El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?

Documento de trabajo 03/12

Mayo 2012

Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Sandra Jódar-Rosell
Economista
Departamento de Análisis Económico
sjodar@lacaixa.com

Inmaculada Martínez Carrascal
Economista
Departamento de Análisis Económico
inmaculada.martinez@lacaixa.com

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, 2012

© Sandra Jódar-Rosell

© Inmaculada Martínez Carrascal

Resumen

- La expansión de los pasivos empresariales se produjo en muchos países de la zona euro. Como consecuencia, los niveles de endeudamiento del sector empresarial se sitúan en niveles históricamente elevados y es una fuente de vulnerabilidad.
- A nivel agregado, los indicadores de apalancamiento de las empresas españolas son similares a los de otros países, pero los de deuda en relación al resultado indican la necesidad de reducir el endeudamiento y aumentar la productividad.
- No obstante, a un nivel más desagregado, existen diferencias significativas entre las ratios de endeudamiento entre empresas en función, entre otros, de la rama de actividad en la que operan y del tamaño.
- En general, las empresas pequeñas que operan en sectores manufactureros están más endeudadas que las grandes y soportan una mayor carga financiera. El desaprovechamiento de economías de escala en estos sectores podría ser una explicación de ello.
- Desde 2007, la mayoría de sectores han iniciado un proceso de desapalancamiento. La reducción de los niveles de endeudamiento es fruto de una menor demanda (niveles más bajos de actividad, menor formación bruta de capital y mayor retención de beneficios disminuyen la necesidad de financiación), así como de una menor calidad de esta (el deterioro de los resultados ha incrementado el riesgo de sus proyectos y la aversión al riesgo ha limitado el crecimiento de los créditos).
- El proceso de desapalancamiento también se ha llevado a cabo en el resto de países. La comparación entre los niveles de endeudamiento de España y de otros países de la zona euro, teniendo en cuenta el sector y el tamaño la de empresa, muestra que son los sectores donde se partía de un mayor endeudamiento relativo los que más han reducido su apalancamiento.
- Las empresas pequeñas han reducido más su ratio de apalancamiento que las grandes y se sitúan en la mayoría de sectores en niveles de endeudamiento similares a los de otros países europeos. Aun así, considerando la empresa representativa, en 2009 en un 30% de los sectores la empresa pequeña estaba aún más endeudada que su homóloga europea, porcentaje que asciende al 43% en las empresas grandes. En estas últimas, además, se observa una importante heterogeneidad: según el sector considerado el desapalancamiento ha sido significativamente mayor o menor que en el resto de países.
- La mayor reducción del endeudamiento de la empresa pequeña española se justifica por la mayor debilidad de sus resultados.
- La debilidad de los resultados empresariales (en especial de la empresa pequeña) en nuestro país obliga a seguir con el proceso de desapalancamiento. La empresa pequeña debería ganar tamaño y rentabilidad para reducir su carga financiera.

El endeudamiento del sector empresarial en España: según el indicador con que se mire

El crecimiento del endeudamiento de las sociedades no financieras durante la década de los 90 y hasta 2007 fue un fenómeno generalizado en la mayoría de países europeos y especialmente intenso en los periféricos, entre ellos España. Por este motivo suele afirmarse que el endeudamiento de nuestras empresas es excesivo y que urge acometer un proceso de desapalancamiento.

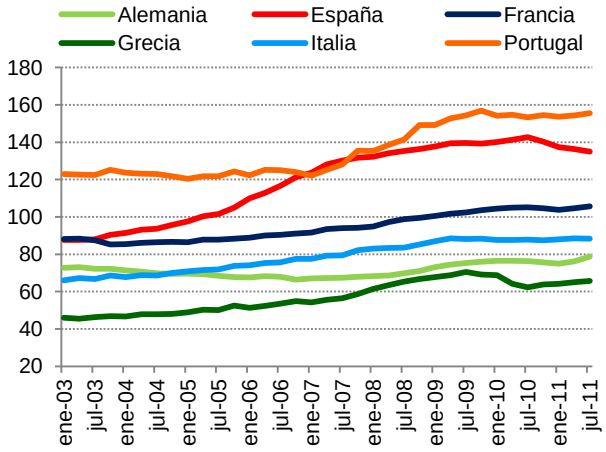
Para medir los niveles de endeudamiento podemos utilizar distintos indicadores. Las ratios más utilizadas son la de deuda sobre activos (que informa sobre el porcentaje del balance financiado con fondos ajenos), la de deuda sobre resultado económico bruto (que mide la capacidad de devolución de la deuda con las rentas generadas), y la de carga financiera sobre el resultado (porcentaje del resultado destinado al pago de intereses por las deudas contraídas). Valores altos de estas ratios indican vulnerabilidad de las empresas, al sugerir dependencia excesiva de fondos externos o altos porcentajes del resultado destinados al pago de deudas.

