

---

# La evolución de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas

*Este artículo ha sido elaborado por Fernando Nieto, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

Las sociedades disponen de un conjunto amplio de instrumentos para hacer frente a sus inversiones financieras y reales. La elección entre estos depende de factores de diversa índole, como el coste relativo de las distintas opciones, el grado de desarrollo de los mercados financieros y los posibles vínculos entre las entidades de crédito y las empresas. En el caso de España, algunos de estos elementos han experimentado cambios importantes durante los últimos años. Por una parte, el desarrollo de los mercados financieros durante la última década ha facilitado la emisión de valores. Más recientemente, la reducción de los tipos de interés ha abaratado el coste de los fondos obtenidos mediante créditos y activos de renta fija. Esta evolución se ha producido, además, en un contexto en el que las necesidades de financiación de las empresas han sido elevadas, especialmente a partir de 1998, como consecuencia, sobre todo, de las inversiones realizadas en el exterior, asociadas al proceso de expansión e internacionalización de sus negocios.

La estructura de la financiación de las empresas tiene implicaciones relevantes en términos de la valoración de su posición patrimonial. Así, por ejemplo, un elevado peso de los recursos ajenos o una proporción alta del endeudamiento a corto plazo conllevan, en principio, una mayor vulnerabilidad frente a cambios en el contexto macroeconómico y pueden condicionar las decisiones de demanda de empleo y de inversión (2). La composición de los pasivos del sector puede, asimismo, afectar al mecanismo de transmisión de la política monetaria, como muestran los trabajos sobre el canal crediticio de la misma (3).

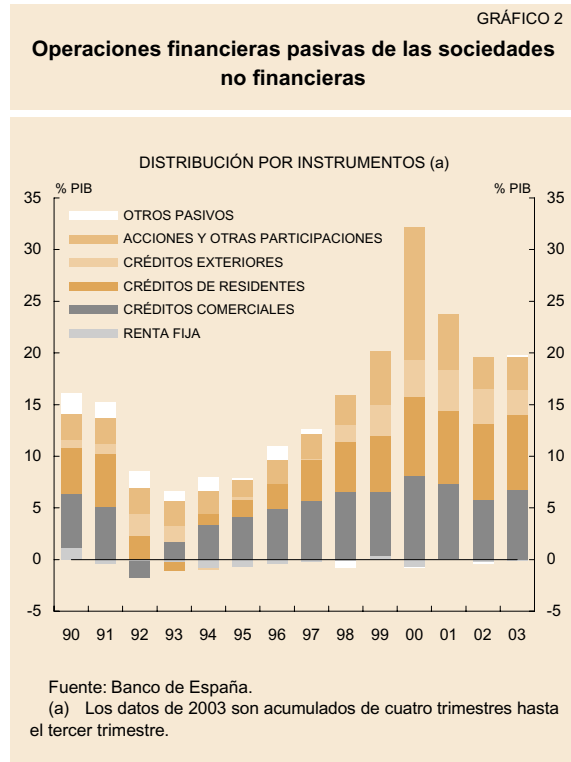
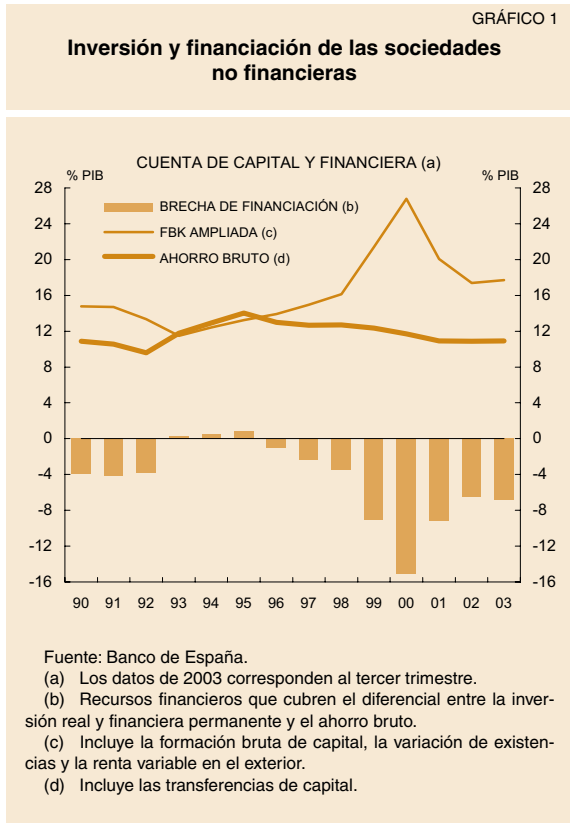
En dicho contexto, este artículo analiza la evolución durante los últimos 15 años de la composición de los pasivos de las sociedades no financieras españolas. Para ello, se utiliza la información de las Cuentas Financieras de la Economía Española y datos individuales de empresas contenidos en la muestra anual de la Central de Balances del Banco de España (CBBE).

