima el coste medio de la deuda financiera se redujo entre 2008 y 2016 (último año disponible en esta base de datos) más de un 54 %, de modo que su valor mediano pasó de un 5,9 % al inicio del período mencionado a un 2,7 % en 2016. La información desagregada evidencia, no obstante, una importante heterogeneidad en la evolución de dicho coste en el período analizado. Así, si bien la inmensa mayoría (en torno al 80 %; véase gráfico 1) experimentó descensos en este indicador, la magnitud de la caída fue muy desigual, siendo el descenso de hasta 2 puntos porcentuales (pp) el más habitual (observado para un 23 % de las compañías), seguido por la caída que osciló entre 2 pp y 4 pp (21 %) y entre 4 pp y 6 pp (17 %). El ahorro generado por la reducción acumulada de estos costes tuvo un efecto beneficioso, para la mayoría de las empresas, sobre la rentabilidad de los recursos propios. Concretamente, casi en el 60 % de dichas empresas se tradujo en un crecimiento de hasta 2 pp en este indicador, y en un 27 %, en una mejoría superior a esa cifra (véase gráfico 2).

Dado el reducido nivel actual de los costes de financiación, que han alcanzado cotas mínimas históricas, y la posible normalización de las condiciones monetarias en el medio plazo, el recorrido a la baja de estos costes es ya muy limitado, y no es descartable que estas aumenten durante los próximos años. Es, por ello, relevante analizar los efectos que estos movimientos podrían tener sobre la situación financiera de las empresas no financieras españolas. Con este fin, se ha realizado un ejercicio de simulación en el que se han planteado, a modo ilustrativo, dos escenarios hipotéticos de subidas de los costes de financiación [de 100 y 200 puntos básicos (pb)] que se aplican sobre el ejercicio 2016 de la CBI (último año disponible en esta muestra)<sup>1</sup>. Concretamente, en el ejercicio realizado se mantienen sin cambios todas las partidas del balance y de la cuenta de resultados de las empresas, modificándose

1 A pesar de disponer de información más reciente en la Central de Balances Trimestral, para este análisis se ha considerado que es más relevante utilizar la CBI, ya que permite analizar el impacto de las subidas de los costes de financiación sobre una base más amplia de empresas, con un elevado número de pymes.

exclusivamente el coste de financiación en las cuantías descritas. Esta aproximación tiende a exagerar los efectos de una subida de los tipos de interés, ya que, por ejemplo, cabría esperar que dicha evolución viniera acompañada de un aumento de la actividad y de los beneficios ordinarios de las empresas que podría moderar dicho impacto. Además, hay que tener en cuenta que la situación económico-financiera actual de las empresas es algo más favorable que la de 2016, que es el ejercicio de referencia que se ha utilizado, ya que desde entonces se ha producido una mejoría gradual y el coste de financiación ha seguido descendiendo, aunque de forma moderada. Por tanto, los resultados deben tomarse como una cota superior del efecto esperado. Por otra parte, cabe reseñar que, en la práctica, los aumentos en los tipos de interés de mercado se trasladarían de forma gradual (conforme vence la deuda viva o se actualiza el tipo de interés en los préstamos a tipo de interés variable) y no inmediata, si bien se estima que este desfase sería relativamente corto, dado el predominio entre las empresas españolas de la financiación a corto plazo y a tipo de interés variable<sup>2</sup>.

El gráfico 3 muestra cómo el impacto de estos incrementos sobre la rentabilidad de los recursos propios (o ROE)<sup>3</sup> sería, para el total de la muestra de la CBI, relativamente moderado, reflejando un descenso de ocho décimas en el caso de una subida de los costes de financiación de 100 pb, mientras que la caída sería de en torno a 1,5 puntos, en el peor de los escenarios planteados. El detalle por tamaños evidencia que la disminución de la rentabilidad sería algo más intensa en el segmento de empresas grandes, para el que este indicador podría llegar a reducirse hasta casi 2 pp si el encarecimiento de los costes financieros fuera de 200 pb, lo que está relacionado con el endeudamiento más elevado de este tipo de empresas. Por sectores de actividad, se aprecia que en todos los casos los descensos de rentabilidad serían de algo menos del punto porcentual, en el caso de una subida de 100 pb, mientras que en el escenario más desfavorable oscilarían entre 1,4 pp y 1,9 pp, siendo las ramas de energía, la de información y comunicaciones, y la de construcción y actividades inmobiliarias las que experimentarían un deterioro algo más acusado (véase gráfico 4).

Resulta interesante también analizar los efectos de un incremento de los costes de financiación sobre el peso relativo de compañías que soportan una presión financiera elevada<sup>4</sup>. El gráfico 5 muestra, en primer lugar, que el peso de la deuda de las empresas en esa categoría, que se situaba en 2016 en un 14,7 % respecto al

2 Véase el recuadro 7, «La sensibilidad de las rentas de las Administraciones Públicas, las sociedades no financieras y los hogares españoles ante aumentos en los tipos de interés», del *Informe trimestral de la economía española* publicado en junio de 2018.