Las conclusiones sobre el endeudamiento en relación al del resto de países varían según el indicador utilizado. Parece que la estructura del balance de nuestras empresas no muestra en términos agregados signos de sobreendeudamiento: el porcentaje financiado con fondos propios está en línea con el que presentan otros países de la zona euro. Por el contrario, los indicadores relativos al resultado o al valor añadido bruto son los que recogen un mayor nivel de endeudamiento diferencial respecto a otros países del área euro[1], indicando la necesidad de aumentar la rentabilidad de los activos empresariales. El deterioro de nuestra economía ha agudizado este problema, al erosionar las cuentas de resultados en un gran número de sectores, y generar un aumento de las ratios de endeudamiento que toman como referencia esta variable.

Conviene señalar también que aun cuando algunos indicadores de endeudamiento se sitúen en niveles similares a los del resto de países, eso no significa que no sea conveniente una reducción de los mismos. En general, y pese al proceso de desapalancamiento iniciado en la mayoría de países a raíz del estallido de la crisis financiera a finales de 2007, los niveles de endeudamiento se sitúan aún en muchos países en valores históricamente elevados. Estos niveles son una fuente de vulnerabilidad para el sector empresarial, especialmente en un contexto de costes de financiación elevados.

Las empresas españolas presentan ratios elevadas a juzgar por su valor añadido…

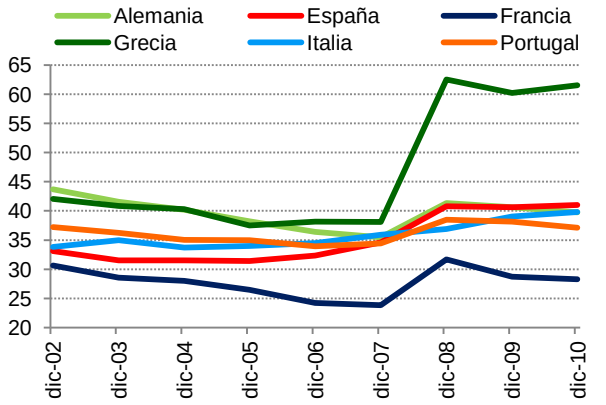
Deuda de las sociedades no financieras (en % del valor añadido bruto)



(*) La deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro.
Fuente: BCE.

…pero en relación a sus activos su nivel de endeudamiento no parece tan elevado

Deuda de las sociedades no financieras (en % de los activos)



(*) La deuda incluye préstamos (salvo financiación interempresarial), valores distintos de acciones y reservas técnicas de seguro.
Fuente: BCE.

[1] El aumento de la inversión neta de las empresas españolas en el extranjero (entre 1999 y 2008 el promedio anual superó los 25.000 millones, partiendo de niveles muy reducidos), tiene un impacto significativo en el crecimiento de los niveles de endeudamiento. Estas inversiones generan un menor valor añadido en España, explicando parte de la diferencia entre las ratios de deuda sobre activo y de deuda sobre valor añadido. Véase "*Evolución de las inversiones en el extranjero de las empresas no financieras españolas e implicaciones para su estructura financiera y rentabilidad", Banco de España, diciembre 2011.*

¿Qué nivel de endeudamiento deberíamos esperar? Las características de la empresa importan

Las ratios presentadas en el apartado anterior son ratios agregadas para el conjunto de la economía y enmascaran el hecho de que pueden variar mucho entre las distintas empresas que la componen. En primer lugar, los niveles de endeudamiento alcanzados pueden ser muy distintos, pues son resultado de distintas necesidades de financiación externa, distinta capacidad para conseguirla y distintas visiones sobre cómo gestionar la estructura de capital de la empresa. Por otro lado, la sostenibilidad del nivel de endeudamiento de cada una de ellas dependerá de la calidad de los activos que posea, así como de su capacidad para generar ingresos futuros.

No existe pues un único nivel óptimo de endeudamiento al cual todas las economías deban converger. Al contrario, para juzgar el endeudamiento empresarial de un país es necesario hacerlo a la luz de todos los determinantes comentados anteriormente. Naturalmente, el problema es que este tipo de información es muy difícil de obtener. Sin embargo, la literatura económica ha logrado enlazar estos determinantes con características de las empresas que son fáciles de observar, como son el sector en el que operan o el tamaño que tienen.

Así, es de esperar que distintos sectores presenten distintos niveles de endeudamiento. En primer lugar, pueden diferir en la necesidad de conseguir financiación externa debido a desajustes entre las inversiones necesarias y los ingresos de la actividad. Cuestiones como la escala mínima inicial del proyecto, la frecuencia de las inversiones necesarias o los flujos de caja son claves para ello y difieren notablemente entre sectores[2]. En segundo lugar, obtener esta financiación puede resultar más fácil para unos sectores que para otros. Los activos fijos tangibles, maquinaria por ejemplo, pueden ser aportados como garantía de préstamos y facilitar así el endeudamiento de sectores que los tengan en mayor proporción[3].