---

(1) Este artículo está, en parte, basado en un trabajo conjunto realizado con Aurora Alejano, también del Servicio de Estudios.

(2) Para mayor detalle, véanse, por ejemplo, Benito (2002) y Hernando y Martínez Carrascal (2003).

(3) Véase, por ejemplo, Gertler y Gilchrist (1994).



Tras esta introducción, el resto del artículo se estructura en cinco secciones: en la que viene a continuación se lleva a cabo un análisis del pasivo de las sociedades no financieras españolas a nivel agregado y en las dos siguientes se estudia el comportamiento diferencial de las empresas en función de su tamaño y de su sector de actividad. En la sección 5 se compara la composición de la financiación de las compañías españolas, las del área del euro y las de Estados Unidos, y en la última se sintetizan las principales conclusiones.

## 2. LA EVOLUCIÓN AGREGADA DE LA COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS

Como se observa en el gráfico 1, la brecha de financiación de las sociedades no financieras, que recoge los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre la inversión real y permanente en cartera, por un lado, y el ahorro bruto, por otro, mostró durante el período 1990-2003 un perfil marcadamente cíclico. Esta evolución resultó sobre todo del comportamiento de la formación bruta de capital ampliada (4), que, tras el descenso entre 1990 y 1993 asociado a la desaceleración económica de dichos

(4) Suma de la formación bruta de capital y la adquisición de acciones de sociedades extranjeras. Se considera que la mayor parte de esta última tiene carácter de inversión real y no financiera.

años, experimentó una trayectoria ascendente, hasta alcanzar en 2000 unos niveles muy superiores a los del ahorro bruto del sector. Posteriormente, redujo su peso en relación con el PIB, aunque continuó situándose por encima del ahorro bruto. Los elevados volúmenes de las inversiones financieras permanentes y reales de este período, especialmente entre 1999 y 2001, son, fundamentalmente, reflejo de la expansión en el exterior por parte de algunas grandes empresas españolas.

Como se observa en el gráfico 2, las operaciones de las sociedades mediante las cuales se obtienen los fondos necesarios para cubrir el diferencial entre la inversión permanente y el ahorro bruto y para la adquisición de otros activos financieros presentan también un perfil cíclico, que está, lógicamente, ligado al comportamiento de la brecha de financiación. En cuanto a su composición, a lo largo del período estudiado los recursos propios (acciones y otras participaciones), el crédito comercial y el crédito de sectores residentes (principalmente, entidades de crédito) han sido los principales instrumentos utilizados por las empresas españolas. Cada una de estas tres rúbricas ha absorbido, en términos medios, alrededor del 30% de los fondos captados. El resto de las partidas ha tenido una importancia residual. Así, las emisiones netas de valores de renta fija han sido negativas la mayoría de los años, mientras que los créditos exteriores solo empezaron a tener un cierto peso a partir de 1998. Concretamente, en el último quinquenio los fondos procedentes

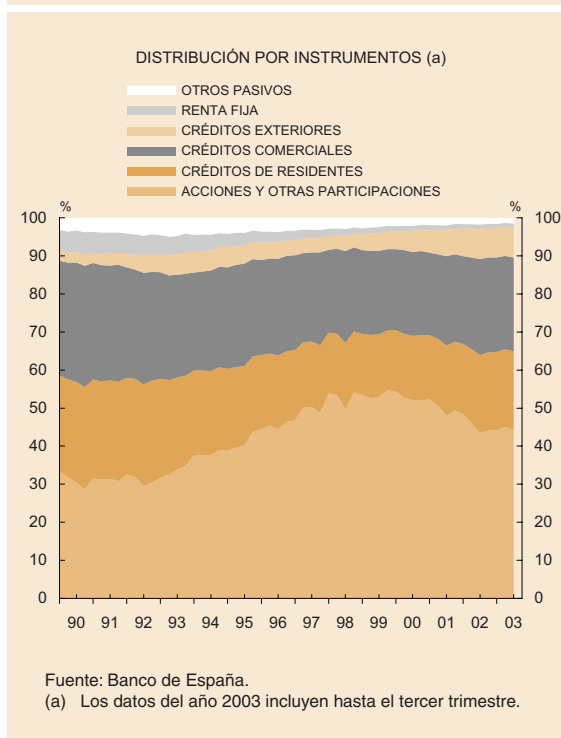
del exterior representaron, en términos medios, en torno al 15% del total de los nuevos pasivos. Dicha financiación se materializó, inicialmente, en préstamos, fundamentalmente a largo plazo, ganando posteriormente importancia los fondos procedentes de empresas relacionadas, hasta casi igualar en proporción a los recursos captados a través de créditos. Esta operativa, que es utilizada fundamentalmente por algunas grandes compañías, consiste, básicamente, en que una filial instrumental ubicada en algún país con una regulación administrativa y un régimen fiscal más favorables que en el mercado nacional emite valores de renta fija, que posteriormente traslada a la matriz-*holding* del grupo, que se encarga de su redistribución entre todas las filiales.

