

LA EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS. UN ANÁLISIS DESAGREGADO

Este artículo ha sido elaborado por Álvaro Menéndez y María Méndez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

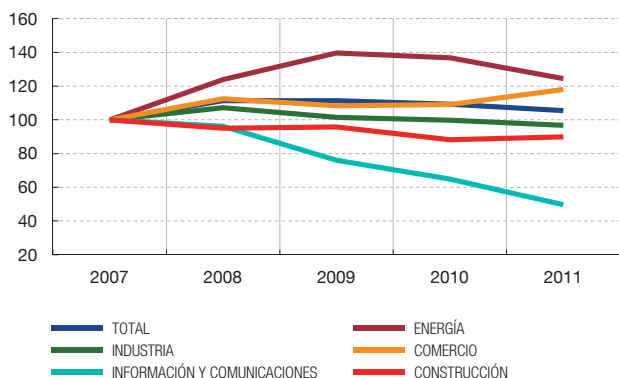
Durante la etapa expansiva anterior al inicio de la crisis se produjo un aumento acusado en el endeudamiento de las sociedades no financieras españolas, que llevó a situarlo, en términos del PIB, en unas cotas muy elevadas tanto desde una perspectiva temporal como en comparación con otros países desarrollados. La necesidad de corregir el excesivo volumen de deuda, junto con la menor demanda de fondos por la caída en los planes de inversión y el endurecimiento de las condiciones de oferta de la financiación, llevaron primero a una rápida desaceleración de los recursos ajenos de las empresas, para pasar más adelante a una pauta de contracción de estos pasivos. En concreto, la información de las cuentas financieras muestra cómo el nivel de deuda¹ en el sector de sociedades no financieras alcanzó su punto máximo en el segundo trimestre de 2009. El retroceso acumulado desde entonces hasta finales de 2011 es de un 4 %. Esta tendencia ha continuado durante 2012, elevándose el descenso acumulado hasta el 7,4 %, de acuerdo con los datos correspondientes al tercer trimestre de 2012 (últimos disponibles).

En este artículo se analiza la evolución de los niveles de deuda en el sector de empresas no financieras en estos últimos años con una perspectiva microeconómica, con el objetivo de identificar potenciales comportamientos diferenciados (por sectores, tamaños y en función del grado de apalancamiento) que la información agregada no permite detectar. Asimismo, se estudia hasta qué punto los niveles de endeudamiento han podido tener efectos sobre las decisiones de empleo e inversión de las sociedades. Para ello se han utilizado las bases de datos de la Central de Balances (CBA y CBB), a partir de las cuales se han construido dos muestras de compañías. Una primera, compuesta por las aproximadamente 180.000 sociedades comunes a los ejercicios 2007 a 2010. Para 2011 (último disponible) se ha confeccionado un segundo agregado con aquellas que, habiendo remitido ya información para ese ejercicio, también forman parte del grupo anterior. En este caso, el número de compañías es sustancialmente menor (50.000), al ser un año que aún se considera abierto y del que, por lo tanto, todavía se están recibiendo datos. Con el fin de corregir los cambios de nivel asociados a la diferente composición de las dos muestras, en este último año los indicadores utilizados se han enlazado convenientemente. Además, se han excluido las sociedades pertenecientes al sector de *holdings*, debido, por un lado, a su escasa relevancia para el ámbito de este estudio —más centrado en analizar la evolución del endeudamiento en los principales sectores productivos nacionales— y, por otro, al intento de evitar posibles duplicidades derivadas de préstamos cruzados entre empresas del mismo grupo.