Por otro lado, el acceso a la financiación es distinto según el tamaño de la empresa. Así, obtener financiación externa requiere poder transmitir información precisa acerca de la capacidad de la empresa para satisfacer sus compromisos, así como de sus beneficios futuros. La capacidad de gestión y el valor de los activos de la empresa resultan claves para ello pero son, en ocasiones, difíciles de verificar por sus potenciales acreedores. Empresas jóvenes y la pequeña y mediana empresa son las más afectadas, pues circula poca información sobre ellas: ni sus contratos suelen ser públicos, ni emiten títulos cotizados por los comparativamente elevados costes que ello supone.

Ante este menor acceso a los mercados de financiación, las empresas pequeñas tienden a confiar más en la autofinanciación o recurren en mayor medida al crédito bancario. Las empresas grandes, en cambio, tienen más instrumentos de financiación externa a su alcance y pueden gestionar también sus niveles de deuda en función de su efecto sobre variables como la flexibilidad financiera, las calificaciones crediticias o la cotización de la empresa[4]. En cualquier caso, el comportamiento de las empresas pequeñas es distinto al de las empresas grandes, no solo en cuanto a nivel de endeudamiento sino también en cuanto a su composición.

A la luz de la importancia de estas dos características de la empresa, los siguientes dos apartados detallan el estado del endeudamiento de las empresas españolas según su sector y tamaño.

Fuerte variabilidad del endeudamiento entre sectores

Utilizando la base de datos BACH, que proporciona información desagregada de cuenta de resultados y balance para una muestra representativa de empresas en 82 ramas de actividad[5], podemos identificar las ratios de endeudamiento de los distintos sectores de la economía española.

Analizando el promedio de la deuda sobre los activos de los distintos sectores en 2010, se observa una importante dispersión del endeudamiento según el sector considerado: entre el más y el menos endeudado existe una diferencia de 60 p. p. Ello subraya la necesidad de considerar la composición del tejido productivo al valorar el endeudamiento promedio de una economía, pues este dependerá en gran medida de los sectores en los que esté especializada.

Entre los más endeudados, se encuentran sectores que necesitan bien de una gran escala, bien de largos periodos de gestación de ingresos, o bien disponen de activos tangibles: actividades de apoyo a las industrias extractivas, actividades de des-

[2] Véase Rajan, R. y Zingales, L. (1996), "Financial dependence and growth", *NBER Working Paper* nº 5758.

[3] Campello, M. y E. Giambona (2010), "Asset tangibility and capital structure", Working paper, University of Illinois.

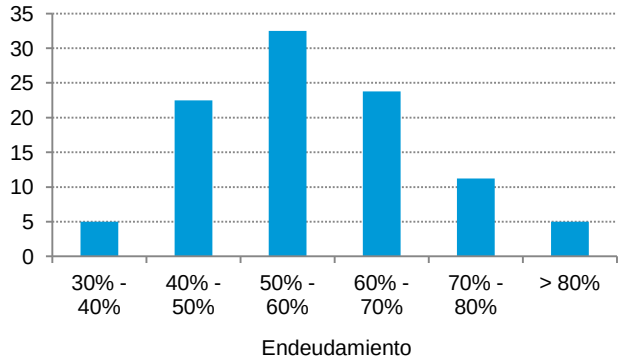
[4] Graham, J.R. y C.R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, nº 60.

[5] Según la clasificación CNAE 2009 (rev 2).

contaminación y otros servicios de gestión de residuos, las sanitarias y de servicios sociales y la construcción. En otros casos, como el de las actividades relacionadas con el empleo, su elevado endeudamiento resulta más difícil de explicar.

La mayor parte de los sectores presenta un endeudamiento superior al 50% de sus activos

Distribución de la ratio de endeudamiento (% de sectores, 2010)*



(*) Deuda sobre activos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH.

Por otro lado, entre las ramas de actividad con una ratio de endeudamiento inferior al 40% encontramos principalmente servicios, menos necesitados de inversiones frecuentes: recogida y tratamiento de aguas residuales; actividades postales y de correo; bibliotecas, archivos, museos y otras actividades culturales y consultoría de gestión empresarial.