La mayor parte de las variaciones en la composición por instrumentos de las operaciones pasivas parecen tener un carácter principalmente coyuntural. Así, por ejemplo, el aumento del peso de los créditos de residentes desde 2000, junto con la caída de la financiación procedente de recursos propios, refleja posiblemente el contexto de reducidos tipos de interés y de aumento de los costes de emisión de acciones a raíz de la evolución desfavorable de las cotizaciones bursátiles durante este período. Por su parte, el aumento de la importancia conjunta de la emisión de valores de renta fija en España y en el exterior desde 1998 responde, en parte, a factores relativamente transitorios, como el aumento de las necesidades de fondos de las grandes empresas, que son las que utilizan dicha modalidad. De todos modos, no puede descartarse que otros elementos de naturaleza más estructural, como la introducción del euro, también hayan podido influir.

El análisis de la evolución de los pasivos en términos de saldos vivos, que resultan tanto del comportamiento de los flujos analizados anteriormente como de los cambios en el precio de mercado de los instrumentos, confirma que los recursos propios, el crédito comercial y los créditos de residentes son los tres instrumentos con una mayor importancia relativa, representando, entre los tres, en torno al 90% del total de los pasivos del sector (véase gráfico 3). A lo largo del período analizado, se ha producido un aumento del peso de los recursos propios y un descenso de las otras dos rúbricas, como consecuencia, fundamentalmente, del perfil alcista que ha mostrado la valoración de las acciones durante una buena parte de estos años. Por otra parte, se observa una cierta sustitución entre los valores de renta fija domésticos y los emitidos por filiales en el exterior, que, como se ha comentado anteriormente, se canalizan hacia las empresas españolas como préstamos procedentes del exterior. De este modo, el sal-

GRÁFICO 3

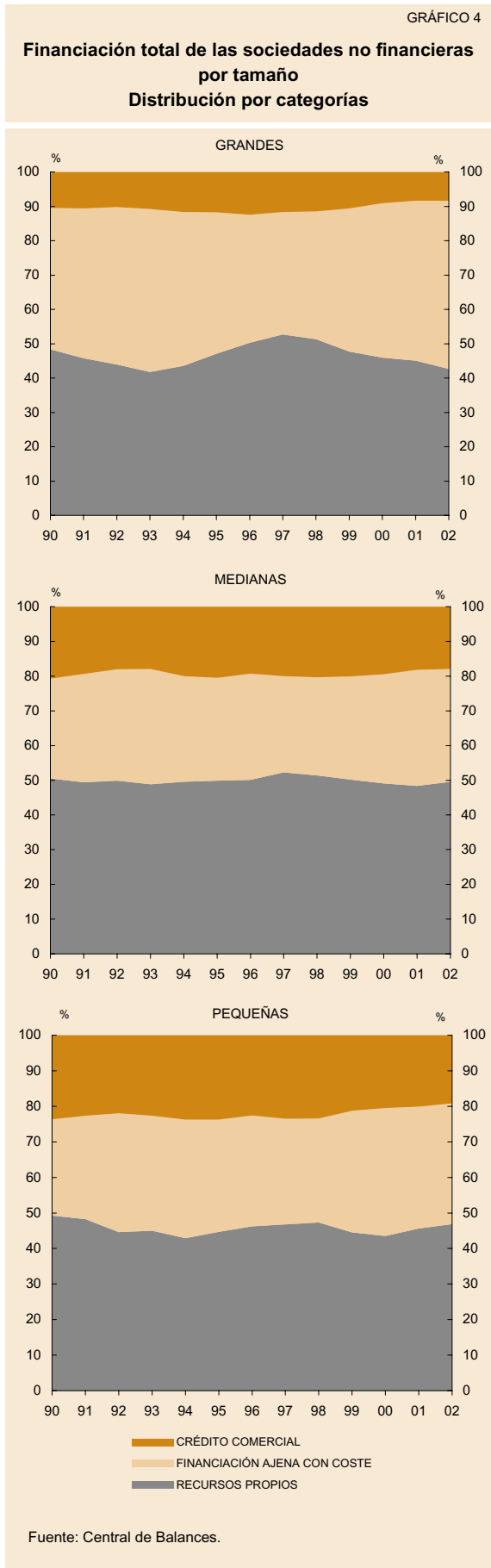
## Pasivos de las sociedades no financieras (saldos)



do vivo de valores emitidos por filiales de empresas españolas en el exterior, que hasta 1998 había sido marginal (5 mm de euros frente a 15 mm de euros en mercados nacionales), experimentó un avance notable a partir de dicho año, hasta alcanzar en 2003 un nivel más de cuatro veces superior al correspondiente a las emisiones realizadas por las sociedades nacionales (cuyo saldo se redujo sustancialmente en ese mismo período). Dado que las emisiones exteriores no se negocian en los mercados españoles de renta fija, estos no se han beneficiado del dinamismo reciente que han mostrado dichos activos. En este sentido, cualquier esfuerzo dirigido a canalizar esa operativa hacia nuestro país tendría efectos favorables para el desarrollo de este segmento de la industria financiera nacional.