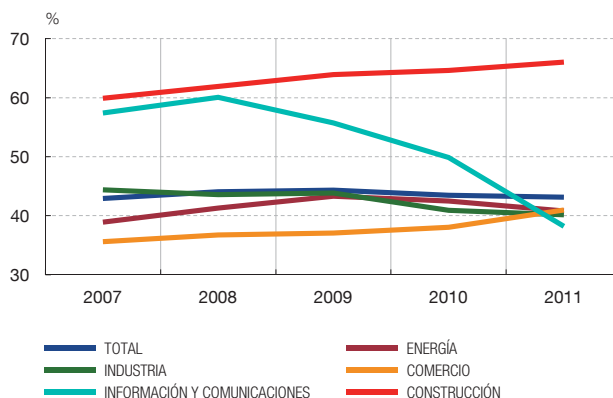
Tras esta introducción, el artículo consta de cuatro secciones. En la segunda se describe la evolución de la deuda y de los ratios de apalancamiento de las empresas, desglosando por sectores y tamaños. En la tercera se analiza el curso de estas variables en función del nivel de endeudamiento de las compañías al principio del período analizado. En la cuarta se estudia hasta qué punto el grado de apalancamiento de las compañías ha afectado a sus decisiones de empleo e inversión. Por último, en la quinta se resumen las principales conclusiones.

¹ A lo largo de este artículo, por «deuda» se entiende todos los recursos ajenos con coste, tales como el crédito bancario y los valores de renta fija.

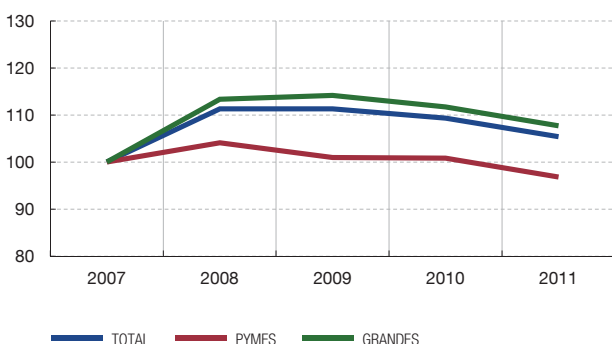
1 NIVEL DE DEUDA. POR SECTOR
2007 = 100



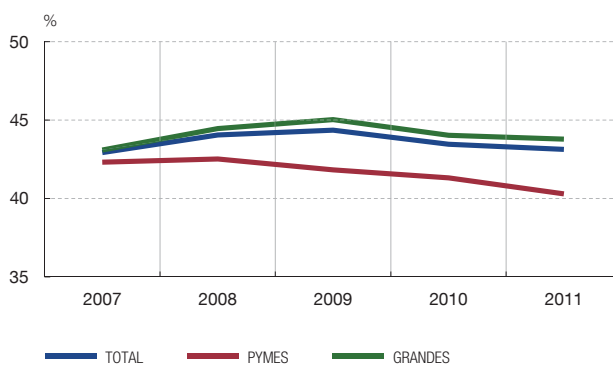
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. POR SECTOR (b)



3 NIVEL DE DEUDA. POR TAMAÑO
2007 = 100



4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. POR TAMAÑO (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los datos de 2011 se enlazan a partir de la evolución registrada por la muestra de empresas de ese ejercicio.
- b Ratio definida como el total de deuda con coste entre el activo neto.

Evolución de los niveles de deuda y de la ratio de endeudamiento. Desglose por sectores y tamaño

La evolución desde 2007 de los niveles de deuda para el conjunto de la muestra está en línea con los datos de las cuentas financieras. Así, se observa un incremento en 2008 que dio paso a una pauta contractiva a partir de 2009 (véase el panel superior izquierdo del gráfico 1). El desglose por sectores evidencia, sin embargo, una importante heterogeneidad, que en parte parece estar relacionada con el grado inicial de endeudamiento (véase el panel superior derecho del gráfico 1). Así, en las ramas de actividad que antes de la crisis (en 2007) presentaban una ratio de apalancamiento² superior a los valores medios de toda la muestra (como la construcción, el sector de información y comunicaciones y, en menor medida, la industria) los recursos ajenos tendieron a reducirse. En cambio, para el resto, que partían de unas ratios de endeudamiento más moderadas, dichos pasivos mostraron un mayor dinamismo, observándose incluso en el caso de la energía un notable incremento hasta 2009, aunque en los dos años siguientes decreció ligeramente.

La evolución descrita para la deuda se tradujo, en general, en una progresiva reducción de las ratios de apalancamiento en las ramas productivas más endeudadas al inicio del período analizado y en una cierta estabilización o ligero aumento en las que partían de unos niveles inferiores de dicha ratio, produciéndose de esta forma una convergencia sectorial

2 La ratio de apalancamiento que se utiliza en este artículo se define como el cociente entre la deuda con coste y el activo neto (activo total menos pasivos ajenos sin coste).

en este indicador. La excepción a este patrón es la construcción, para la que el retroceso de sus niveles de deuda fue insuficiente para contrarrestar el descenso de su activo neto (denominador de la ratio), asociado a las importantes pérdidas acumuladas por estas empresas, de modo que la ratio de apalancamiento tendió a elevarse.

