

CONFERENCIA SOBRE

# RIESGO PAÍS 2018

## CAMBIOS EN LAS CONDICIONES DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN: VULNERABILIDAD FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Joaquín Maudos,  
Catedrático de Análisis Económico de la  
Universidad de Valencia y Director Adjunto  
de Investigación del IVIE

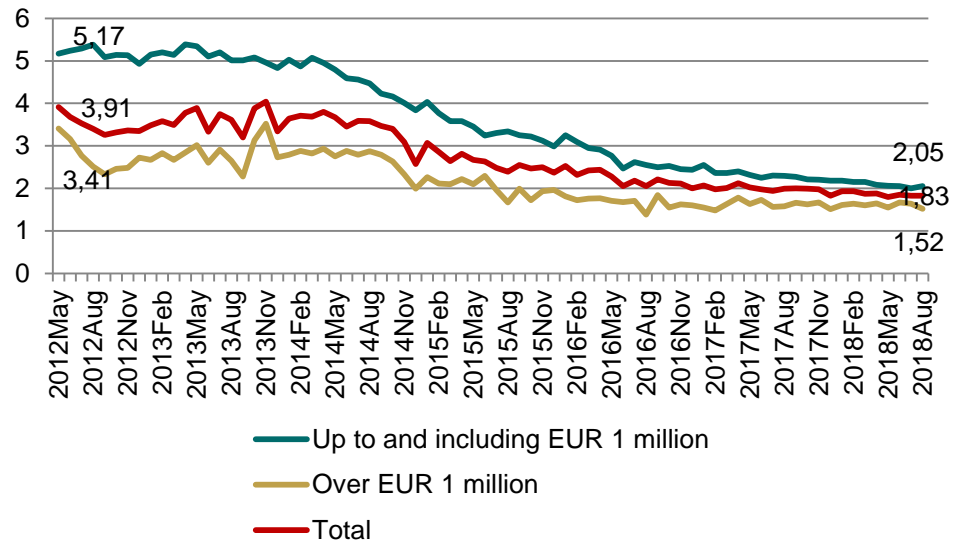
**Ivie**

# 1. Motivación: la importancia de las condiciones en el acceso a la financiación

1. Desde finales de 2013, España crece por encima de la eurozona: **3% en 2017 vs 2,4%**. Esto ha permitido:
  - aumentar en **2.300.000 millones el número de ocupados-EPA**
  - reducir la tasa de paro 11 pp. hasta el **14,5%**.
  - pasar de un déficit a un superávit por cuenta corriente y de capital (**capacidad de financiación**) en torno a **20.000 millones de euros** desde 2014.
  - reducir el **déficit público** de un 10,9% del PIB en 2009 a un **3,1%** en 2017.
  - disminuir la **posición neta de inversión internacional** del -100% del PIB en 2014 al **-82,6%** en 2T-2018.
  - reducir la **deuda privada**, como porcentaje del PIB, **67 pp** desde 2010, hasta acercarse a la media de la eurozona.
2. Los llamados vientos de cola explican una parte importante del reciente crecimiento, siendo uno de ellos la política monetaria expansiva del BCE que ha **mejorado las condiciones en el acceso a la financiación**.
3. Los vientos de cola han amainado y preocupa el efecto que puede tener el cambio de tono de la política monetaria del BCE y por tanto **la futura subida de tipos de interés**, sobre todo en **las empresas financieramente vulnerables**.

# 1. Motivación: la importancia de las condiciones en el acceso a la financiación

Tipos de interés sintético de nuevas operaciones de préstamo a empresas. Porcentaje



Desde 2012, ha habido un importante **ahorro de costes financieros de las empresas**:

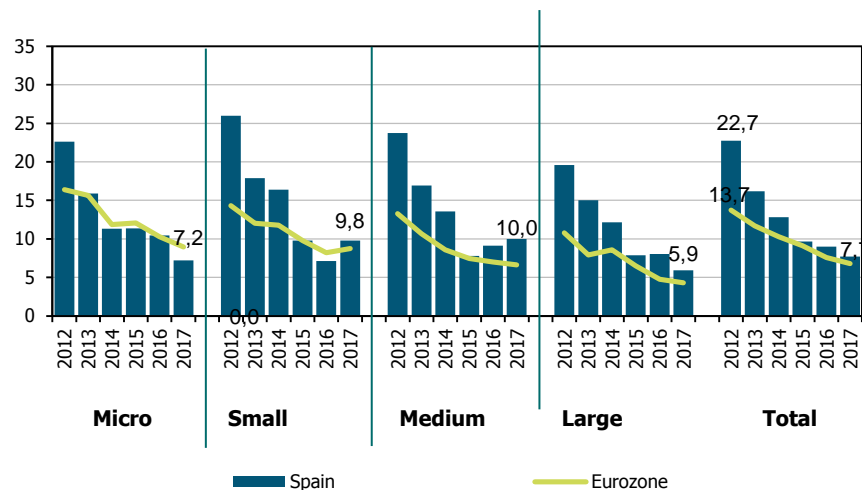
- El tipo de interés se ha reducido 208pb, con mas intensidad en Pymes (312 pb) que en grandes empresas (189 pb)
- Se ha acortado y mucho la brecha entre Pymes y grandes empresas: de 176 pb a 53 pb.