### 3. ANÁLISIS POR TAMAÑO

La evolución de la estructura agregada de la financiación de las empresas españolas puede ocultar comportamientos diferenciales entre distintos tipos de sociedades que pueden ser relevantes. Para explorar dicha cuestión, en esta sección se analiza la composición de los pasivos de las empresas, clasificadas en tres grupos en función de su tamaño: grandes, medianas y pequeñas. Para ello, se utiliza información procedente de los datos recopilados por la



CBBE a partir de los cuestionarios remitidos por las compañías declarantes. Los criterios de clasificación, que son los que utiliza la CBBE, se basan en el número medio de trabajadores, el total activo y la cuenta de pérdidas y ganancias (5). Debe advertirse, no obstante, que esta base de datos está formada por una muestra voluntaria de sociedades en la que las diferentes actividades económicas están desigualmente representadas y en la que, previsiblemente, las compañías con una posición financiera más saneada tienen un peso superior a su importancia relativa dentro de la economía. Por tanto, estos resultados deben tomarse con cautela, ya que pueden existir algunos sesgos. Por otra parte, ha de tenerse en cuenta también que, a diferencia de lo que ocurre en las Cuentas Financieras, los instrumentos no se valoran, en este caso, a precios de mercado.

El gráfico 4 muestra cómo los recursos propios representaron durante el período estudiado alrededor del 50% de los pasivos de las empresas en las tres categorías analizadas y cómo es en las sociedades grandes donde se aprecian mayores fluctuaciones en la evolución del peso de esta modalidad. Concretamente, se pueden identificar tres períodos: 1990-1993, 1993-1997 y 1997-2002. En el primero, se produjo un descenso de la importancia relativa de los recursos propios, en el segundo una recuperación y en el último un nuevo retroceso, hasta alcanzar niveles cercanos a los mínimos. El aumento de la proporción de recursos ajenos durante los últimos años refleja el mayor recurso, de estas sociedades, a la deuda para cubrir sus abultadas necesidades de financiación ocasionadas por su expansión internacional, en un contexto de tipos de interés relativamente reducidos. El elevado endeudamiento alcanzado ha podido limitar recientemente sus posibilidades de asumir nuevas deudas, lo que puede haber afectado también a sus planes de inversión. De hecho, algunas de estas compañías han acometido durante los dos últimos años un proceso de saneamiento que se ha reflejado en un descenso de sus niveles de endeudamiento. Por el contrario, en las pequeñas y medianas empresas el peso de los recursos propios se mantuvo relativamente estable durante el período analizado, y es de destacar que la importancia relativa del crédito comercial es mayor.

Resulta también interesante estudiar la composición de los recursos ajenos con coste tanto por plazos como por instrumentos. Por lo que se refiere a los primeros, el gráfico 5 muestra cómo las PYMES han aumentado significativamente durante el período analizado la proporción de pasivos a largo plazo, que se situaba al

(5) Para más detalles, véase Banco de España (2001).

principio de la década de los noventa muy por debajo de la correspondiente a las grandes empresas. De este modo, la posición financiera de las sociedades de menor tamaño presenta una composición más sólida, al ser menor el riesgo de refinanciación. En las grandes empresas se ha producido también recientemente un incremento de la proporción de deuda a largo plazo, aunque de una manera más suave.

En cuanto a los instrumentos, las PYMES cubren el grueso de su financiación con préstamos de entidades de crédito, siendo el peso del recurso a la emisión de valores casi nulo, lo que revela las limitadas posibilidades de acceso a los mercados de deuda para este tipo de sociedades. El resto de la financiación, formada principalmente por deudas con sociedades del grupo, ha tenido una participación relativamente estable durante todo el período, siendo ligeramente más importante en las sociedades medianas que en las pequeñas. En las grandes empresas el aspecto más relevante es el aumento de la financiación con empresas del grupo, hasta alcanzar el 64% de los recursos ajenos con coste. Esta evolución refleja, por un lado, el proceso de creación, por parte de algunas de ellas, de filiales para distintas unidades de negocio que anteriormente se desarrollaban dentro de la empresa matriz. En estos grupos, la matriz es la que se endeuda en primer término, para luego redistribuir los fondos entre las filiales con el fin de beneficiarse de las ventajas que se derivan de su mejor posición de acceso a los mercados y de negociación. Otro elemento que ha contribuido también al aumento de los flujos entre empresas relacionadas es la práctica creciente, comentada en la segunda sección, de financiarse en el exterior mediante las emisiones de valores de renta fija.