El desglose por tamaño de las empresas evidencia también algunas diferencias en la evolución de la deuda y la ratio de apalancamiento en función de esta característica (véanse los paneles inferiores del gráfico 1). Así, aunque durante 2008 los recursos ajenos mostraron una pauta creciente tanto en las sociedades grandes como en las pymes, el ascenso en estas últimas fue más moderado. A partir de dicho año, la deuda de las compañías de menor dimensión presentó un progresivo descenso, que supuso una caída acumulada de un 7 % hasta finales de 2011 desde los niveles máximos alcanzados en 2008, y que llevó a que se situara por debajo de los valores de 2007. Este patrón de comportamiento no ha sido homogéneo en todas las ramas de actividad, siendo en la construcción donde las disminuciones fueron más intensas, mientras que en otras —como la de comercio— los pasivos ajenos se mantuvieron prácticamente estables, o incluso se registraron ligeros ascensos, como ocurrió en el sector de información y comunicaciones.

En el caso de las empresas de mayor tamaño, el retroceso de la deuda se inició un año más tarde (2010), alcanzándose una caída acumulada desde entonces y hasta finales de 2011 del 4,9 %. A diferencia de las pymes, esta contracción no llegó a compensar el incremento de los dos años previos, con lo que en el conjunto del período analizado estos pasivos se elevaron respecto al nivel de 2007. El detalle por ramas productivas desvela una cierta heterogeneidad, observándose descensos elevados en la construcción y en la industria, y con mayor intensidad en información y comunicaciones, y ascensos en las empresas grandes de los sectores de comercio o de energía (si bien en este último caso el saldo de recursos ajenos decreció en 2011).

El menor dinamismo de la deuda de las pymes en comparación con el de la correspondiente a las grandes compañías durante el período reciente puede estar en parte relacionado con el mayor impacto que la crisis ha ejercido sobre la situación económica y financiera de estas empresas, lo que explica la mayor dificultad para acceder a nuevos recursos ajenos. Así, la información de las bases de datos de la CB revela una caída más acusada de los indicadores de actividad y de resultados económicos para este tipo de compañías en comparación con las de mayor dimensión³.

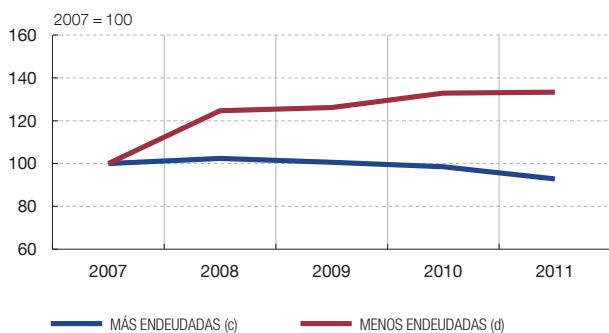
Estos desarrollos llevaron a que la ratio de endeudamiento de las empresas pequeñas y medianas mostrara una pauta descendente desde 2008 (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). En las compañías de mayor dimensión este indicador se elevó entre 2007 y 2009, reduciéndose en los años siguientes, aunque a un ritmo insuficiente para compensar el incremento previo, por lo que en 2011 se situaba ligeramente por encima del nivel que presentaba justo antes del inicio de la crisis.