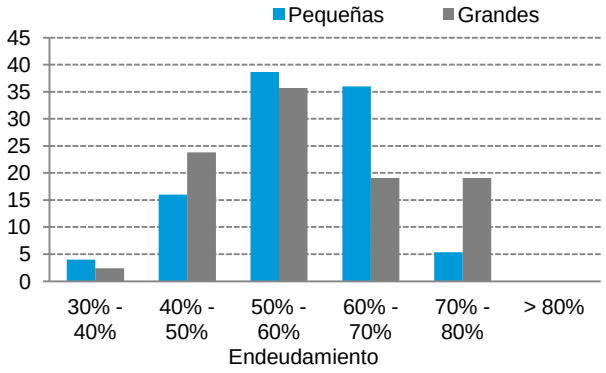
Para calibrar mejor la situación de los distintos sectores, resulta útil combinar la información anterior con la proporcionada por la ratio de deuda sobre resultados. Así, en algunos casos una elevada ratio sobre activos se sostiene por unos buenos resultados. Este es el caso de sectores como el de las telecomunicaciones, las manufacturas alimentarias, los servicios de publicidad e investigación de mercados o las actividades de alquiler. En cambio, la situación de sectores como el de la construcción; la fabricación de productos informáticos, electrónicos y ópticos; o las actividades relacionadas con el empleo es mucho más delicada al presentar resultados negativos en 2010.

Diferencias importantes, pero no sistemáticas, según el tamaño de la empresa

Los datos de endeudamiento de las empresas españolas corroboran que existen diferencias en el nivel de apalancamiento según el tamaño. En promedio las empresas pequeñas están ligeramente menos endeudadas que las grandes (55% vs. 58%), pero esta conclusión no puede generalizarse para todos los sectores. Los datos para 2010 muestran que, en general, las empresas pequeñas de los sectores manufactureros y del comercio (mayorista y minorista) estaban más endeudadas que las empresas grandes. En cambio, las empresas pequeñas del sector servicios o de la construcción lo estaban bastante menos.

El endeudamiento de los sectores es distinto según el tamaño de empresa que se considere

Distribución de la ratio de endeudamiento (% sectores, 2010)*



(*) Deuda sobre activos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH.

Estos diferentes niveles de endeudamiento se reflejan en las ratios de carga financiera y deuda sobre resultados: con algunas excepciones, los sectores en los que la empresa pequeña está más apalancada que la grande, como las manufacturas y el pequeño comercio, son los que presentan mayor nivel de carga financiera y de deuda sobre resultados. La carga financiera de sus pequeñas empresas supera a la de las grandes entre 20 y 70 p. p., y el número de años de resultado operativo que serían necesarios para cubrir su deuda es hasta 5 veces el de la empresa grande.

Sin embargo, no es posible realizar la misma afirmación en sentido contrario para el resto de sectores. Para aquellos cuya pequeña empresa está en promedio menos endeudada que la grande, no siempre se cumple que la primera presente menores ratios de carga financiera o de deuda sobre resultados.

El hecho de que las empresas pequeñas tiendan a presentar mayores ratios de deuda sobre resultados que las grandes, tanto si su ratio de endeudamiento es mayor como si es menor al de estas, puede ser indicativo de la existencia de economías de escala que no están siendo aprovechadas. Por ello, es conveniente un aumento del tamaño de la pequeña empresa que le permita aumentar su ren-

tabilidad y aproximar su ratio de deuda sobre resultados al de la grande (en 2010 fue superior en un 55% de los sectores).

¿Cómo distinguir si el endeudamiento de nuestras empresas es excesivo?

Una vez constatada la existencia de distintos niveles de endeudamiento entre las empresas españolas según su tamaño y el sector en el que operan, cabe preguntarse si estos son sostenibles o bien resultan excesivos. Vistos los condicionantes que afectan al nivel de endeudamiento, una forma de responder a esta pregunta es analizando si, ante circunstancias parecidas, empresas en otros países pueden operar con niveles más bajos.

Para analizarlo, se ha construido un indicador de endeudamiento de las empresas españolas relativo a países de la zona euro. A fin de asegurar que las circunstancias a las que se enfrentan las empresas sean lo más parecidas posible, el indicador se ha construido para cada rama de actividad y cada tamaño de empresa. De este modo, comparando niveles de endeudamiento entre empresas de la misma rama se minimizan las diferencias que puedan venir por particularidades sectoriales. Si además se compara entre empresas del mismo tamaño, las diferencias que puedan proceder de un mayor o menor acceso a los mercados también se reducen. Las diferencias restantes deberían ser pues atribuibles a la distinta capacidad de gestión o a otras diferencias idiosincráticas.

Así pues, el indicador de endeudamiento relativo (D^r) de las empresas españolas de tamaño i y pertenecientes al sector j toma la siguiente forma:

$$D_{ij}^{r} = \frac{D_{ij} - \overline{D_{ij}}}{\sigma_{ij}}$$

donde $\overline{D_{ij}}$ es el promedio, para una muestra de países de la zona Euro[6], del endeudamiento de las empresas del mismo tamaño y rama de actividad. σ es la desviación estándar de este promedio.

De este modo, esta diferencia estandarizada nos permite determinar, para cada sector y tamaño, si la empresa española está más o menos endeudada de lo que entra dentro de los parámetros habituales en otros países europeos: un valor muy alto de esta diferencia indica sobreendeudamiento (relativo al nivel europeo).