3 El canal por el que la ROE se vería afectada, por un aumento de los costes financieros, sería a través de su numerador (resultado ordinario neto —RON—), que incorpora dichos gastos en su cálculo.

4 Se considera que una empresa soporta una presión financiera elevada, o es vulnerable desde el punto de vista financiero, cuando durante dos ejercicios consecutivos sus ingresos ordinarios (resultado económico bruto e ingresos financieros) son inferiores a sus gastos financieros.

EFFECTO DE LA VARIACIÓN DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN SOBRE LA RENTABILIDAD Y LA PRESIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (a)

Gráfico 1  
DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL COSTE MEDIO DE FINANCIACIÓN ENTRE 2008 Y 2016

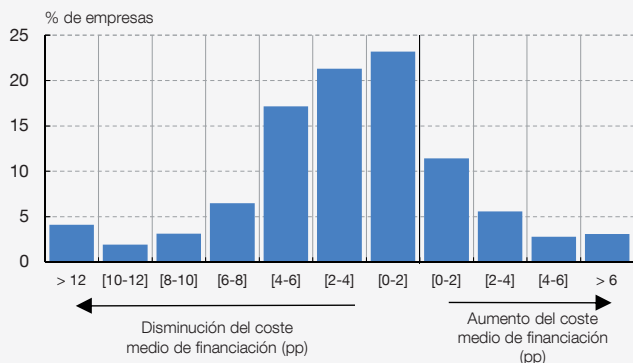


Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN DEL IMPACTO SOBRE LA ROE POR LA VARIACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN ENTRE 2008 Y 2016 (b)

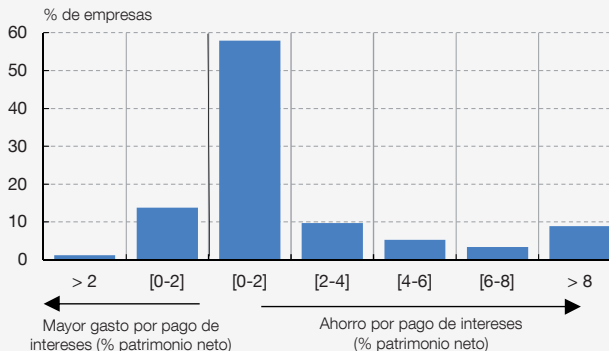


Gráfico 3  
IMPACTO SOBRE LA ROE DE AUMENTOS EN LOS COSTES DE FINANCIACIÓN. DESGLOSE POR TAMAÑO (c)

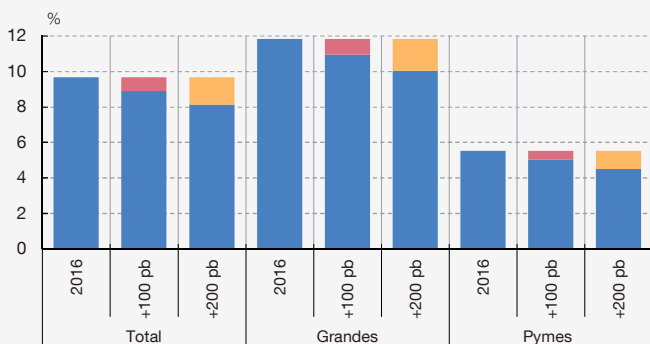
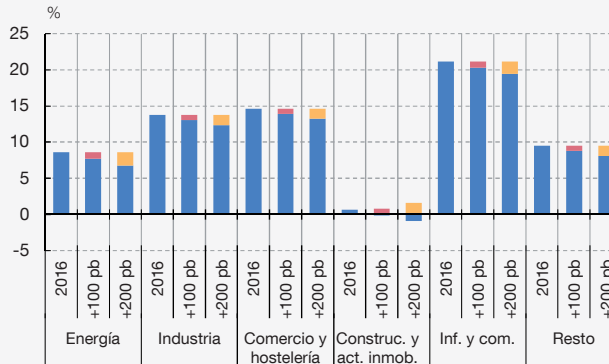


Gráfico 4  
IMPACTO SOBRE LA ROE DE AUMENTOS EN LOS COSTES DE FINANCIACIÓN. DESGLOSE POR SECTOR



CAÍDA DE LA ROE POR AUMENTO DE TIPOS DE INTERÉS EN 200 PB CAÍDA DE LA ROE POR AUMENTO DE TIPOS DE INTERÉS EN 100 PB ROE (A VALORES CONTABLES) (b)

Gráfico 5  
IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL PESO DE LAS EMPRESAS CON PRESIÓN FINANCIERA ELEVADA. DESGLOSE POR TAMAÑO (c) (d)