Evolución de la deuda en función del nivel inicial de endeudamiento

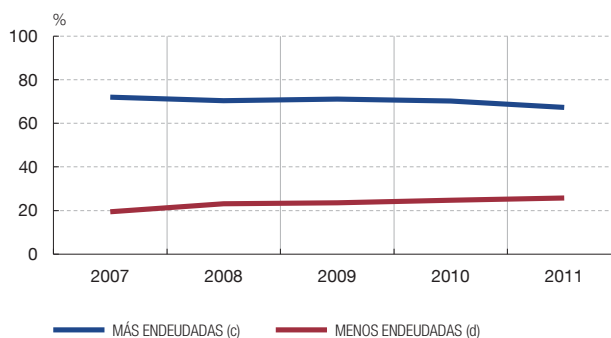
Con el fin de estudiar hasta qué punto la evolución de los recursos ajenos de las sociedades durante el período reciente está relacionada con el nivel de endeudamiento de partida, se han separado las empresas de la muestra en dos grupos, en función de si en 2007 su ratio de apalancamiento era superior o inferior a la de la mediana de su mismo sector. Esta definición garantiza que los dos grupos están formados por el mismo número de

³ Véase el recuadro 1 del artículo «Resultados de las empresas no financieras en 2011 y hasta el tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, noviembre de 2012, Banco de España.

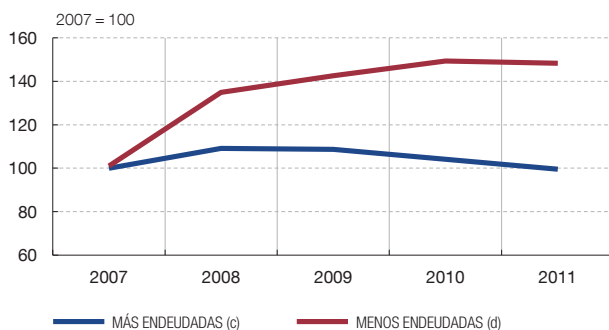
NIVEL DE DEUDA. MUESTRA COMPLETA



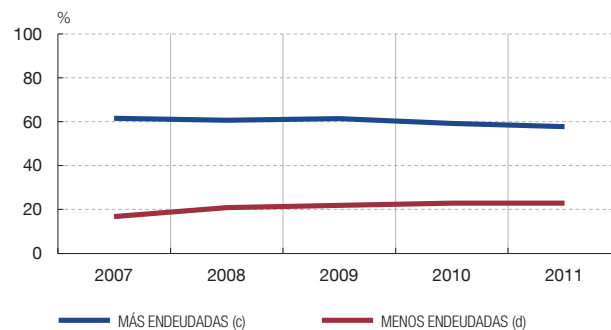
RATIO DE ENDEUDAMIENTO. MUESTRA COMPLETA (b)



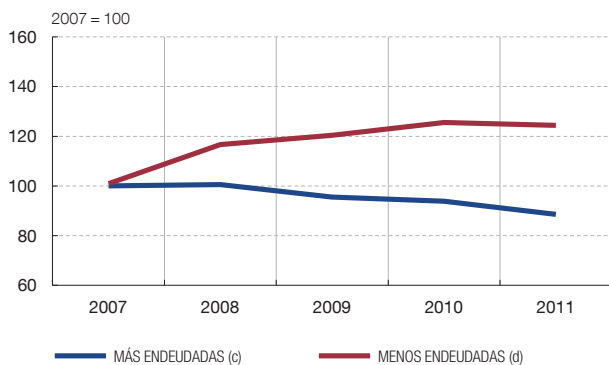
NIVEL DE DEUDA DE LAS EMPRESAS GRANDES



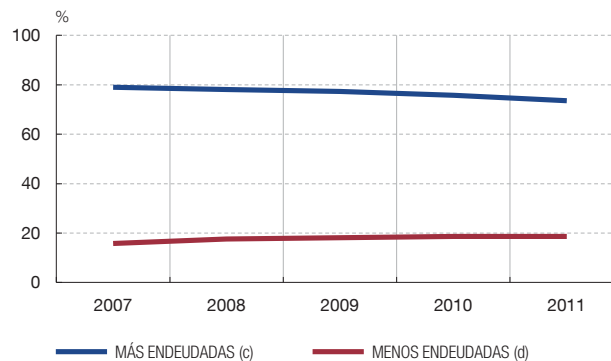
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS GRANDES (b)



NIVEL DE DEUDA DE LAS PYMES



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS PYMES (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Todos los datos de 2011 están enlazados.
- b Ratio definida como el total de deuda con coste entre el activo neto.
- c Empresas cuya ratio de endeudamiento es mayor o igual que la ratio mediana del sector al que pertenecen.
- d Empresas cuya ratio de endeudamiento es menor que la ratio mediana del sector al que pertenecen.

compañías de las distintas ramas productivas, evitándose que los resultados estén condicionados por la diferente composición sectorial de las muestras.