Finalmente, cabe señalar que para calcular el endeudamiento (D_{ij}) de las empresas de cada grupo no disponemos de los datos de balance y cuenta de resultados de cada una de las empresas de la muestra. En su lugar, la base de datos proporciona directamente tres medidas estadísticas posibles: el promedio, la mediana y el percentil 75% para cada sector y tamaño de empresa[7]. Es razonable pensar que empresas que tengan una misma capacidad de gestión o circunstancias idiosincráticas muy parecidas se sitúen en rangos de endeudamiento también parecidos y, por ello, experimenten una evolución similar. De ser así, utilizar la mediana y el percentil 75% (en lugar del promedio) permite eliminar el impacto de los valores extremos de la distribución e identificar mejor las consecuencias sobre cada grupo[8]. Además, la mediana suele tomarse como reflejo del endeudamiento de la empresa representativa.

El inconveniente del análisis por percentiles es que estos datos tan solo están disponibles de manera generalizada hasta 2009. Así pues, tan solo es posible tener una medida del endeudamiento relativo de las empresas españolas en 2010 a través de los datos promedio, que reflejarán una combinación del estado de las empresas representativas y de las empresas con valores más extremos.

Endeudamiento excesivo: un problema generalizado de la empresa española en el inicio de la crisis

Comparando las medianas del indicador de endeudamiento relativo, casi la mitad de los sectores llegaron al inicio de la crisis financiera con un nivel de endeudamiento igual o superior al de sus homólogas europeas. Así, en un 42% de las ramas de actividad, la empresa pequeña representativa estaba igual o más endeudada que sus equivalentes europeas. Este porcentaje ascendía al 49% en el grupo de grandes empresas.

[6] Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.

[7] Si tomáramos las empresas pertenecientes a un mismo grupo y las ordenáramos por su nivel de endeudamiento, la mediana recogería el endeudamiento de la empresa situada justo en el medio: el 50% de las empresas del grupo tendría ratios inferiores y el otro 50% ratios superiores. La empresa situada en el percentil 75%, en cambio, se situaría en el rango elevado de endeudamiento de manera que tan solo el 25% de las empresas de su grupo tendrían ratios superiores.

[8] Como podrá observarse al analizar las medianas de cada grupo y compararlas con el gráfico de la página 4, este impacto es muy significativo. El porcentaje de sectores con elevadas ratios de endeudamiento es superior si se utilizan los datos promedio. Al tratarse de un promedio ponderado, ello es indicativo de que, dentro de cada grupo, las mayores empresas tienen un endeudamiento superior.

Las mayores ratios de endeudamiento de las empresas españolas las situaban en una posición vulnerable ante la llegada de la crisis. Esta vulnerabilidad se refleja en las ratios de deuda sobre resultados, ya que es el resultado empresarial lo que permite la devolución de los pasivos y asegura la viabilidad de la empresa. Así, en 2007 la carga financiera de las empresas pequeñas representativas de cada sector oscilaba entre el 2% y el 20% del beneficio bruto (cuando este era positivo). Para más de la mitad de los sectores, esta carga financiera se incrementó a finales de 2009. El incremento promedio fue del 15%, aunque en algún caso llegó incluso a doblarse. Para las empresas grandes, la situación es algo distinta: mientras su carga financiera se distribuía entre un rango de valores algo más elevado, para el 60% de los sectores esta se redujo a finales de 2009.

Ante esta situación, una respuesta natural de las empresas es intentar reducir su apalancamiento, concentrándose en satisfacer sus compromisos de deuda antes de embarcarse en nuevas inversiones que puedan requerir nuevo endeudamiento. Del mismo modo, además de esta menor demanda, el deterioro del resultado también incrementa el riesgo que perciben los acreedores de que las empresas no puedan hacer frente a sus compromisos. Este hecho dificulta la renovación del crédito a corto plazo (ya sea bancario, comercial o en forma de instrumentos de deuda), con lo que el proceso de desapalancamiento se acentúa, especialmente en un contexto de menor apetito por el riesgo.

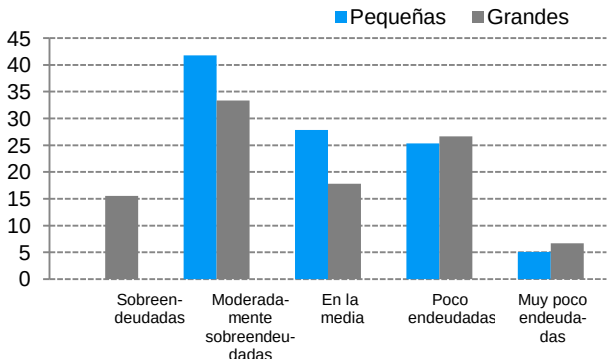
Tras el sobreendeudamiento, el necesario desapalancamiento

El ajuste de las ratios de endeudamiento parece haber sido más intenso entre las empresas pequeñas que entre las grandes. Así, mientras que en 2007 la empresa pequeña representativa presentaba ratios superiores al 50% en un 68% de los sectores, esta cifra se redujo al 49% en 2009. En conjunto, entre 2007 y 2009, el endeudamiento promedio entre las empresas pequeñas se redujo un 4,6%.