La importancia de la financiación interempresarial, para las empresas grandes, dificulta, evidentemente, la correcta identificación del origen último de los fondos captados por estas sociedades. Para tratar de solucionar este problema, a partir de 1998, año en el que el fenómeno comenzó a adquirir una magnitud importante y creciente, se ha procedido a sustituir los balances individuales de las compañías pertenecientes a seis de los principales grupos empresariales por los balances del grupo a nivel consolidado, tomados de sus memorias (6). El gráfico 5 muestra cómo las grandes empresas han aumentado durante los últimos años su recurso a la financiación procedente de la emisión de valores de renta fija, que se concentra fundamentalmente en el largo plazo. La importancia relativa de esta modalidad se ha elevado,

(6) Concretamente, los grupos empresariales son: Telefónica, Endesa, Repsol YPF, Unión Fenosa, Iberdrola y Altadis.

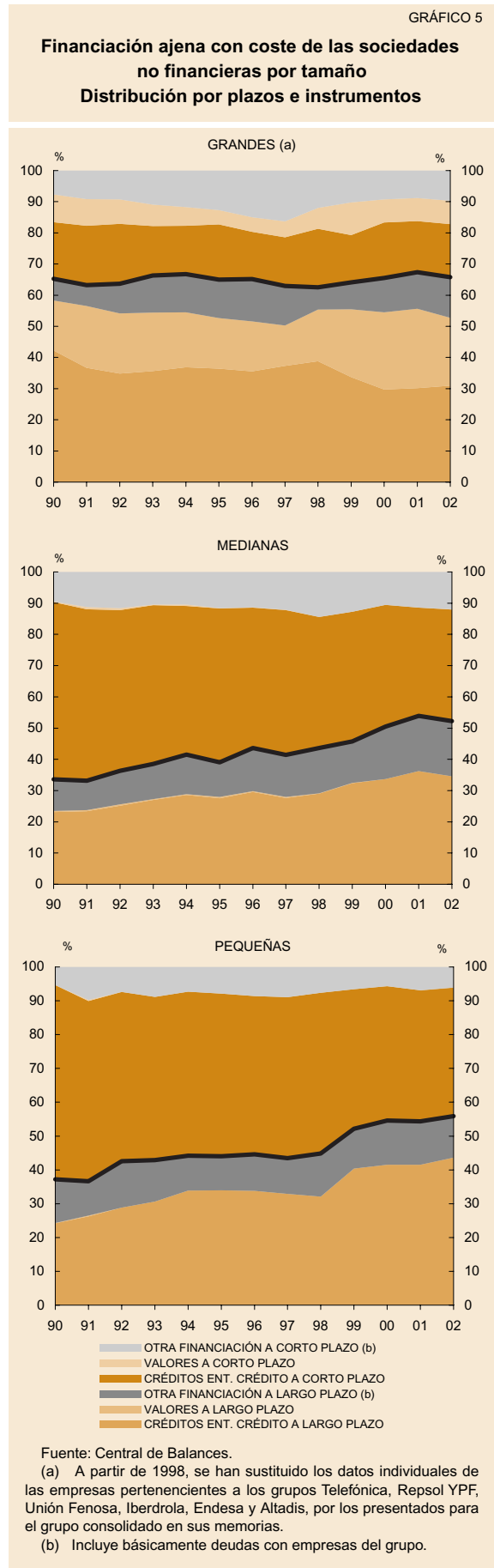
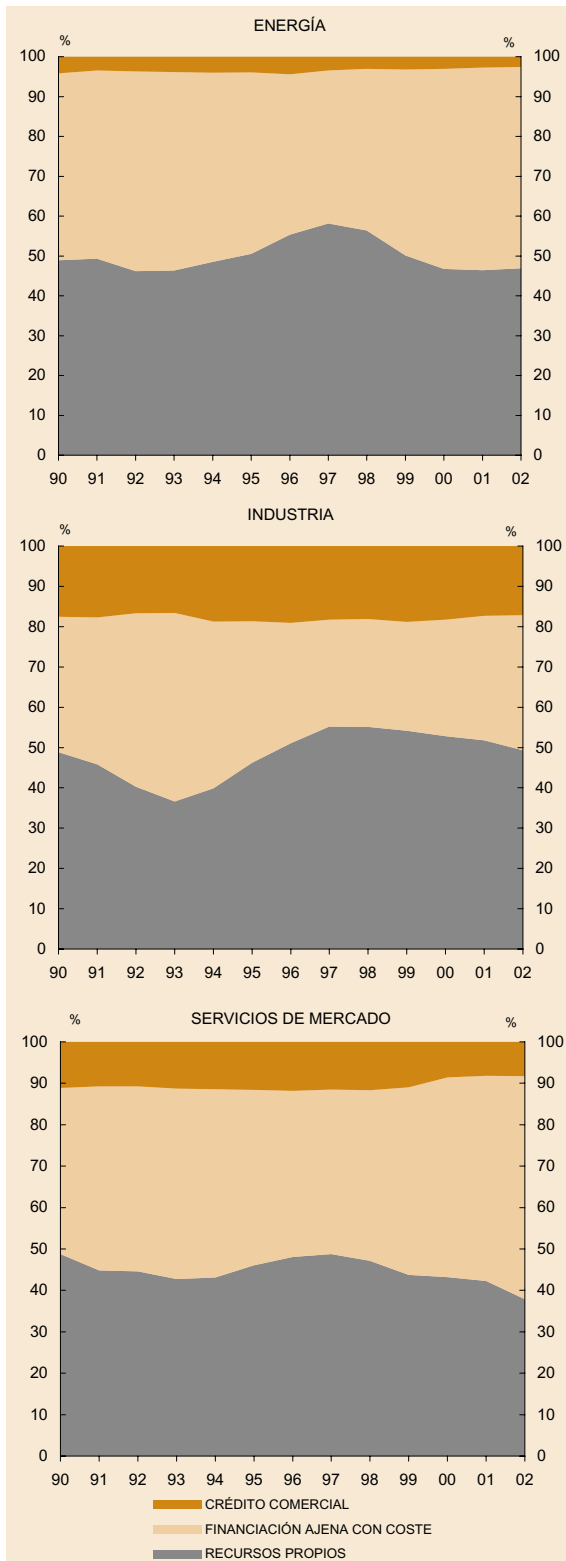