Los resultados obtenidos evidencian que parece existir una conexión entre el nivel inicial de endeudamiento y la evolución que posteriormente ha mostrado el saldo de financiación. Así, tal como se aprecia en el panel superior izquierdo del gráfico 2, las empresas que presentaban en 2007 una ratio de apalancamiento por debajo de la mediana de su sector aumentaron sensiblemente su apelación a recursos ajenos durante el período

analizado. Ello llevó a que, en este agregado, el nivel de deuda se incrementara hasta 2011 más de un 33 % respecto a la situación de partida. Por el contrario, en las compañías más endeudadas se registraron reducciones de estos pasivos, que fueron casi del 10 % desde las cotas máximas alcanzadas en 2008. Como consecuencia de todo ello, las ratios de apalancamiento mostraron una cierta convergencia entre los dos grupos de sociedades. Así, en el caso de las empresas más endeudadas, para las cuales esta ratio era del 72 % en 2007, se produjo una reducción de algo menos de 5 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 67,4 % en 2011. En sentido opuesto, en el agregado de las que tenían un nivel inicial de endeudamiento reducido esta ratio creció a lo largo de todo el período, reflejando al final de este un valor del 25,8 %, más de 6 pp por encima del registro de 2007.

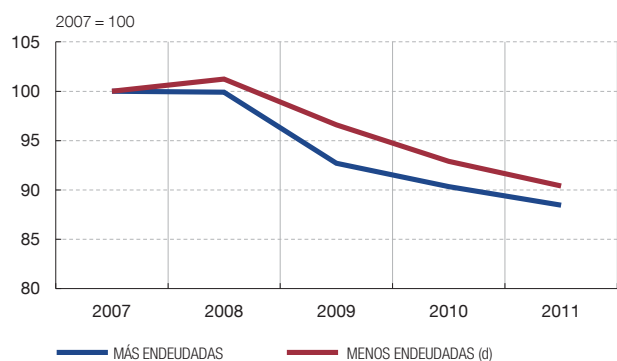
Al descender a un detalle por tamaño se alcanzan conclusiones similares a las observadas en el conjunto de la muestra (véanse los paneles centrales e inferiores del gráfico 2). Así, tanto en el caso de las empresas grandes como en el de las pequeñas y medianas, en el grupo de las que presentaban un mayor nivel de endeudamiento inicial se registraron descensos en los niveles de deuda, siendo estos más pronunciados para las sociedades de menor dimensión, que registraron una caída acumulada hasta 2011 del 11,9 % desde el máximo alcanzado en 2008, frente al 8,8 % de retroceso observado durante el mismo período para las más endeudadas de mayor tamaño. La contracción más intensa de estos fondos en las pymes más endeudadas puede estar relacionada tanto con el impacto más acusado de la crisis en este segmento como con la mayor necesidad de ajustar los balances derivada del apalancamiento más elevado del que partían, que se situaba en 2007 en el 80 %, casi 20 pp por encima del valor registrado para las sociedades grandes en esta misma situación. En contraposición, tanto en las pymes como en las grandes compañías, las que partían de una proporción de recursos ajenos en sus balances más reducida al principio del período incrementaron a lo largo de los últimos años sus deudas, si bien el crecimiento fue más significativo en las de mayor dimensión. Como consecuencia de la evolución descrita para estos pasivos, se estrecharon las diferencias entre las ratios de apalancamiento de las empresas más y menos endeudadas, tanto en las grandes como en las pymes.