La empresa grande representativa, en cambio, redujo su endeudamiento algo menos (3,9%) y presentaba aun más heterogeneidad. En su caso, del 58% de sectores con endeudamiento superior al 50% de sus activos en 2007, se pasó al 53% en 2009. No obstante, sí se redujo el porcentaje de sectores con empresas grandes endeudadas por encima del 70%, que pasó del 22% en 2007 al 14% en 2009.

El sobreendeudamiento empresarial en 2007: más acusado en la empresa grande

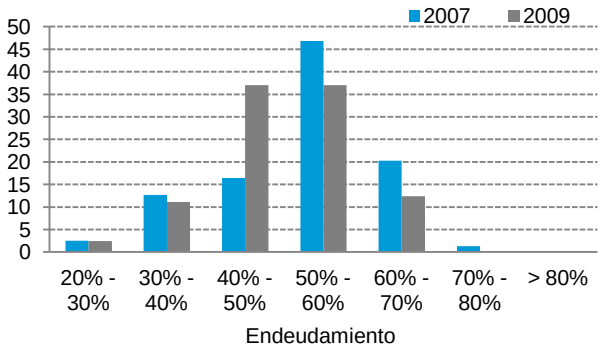
Distribución del endeudamiento relativo al promedio europeo (en % sectores, 2007)*



(*) Promedio calculado con datos de las empresas en el percentil 50% de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

Notable desapalancamiento de la empresa pequeña entre 2007 y 2009

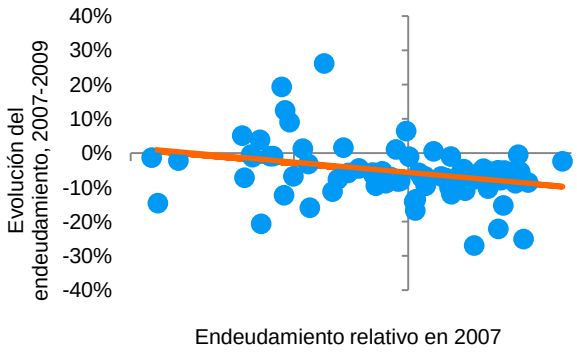
*Distribución de la ratio de endeudamiento, % de sectores**



(*) Deuda sobre activos. Datos para el percentil 50%.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH.

Mayor reducción entre los sectores con mayor endeudamiento relativo a Europa en 2007

*Endeudamiento de la empresa pequeña**



(*) Deuda sobre activos. Datos para el percentil 50%.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

Entre los sectores que han experimentado un mayor desapalancamiento se encuentran, en el caso de las empresas pequeñas, la extracción de minerales metálicos y las actividades de construcción especializada. En el caso de las grandes, se encuentran las actividades sanitarias, los servicios de alojamiento y la confección. En ambos casos, estos sectores presentaban ratios de entre las más elevadas al inicio de la crisis.

De hecho, cabría esperar que el desapalancamiento fuera más intenso para aquellos sectores cuyas empresas partían, en 2007, de mayores niveles de endeudamiento relativo al promedio europeo. Los datos muestran como esta relación parece cumplirse dentro de cada grupo comparable de empresas. No obstante, se observa también una notable dispersión de la evolución del endeudamiento alrededor de lo que sugeriría su nivel relativo inicial. Como ya se ha comentado anteriormente, sin duda este hecho se explica por las diferencias relativas existentes entre la empresa española y el promedio europeo en cuestiones como la aportación de garantías, el potencial de rentabilidad futura o la dependencia de la financiación a corto.

Además, cabe señalar que, dentro de cada sector, es probable que parte de este proceso de desapalancamiento se haya producido por la desaparición de empresas muy endeudadas, especialmente entre las empresas pequeñas. Dos hechos apuntan en esta dirección. En primer lugar, un análisis como el del apartado anterior para la muestra de empresas más endeudadas de cada sector (percentil 75%) revela que el sobreendeudamiento de estas empresas en 2007 era mucho más acusado. Por otro lado, el número de sectores con al menos un cuarto de sus empresas pequeñas en pérdidas pasó del 36% en 2007 al 78% en 2009. No es descabellado pensar, por tanto, que muchas de las empresas pequeñas más endeudadas en 2007 hayan desaparecido en estos años, reduciéndose así el endeudamiento promedio del sector.

Entre las empresas grandes, en cambio, el porcentaje de sectores que tenía al menos un cuarto de sus empresas en pérdidas era del 30% en 2009, por lo que es de esperar que esta vía traumática de desapalancamiento sea menos importante.