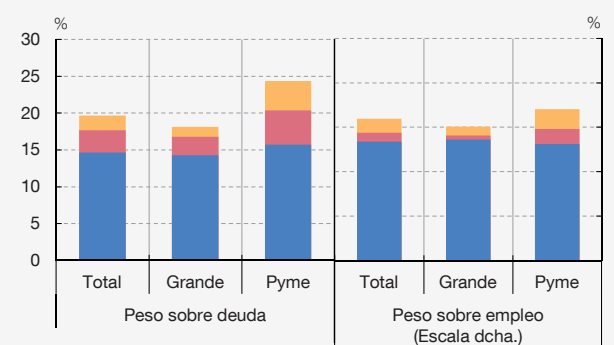
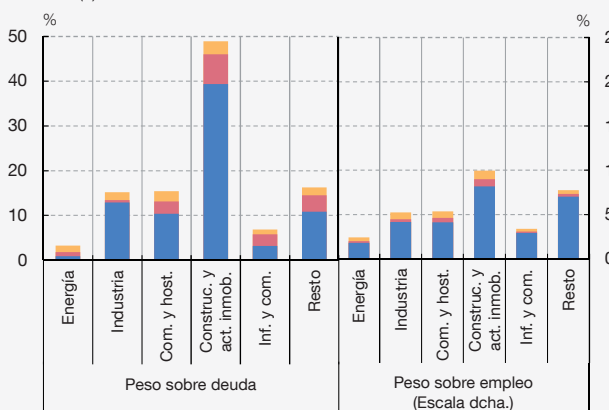


Gráfico 6  
IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL PESO DE LAS EMPRESAS CON PRESIÓN FINANCIERA ELEVADA. DESGLOSE POR SECTOR (d)



+200PB +100PB NIVEL EN 2016

FUENTE: Banco de España.

- a Para realizar este análisis se ha utilizado la muestra de empresas de la CBI, excluyendo los *holdings*, las empresas de nueva creación y las de los sectores de la construcción y actividades inmobiliarias cuyo empleo y cuya cifra de negocios son cero en dos ejercicios consecutivos (sin actividad).
- b ROE calculada como el cociente entre el RON y los recursos propios a valores contables.
- c Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.
- d Las empresas con presión financiera elevada son aquellas para las que la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que 1 en los dos últimos ejercicios. Los gráficos muestran el peso relativo que representa la deuda (o el empleo) de las empresas con presión financiera elevada respecto al total de la deuda (o del empleo) de cada agregado analizado.

total del endeudamiento del sector, se elevaría progresivamente ante las distintas subidas de los costes de financiación planteadas, hasta representar casi un 20 %, en el escenario más desfavorable (incremento de 200 pb)<sup>5</sup>. Este aumento sería, en este caso, más acusado en el segmento de las pymes, de modo que la deuda de estas empresas en situación de vulnerabilidad podría llegar a suponer un 24,4 % del total del endeudamiento de las pymes, mientras que en el de las grandes representaría, en el peor de los casos, un 18,2 % respecto al endeudamiento total de este agregado. Ello se explica porque, si bien eran las pymes las que, como se ha visto anteriormente, experimentarían un menor deterioro de su rentabilidad, sin embargo, al ser su rentabilidad antes de intereses más reducida, tendrían menos margen para hacer frente a un repunte de los gastos financieros. En términos del número de trabajadores, la repercusión no sería tan importante, de modo que, como consecuencia de un aumento de los costes de financiación, el peso del empleo concentrado en empresas vulnerables podría

crecer, desde poco más del 5 % observado en 2016, hasta un máximo del 6,4 % en el escenario más desfavorable, no apreciándose, además, diferencias significativas por tamaños (véase gráfico 6). El análisis por sectores de actividad evidencia que la rama de construcción sería una de las más afectadas, tanto en términos de deuda (con un incremento máximo de 10 pp) como de empleo (aumentaría en casi 2 pp). Por tanto, estos resultados apuntan a que, en general, se aprecia un mayor impacto en términos de deuda que de empleo, lo que sugiere que las debilidades detectadas tendrían implicaciones más relevantes en el ámbito de la vulnerabilidad financiera —por los problemas potenciales para afrontar el pago de las deudas— que en el de la económica, por el riesgo de pérdida de puestos de trabajo. En este sentido, si bien es cierto que los procesos de desendeudamiento que han acometido muchas empresas en la última década les han permitido ser menos vulnerables a una elevación de sus costes financieros, el hecho de que los niveles de rentabilidad se mantengan aún por debajo de los existentes antes del inicio de la crisis hace que ciertas compañías tengan un margen más reducido para absorber este tipo de perturbaciones.

5 A modo de referencia, durante la crisis este indicador llegó a alcanzar un valor máximo, en 2013, del 22,8 %.