Fuente: BCE

# 1. Motivación: la importancia de las condiciones en el acceso a la financiación

- Desde 2013 **las condiciones en el acceso a la financiación bancaria han mejorado mucho** en España, aunque más en grandes empresas que en las pequeñas.

## Porcentaje de empresas cuyo principal problema es el acceso a la financiación, España y Eurozona, 2012-2017



- El porcentaje de empresas españolas que identifica el acceso a la financiación como su principal problema, ha caído del 22,7% al 7,7%, situándose en un nivel solo ligeramente por encima de la eurozona (6,8%)
- El porcentaje es menor en las grandes empresas (5,9%)

Fuente: BCE

**La mejora en las condiciones de financiación ha reducido la vulnerabilidad de las empresas españolas**

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### ¿Cuándo una empresa es financieramente vulnerable?

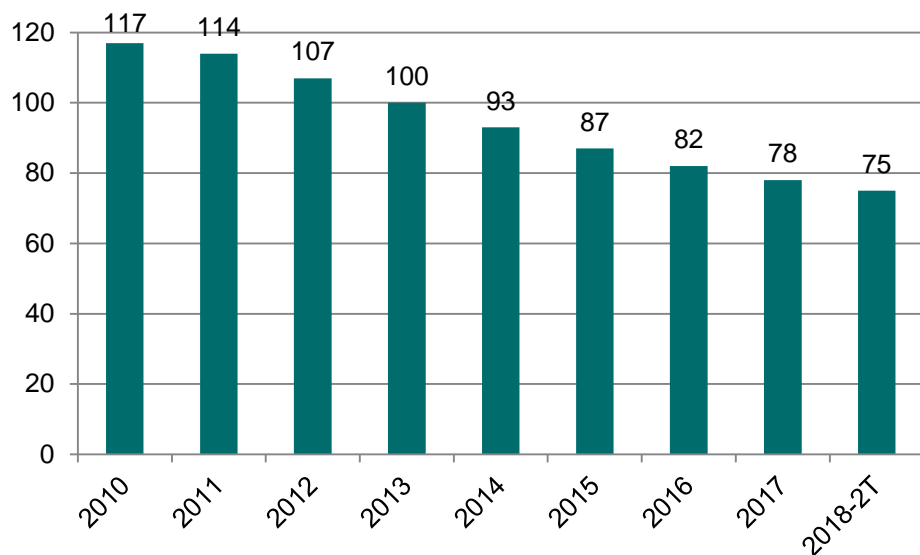
- Cuando debe destinar un elevado porcentaje de su margen empresarial a hacer frente a la carga de la deuda.
- En estas empresas, la viabilidad es muy sensible a una caída de la rentabilidad y/o a una subida de los tipos de interés.
- Serán **más vulnerable** cuanto:
  1. **mayor** sea su nivel de **endeudamiento**
  2. **menor su rentabilidad**
  3. **menor la ratio de cobertura de intereses** =  $(\text{EBITDA} + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros}$

Si la ratio de cobertura de intereses (RCI) es menor que 1, la empresa es financieramente vulnerable, porque los costes financieros superan sus resultados.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### (1) Endeudamiento de las empresas españolas

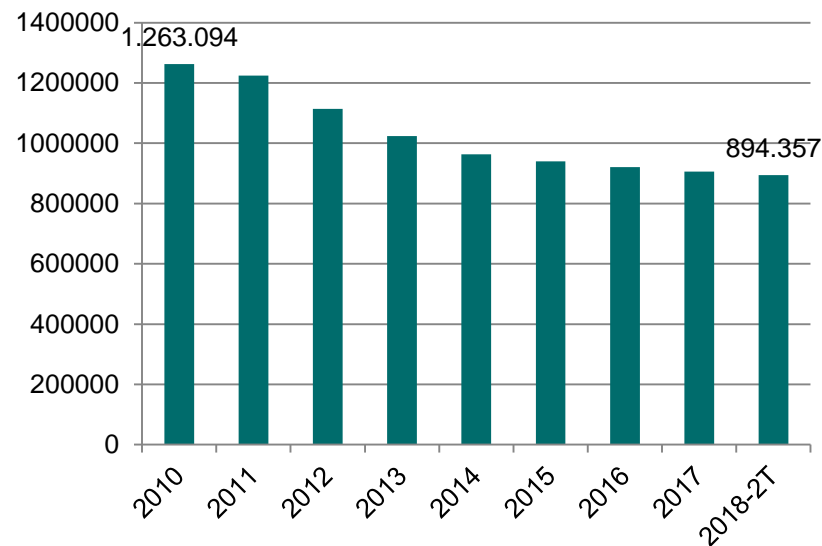
Deuda consolidada empresas/PIB (%)



Fuente: BdE

La ratio deuda/PIB de las empresas ha caído 42 pp. desde su máximo en 2010 hasta el 75% en 2018-2T, para situarse ligeramente por debajo de la eurozona.