GRÁFICO 6

**Financiación total de las sociedades no financieras por sector**  
**Distribución por categorías (a)**



Fuente: Central de Balances.

(a) Los datos de las empresas *holding*, que en la CBBE se incorporan en servicios de mercado, se han reclasificado en el sector correspondiente.

hasta situarse al final de la muestra en el entorno del 30%, aunque continúa por debajo del peso correspondiente a los préstamos bancarios (48%).

#### 4. ANÁLISIS POR SECTOR DE ACTIVIDAD

Otra posible desagregación interesante del conjunto de las empresas es la basada en el sector de actividad al que pertenecen. Con este fin, en esta sección se repite el mismo análisis del epígrafe 3 clasificando a las sociedades en los tres grupos de actividad con mayor representatividad en la CBBE. Estos sectores son energía, industria y servicios de mercado (7). Las compañías que no pertenecen a ninguna de estas ramas se han excluido del análisis. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que el sector energético está mejor representado en la muestra que los dos restantes.

Tal como se observa en el gráfico 6, la evolución del peso de los recursos propios de los tres sectores presenta un comportamiento similar, con un nivel mínimo en el año 1993, una recuperación hasta el año 1998 y una corrección posterior. No obstante, se aprecian algunas diferencias relevantes en la magnitud de estos movimientos. Así, en las empresas industriales el retroceso de los recursos propios a principios de los noventa fue más intenso que en el resto de agrupaciones, seguramente como reflejo del mayor deterioro de la cuenta de resultados durante la desaceleración económica de dicho período. Por su parte, en las sociedades energéticas el aumento del peso de los recursos ajenos entre 1997 y 2000 ha sido relativamente más acusado que en las otras actividades productivas. Otro aspecto relevante de la composición de los pasivos es que, tal como cabía esperar, el peso del crédito comercial es relativamente mayor en la industria (por encima del 20%) y en los servicios de mercado (alrededor del 10%) que en el sector energético (5%).

La composición por plazos de la financiación ajena con coste, que aparece en el gráfico 7, muestra que el sector de energía se financia fundamentalmente a largo plazo, lo que seguramente está relacionado con los dilatados períodos de maduración de las inversiones que realiza. En los servicios de mercado, la deuda a largo plazo es también mayoritaria, aunque en menor medida que en las actividades energéticas. En la industria, el peso de la financiación a corto plazo ha sido tradicionalmente superior, si bien a lo largo del período estudiado se obser-

(7) Las sociedades *holding* se han incluido dentro del sector de actividad principal del grupo.