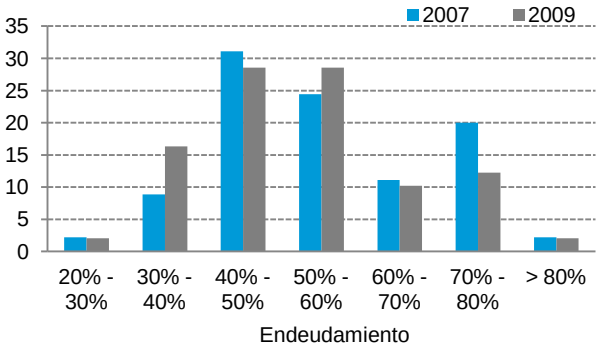
Por último, además de los factores de demanda, en la superior reducción del endeudamiento de la pequeña empresa pueden haber influido factores de oferta. La pequeña empresa, al ser más dependiente de la financiación bancaria, sufrió más la caída en la oferta crediticia, resultado de la dificultad de la banca para renovar sus vencimientos de deuda y del empeoramiento en la calidad crediticia de las empresas (y en especial de las pequeñas, con superiores tasas de morosidad).

El endeudamiento excesivo de la empresa española persiste en algunos sectores

Finalmente, cabría preguntarse si el proceso de desapalancamiento realizado hasta ahora ha sido más o menos severo que el que tuvo lugar en otros países europeos, de manera que todavía pueda hablarse de sobreendeudamiento en algunos sectores.

El desapalancamiento de la empresa grande entre 2007 y 2009 fue menos generalizado

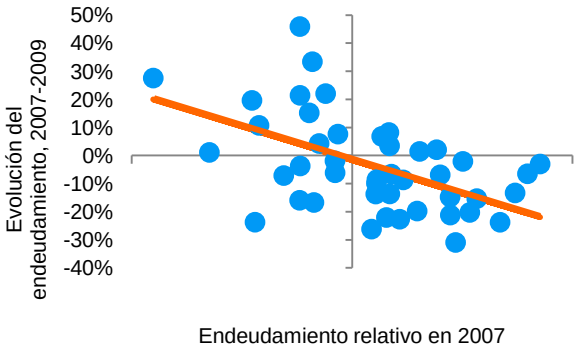
Distribución de la ratio de endeudamiento, % de sectores*



(*) Deuda sobre activos. Datos para el percentil 50%.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH.

Mayor reducción entre los sectores con mayor endeudamiento relativo a Europa en 2007

*Endeudamiento de la empresa grande**



(*) Deuda sobre activos. Datos para el percentil 50%.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

Empezando por las empresas pequeñas, el ajuste realizado entre 2007 y 2010 parece haberlas situado en una posición más comparable a la europea. Así, el porcentaje de sectores donde la empresa pequeña representativa española estaba moderadamente más endeudada que sus pares europeas

pasó del 41,8% en 2007 al 30,4% en 2009. En 2010, el ajuste se habría acelerado hasta alcanzar un porcentaje cercano al 20%, a juzgar por los datos obtenidos a partir del promedio de empresas pequeñas.

La mayor intensidad del desapalancamiento de las empresas pequeñas españolas es consistente con el mayor deterioro relativo que han experimentado sus resultados. El porcentaje de sectores con un 25% de sus empresas pequeñas en pérdidas era en España claramente superior al del resto de países de la muestra, siendo únicamente superado por Portugal. Así, la carga financiera de nuestras empresas creció un 15,7%, por tan solo un 2,8% en los países analizados.

El resultado para las empresas grandes está más polarizado, en coherencia con la heterogeneidad comentada anteriormente. Así, el porcentaje de sectores que en 2007 estaban moderadamente más endeudados que en Europa se redujo en 2009 y aumentó el porcentaje de sectores en los casos extremos. En otras palabras, la empresa grande representativa experimentó un desapalancamiento más intenso que en Europa en ciertos sectores, mientras que en otros gozó de un proceso más suave. En 2010, y como en el caso de las empresas pequeñas, el proceso de ajuste se intensificó.

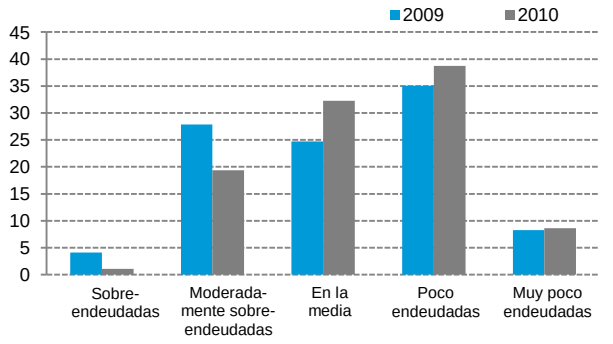
De nuevo, la menor reducción del endeudamiento diferencial respecto al resto de países en la empresa grande representativa puede venir de la mejor evolución de sus resultados. Así, la carga financiera experimentó un descenso del 12,0% en España, frente a un aumento del 4,2% en el resto de países analizados.