Implicaciones del endeudamiento para la evolución del empleo y la inversión

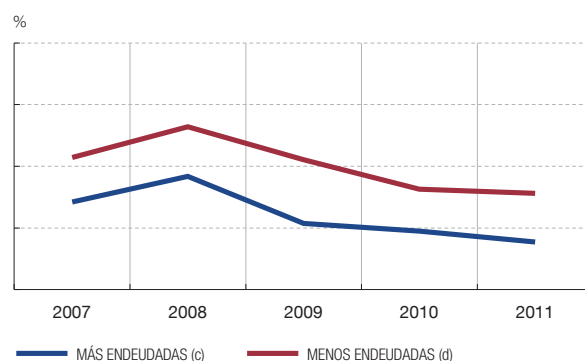
Entre 2008 y 2011 las empresas no financieras españolas se vieron fuertemente afectadas por la crisis económica y ello se tradujo en un notable deterioro de su actividad productiva, que dio lugar a una importante contracción del empleo, e influyó sensiblemente en las decisiones de inversión. Según se puede observar en los paneles de la izquierda del gráfico 3, el ajuste en las cifras de trabajadores fue más acusado para las sociedades que partían de unos niveles más elevados de endeudamiento. Así, para estas últimas la reducción de las plantillas medias se elevó hasta el 11,6 % en el conjunto del período analizado, mientras que en el agregado de empresas menos endeudadas el descenso fue del 9,6 %.

Separando las empresas en función del tamaño, se observa que el ajuste de empleo adquirió una mayor intensidad dentro de las pymes, en línea con el mayor impacto de la crisis para este tipo de sociedades. Dentro de dicho segmento, las que partían de un mayor nivel de endeudamiento fueron las que experimentaron los mayores retrocesos de plantillas, con una caída acumulada de más del 18 % en el período analizado. Por su parte, en las compañías pequeñas y medianas con una situación financiera inicial más sólida, aunque también se reflejó una notable reducción del número de trabajadores, esta fue algo más moderada, registrándose disminuciones del 15 % respecto al nivel existente en 2007. Este mismo comportamiento diferencial en función del grado de apalancamiento inicial se observa dentro de las sociedades de mayor dimensión.

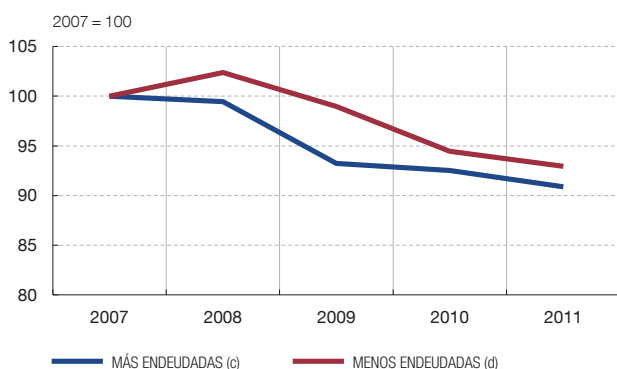
1 EMPLEO. MUESTRA COMPLETA



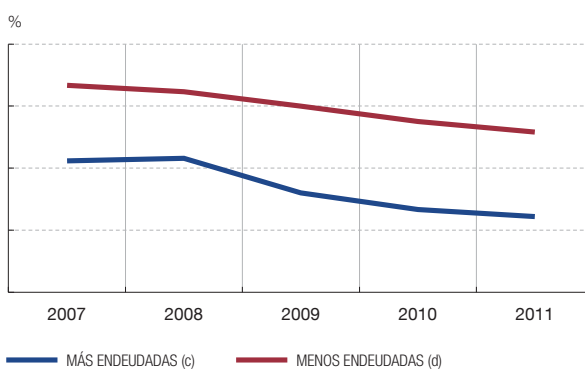
2 FBK/AN. MUESTRA COMPLETA (b)