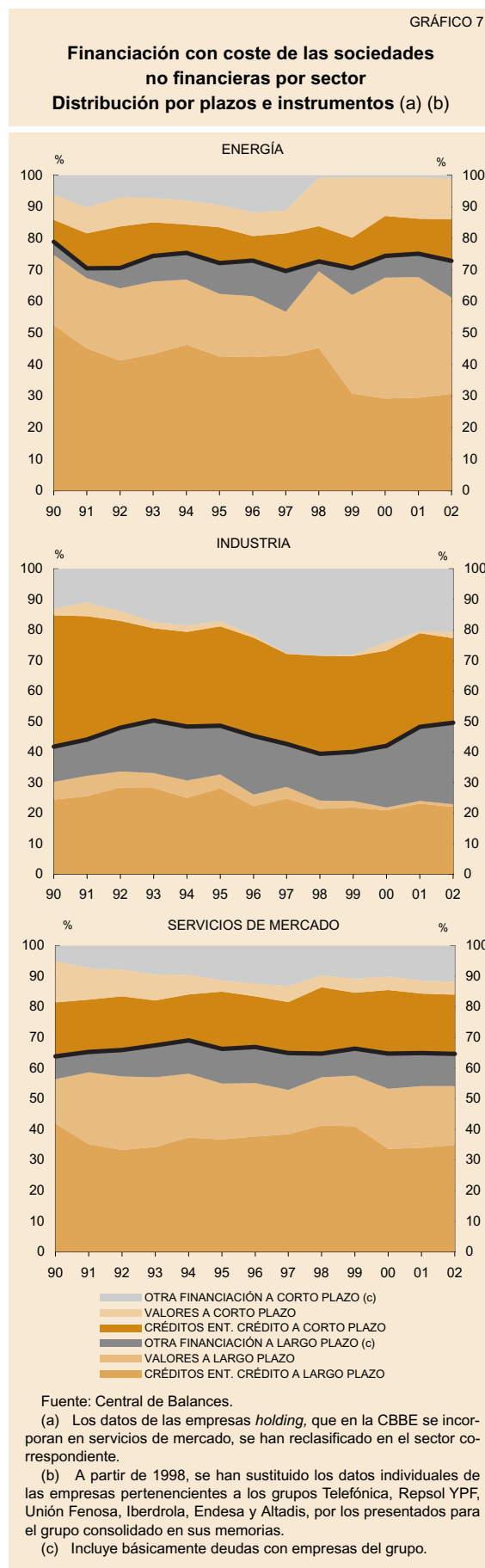
va un alargamiento de la vida media de la deuda, lo que configura una posición financiera más sólida.

Respecto a los instrumentos, se produce, al igual que lo comentado para las sociedades más grandes en el epígrafe anterior, un aumento de la financiación con empresas del grupo, más acusado en el sector energético y el de servicios de mercado. Con el fin de analizar la evolución por instrumentos últimos de financiación, en el gráfico 7 se ha procedido también a sustituir a partir de 1998 los datos correspondientes a los balances individuales de las compañías de los seis grupos empresariales anteriormente considerados, por los correspondientes consolidados. Como puede apreciarse a lo largo de estos años, la emisión de valores de renta fija ha ganado importancia tanto en el sector energético como en los servicios de mercado. De este modo, en el primero esta modalidad ha pasado a ser la rúbrica más importante dentro de los recursos ajenos con coste, con un peso ligeramente superior al 45%. En los servicios de mercado, en cambio, los préstamos con entidades de crédito siguen siendo la principal fuente de financiación, con un peso del 58%. Por el contrario, en la industria la emisión de valores es muy residual y, además, se ha reducido a lo largo del período analizado. Seguramente el menor tamaño relativo de estas sociedades puede limitar sus posibilidades de acceso a los mercados de renta fija.

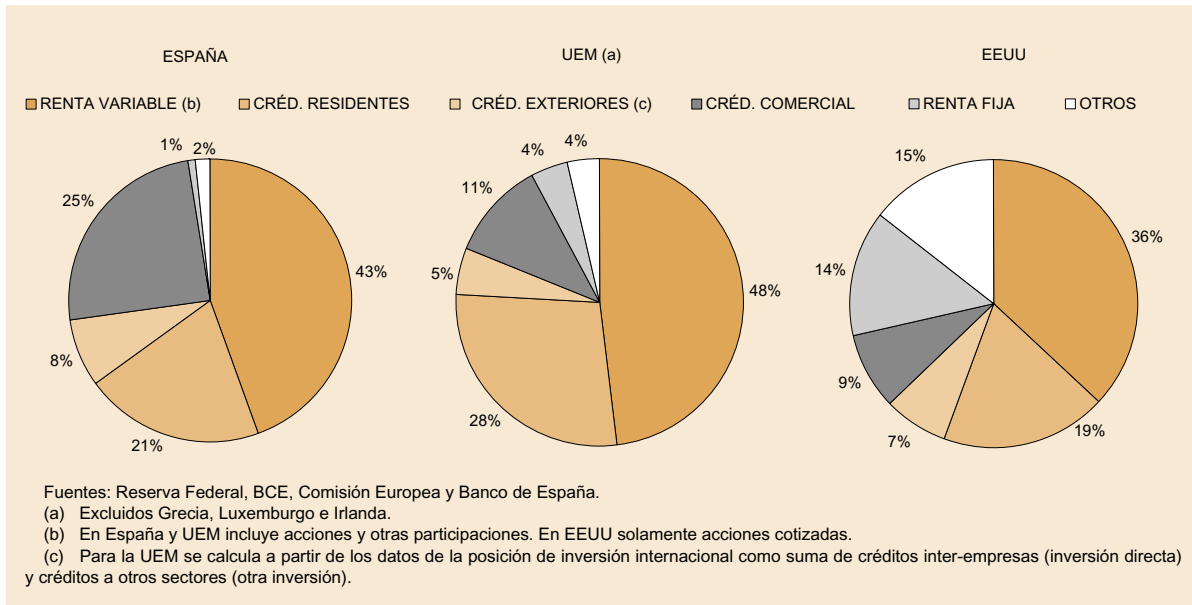
## 5. LA COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Para concluir el análisis de la financiación de las sociedades no financieras españolas es interesante llevar a cabo una comparación de su estructura con la que se observa en dos áreas relevantes: la UEM y EEUU. Para ello, se utiliza información procedente de las cuentas financieras de estos países, que son las que proporcionan una información más homogénea.