En resumen, las empresas pequeñas han sufrido en mayor medida que las grandes las presiones para desapalancarse y acercarse a los niveles de endeudamiento de sus homólogas europeas. Así, en 2010, pocos sectores (20%) tenían a sus empresas pequeñas sobreendeudadas en relación con Europa. En cambio, más de un 40% tenía a sus empresas grandes aún con endeudamiento excesivo.

Es de esperar que en 2011, año en que los resultados empresariales sufrieron un mayor deterioro y las condiciones de financiación se endurecieron significativamente, las empresas españolas decidiesen reducir en lo posible su dependencia de fondos externos, y que por tanto las ratios presentadas se hayan reducido aún más.

El número de sectores sobreendeudados continúa reduciéndose entre las empresas pequeñas

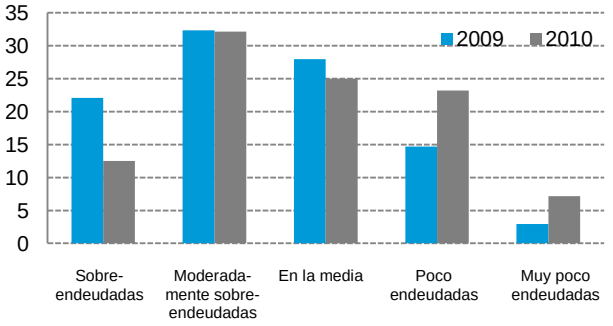
Distribución del endeudamiento relativo al promedio europeo (en % sectores, empresa pequeña)*



(*) Promedio calculado con datos de las empresas en el percentil 50% de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

El sobreendeudamiento entre las empresas grandes también se reduce pero sigue siendo superior

Distribución del endeudamiento relativo al promedio europeo (en % sectores, empresa grande)*



(*) Promedio calculado con datos de las empresas en el percentil 50% de Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.
Fuente: Elaboración propia en base a datos BACH-ESD.

Conclusiones

El análisis de los niveles de endeudamiento del sector empresarial en España muestra que existe una gran heterogeneidad según el sector y tamaño de empresa que se considere.

Por un lado, los sectores de manufacturas y servicios parecen los más sobreendeudados en relación a los niveles observados en Europa. Por otro lado, se observan también importantes diferencias entre los niveles de endeudamiento de las grandes empresas y las pequeñas. El signo de la diferencia depende del sector considerado y no es posible extraer la conclusión de que la empresa representativa de un tamaño esté más o menos endeudada que la otra. Sin embargo, las empresas pequeñas

tienden a presentar mayores ratios de deuda sobre resultados que las grandes, independientemente de que presenten una mayor o menor ratio de deuda sobre activos que estas. Ello puede ser indicativo de la existencia de economías de escala que no están siendo aprovechadas.

Los datos muestran que el proceso de desapalancamiento está siendo mucho más intenso en las empresas pequeñas que en las grandes. Posiblemente, la explicación se encuentra en el mayor deterioro que han sufrido sus resultados, que se ha traducido en aumentos importantes de su carga financiera pese al entorno de tipos bajos y, probablemente, en la desaparición de las más débiles. Como resultado de este proceso de desapalancamiento, en el conjunto de empresas pequeñas en la actualidad existan significativamente menos sectores sobreendeudados respecto a otros países de la Unión Europea que en el pasado.

En el caso de la gran empresa, la mejor evolución de sus resultados ha hecho menos urgente este proceso y aún se observa un importante número de sectores sobreendeudados. Sin embargo, la heterogeneidad dentro de este grupo es importante. Así, mientras que en los últimos años unos sectores se han desapalancado más que en otros países, en otras ramas de actividad el ajuste ha sido menor.

En cualquier caso, tanto para la pequeña empresa como para la grande, el mayor ajuste ha tendido a producirse entre los sectores con mayor sobreendeudamiento relativo inicial. Para esos sectores es para los que puede hablarse de una acumulación de deuda excesiva, que ha debido corregirse ante la llegada de la crisis. En el resto de los casos, pese a que las empresas puedan presentar ratios más elevadas, estas parecen estar justificadas por las características del sector o por las de la propia empresa.

La situación económica actual hace prever que los resultados empresariales serán aún muy débiles en 2012 y 2013. Así pues, las presiones para el desapalancamiento continuarán para aquellas empresas sobreendeudadas y las obligarán a conseguir mejoras en la rentabilidad que permitan acercar sus niveles de deuda sobre resultados a los de otros países europeos. En este sentido, la pequeña empresa de sectores como el manufacturero o el comercio parece tener campo por recorrer. Esta deberá ser capaz de aprovechar las economías de escala existentes para ganar rentabilidad y, de este modo, reducir la carga financiera que soporta.