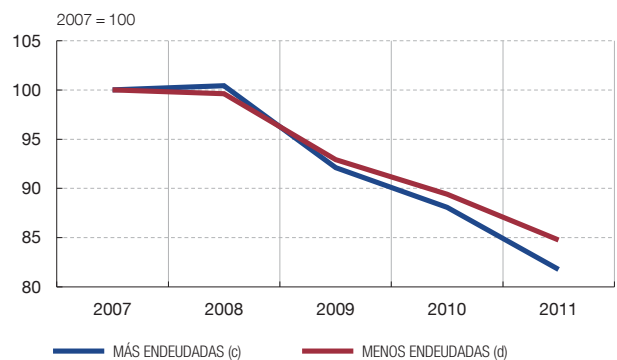
3 EMPLEO. EMPRESAS GRANDES



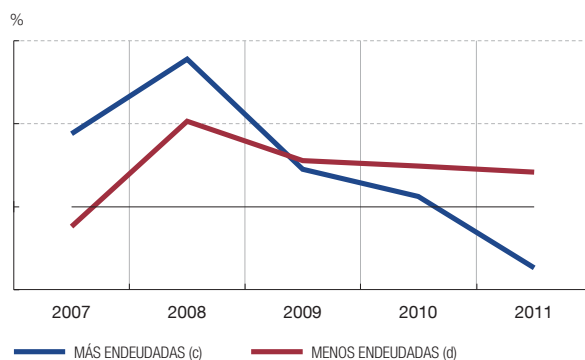
4 FBK/AN. EMPRESAS GRANDES (b)



5 EMPLEO. PYMES



6 FBK/AN. PYMES (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los datos de 2011 se enlazan a partir de la evolución registrada por la muestra de empresas de ese ejercicio.
- b Ratio definida como la formación bruta de capital entre el activo neto.
- c Empresas cuya ratio de endeudamiento era en 2007 mayor que la ratio mediana del sector al que pertenecen.
- d Empresas cuya ratio de endeudamiento era en 2007 menor o igual que la ratio mediana del sector al que pertenecen.

En cuanto al desarrollo de la actividad inversora (medida por el flujo de formación bruta de capital fijo material dividido entre el saldo del activo neto al inicio de cada período⁴), se

4 En el caso de las empresas de la CBB, al no disponerse de suficientes detalles de información, se ha aproximado el concepto de formación bruta de capital fijo a partir de la diferencia de los saldos de balance de los activos fijos materiales, corregida de su amortización anual.

aprecia cómo a partir de 2008 esta variable registró una progresiva pérdida de dinamismo (véanse los paneles de la derecha del gráfico 3). Al distinguir según el peso de los recursos ajenos en los balances, y al igual que se observaba al analizar la evolución del empleo, se detecta que las sociedades que presentaban un mayor grado de apalancamiento mostraron un deterioro más acusado del ritmo inversor en comparación con el de aquellas con un menor endeudamiento.

Al dividir la muestra según el tamaño de las sociedades se aprecia, en primer lugar, que la disminución de la actividad inversora fue sensiblemente mayor en las pymes, lo que nuevamente ilustra cómo este tipo de sociedades se vio comparativamente más afectado por la crisis. Además, dentro de este segmento, las que partían de niveles de endeudamiento más elevados experimentaron una caída más intensa de sus inversiones que la del resto de compañías pequeñas y medianas, llevándolas incluso a reflejar un valor negativo en el último año. Asimismo, también en las empresas grandes menos endeudadas la pérdida de vigor de la inversión fue comparativamente más moderada que en las que presentaban un elevado apalancamiento, siendo capaces de mantener durante los últimos años un nivel de la ratio de inversión superior al de estas últimas.

Conclusiones finales

Los resultados de este artículo ilustran la existencia de una elevada heterogeneidad en la evolución reciente de la deuda empresarial en función de características tales como la rama de actividad, tamaño o situación financiera de las compañías. Concretamente, la evidencia presentada muestra cómo el proceso de desapalancamiento iniciado en 2009 está siendo más intenso que el que se deduce de los datos agregados y que está concentrado, como cabría esperar, en las empresas que presentaban unas mayores necesidades de saneamiento por haber alcanzado su endeudamiento cotas más elevadas. Este desarrollo está siendo compatible, sin embargo, con un mayor dinamismo de los fondos ajenos en las sociedades con una situación financiera inicial más sólida, que habrían podido aumentar incluso su recurso a la financiación externa durante el período analizado, al disponer de mayor margen para ello y ser percibidas, en promedio, como más solventes por los prestamistas.

Por otra parte, la evidencia presentada ilustra cómo las compañías en las que el peso de los recursos ajenos en sus balances era más elevado antes de la crisis han mostrado, durante los últimos años, una evolución más desfavorable de las plantillas y de la inversión en activos fijos materiales. Ello sugiere que las empresas con niveles de deuda más elevados se han visto comparativamente más afectadas en el desarrollo de su actividad empresarial al ser más vulnerables frente a perturbaciones adversas, mostrando unas mayores necesidades de ajuste y saneamiento.

10.1.2013.