Como se puede observar en el gráfico 8, en el año 2002 la principal rúbrica de la financiación de las sociedades no financieras en las tres áreas son los recursos propios, siendo su peso ligeramente inferior en EEUU que en la UEM y en España, aunque conviene señalar que este resultado está afectado por la no inclusión de las acciones no cotizadas, que seguramente tengan una importancia no despreciable, en las cuentas correspondientes a EEUU. Respecto a la financiación ajena, destaca la importancia que tienen los valores de renta fija en Estados Unidos (14%), frente a una participación muy reducida tanto en España como en la UEM (1% y 4%, respectivamente). Por el contrario, el recurso al crédito bancario es más



**Pasivos de las sociedades no financieras  
Diciembre 2002**



elevado en la UEM y en España (por encima del 20% en ambos casos) que en EEUU (19%). Por su parte, la financiación procedente del exterior es muy similar en las tres áreas. Una característica diferencial de los pasivos de las empresas españolas es la mayor importancia relativa de los créditos comerciales (25%), frente al 11% en las de la UEM y el 9% en las estadounidenses, si bien debe advertirse que las divergencias existentes entre los distintos países para contabilizar dicho instrumento pueden explicar una parte de estas diferencias.

De este modo, la estructura de financiación de las sociedades no financieras españolas se encuentra más próxima a la de la media del área del euro que a la de las empresas estadounidenses, y se caracteriza por un mayor grado de intermediación bancaria de los pasivos, lo que confiere a estas entidades un papel más relevante en la canalización de los flujos financieros de la economía.

**6. CONCLUSIONES**

El análisis de la evolución de los pasivos de las sociedades no financieras españolas sugiere que durante los últimos 15 años su estructura de financiación no se ha visto sustancialmente alterada. De este modo, las entidades de crédito continúan desempeñando un papel central como canalizadores de los flujos financieros hacia este sector, como también ocurre en el conjunto del área del euro, y a diferencia de EEUU, donde las empresas se financian en

mayor medida mediante la emisión de valores de renta fija.

En relación con esta última modalidad de financiación, sin embargo, merece la pena destacar que las empresas españolas que recurren a ella están acudiendo principalmente a las emisiones en el exterior a través de filiales, en lugar de optar por llevar a cabo la operación en los mercados nacionales, de manera que estos últimos no se están beneficiando del crecimiento reciente de dicha operativa. Estos desarrollos ilustran la relevancia de los esfuerzos encaminados a canalizar esas operaciones hacia nuestro país, lo que tendría efectos favorables para el desarrollo de nuestra industria financiera.

El análisis desagregado de la estructura financiera del sector en función de la adscripción sectorial de las sociedades pone de relieve que son las empresas energéticas y, en menor medida, las de servicios de mercado las que han aumentado durante los últimos años el recurso a la financiación con valores de renta fija. Las sociedades industriales, por el contrario, hacen un uso más residual de dicho instrumento. Asimismo, es importante destacar el aumento de los plazos de vencimiento de la financiación que se registra para las compañías de esta última rama de actividad.

Una desagregación alternativa basada en el tamaño de las empresas pone de relieve que las más grandes aumentaron su grado de endeudamiento entre 1997 y 2002, hasta alcanzar



los registros máximos del período estudiado, proceso que ha estado asociado a las elevadas necesidades de financiación derivadas de su expansión internacional en un contexto de tipos de interés relativamente reducidos. En los últimos dos años, algunas de estas empresas han acometido procesos de saneamiento destinados a reducir los volúmenes acumulados de deuda. El rasgo más destacado en el caso de las pequeñas y medianas empresas es el aumento en los plazos de vencimiento de sus deudas, lo que les confiere una posición financiera más sólida, al mitigarse el riesgo de refinanciación.

12.3.2004.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2001). *Resultados de las empresas no financieras. 2000*, Central de Balances.
- BENITO, A. (2002). «La situación financiera de las empresas españolas: regularidades empíricas a partir de datos macroeconómicos para el período 1985-2001», *Boletín económico*, noviembre, Servicio de Estudios, Banco de España.
- GERTLER, M. y S. GILCHRIST (1994). «Monetary Policy, Business Cycles and the Behaviour of Small Manufacturing Firms», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, mayo, pp. 309-349.
- HERNANDO, I. y C. MARTÍNEZ CARRASCAL (2003). «El impacto de la situación financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo», *Boletín económico*, noviembre, Servicio de Estudios, Banco de España.