Deuda empresas. Millones de euros



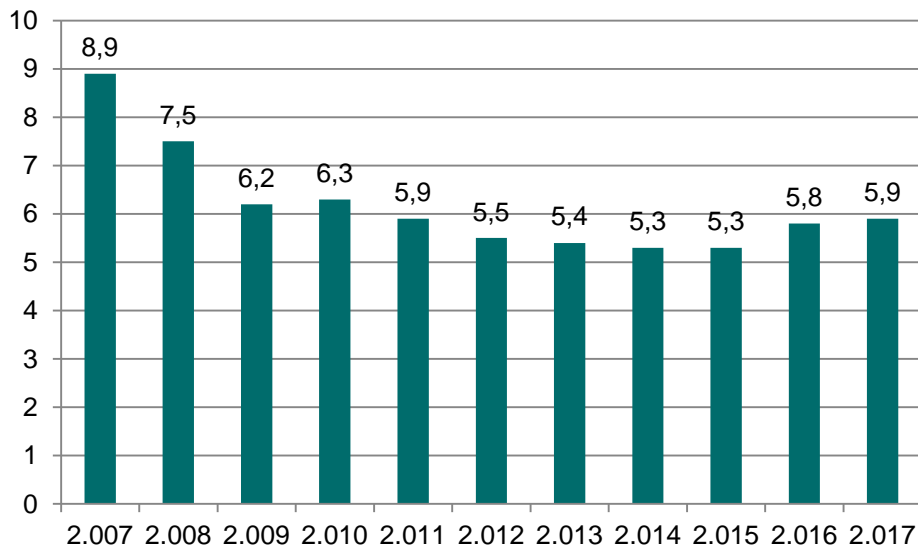
El desapalancamiento empresarial desde 2010 asciende a 369.000 millones de euros (caída del 29%).

Un desapalancamiento acelerado que ha pasado factura en el negocio bancario y que hundió la inversión.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### (2) Rentabilidad de las empresas españolas

Rentabilidad ordinaria del activo neto (%)



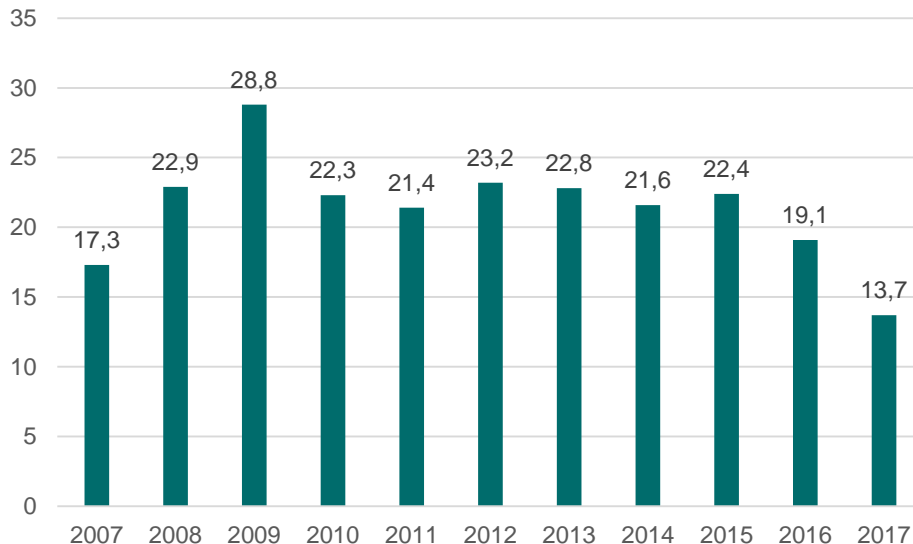
Fuente: BdE (Central de Balances)

Tras el impacto de la crisis, la rentabilidad se está recuperando desde 2015, aunque muy lentamente.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### (3) Ratio de cobertura de intereses de las empresas españolas

Carga financiera: intereses pagados/  
(resultado de explotación + ingresos financieros) (%)



Fuente: BdE (Central de Balances)

- Las empresas españolas han pasado de destinar el 28,8% de sus resultados empresariales a pagar intereses de la deuda en 2009, al 13,7% en 2017. Se explica por:
  - Desapalancamiento
  - Mejora en el acceso a la financiación (menor coste)
  - Recuperación de la rentabilidad
- La vulnerabilidad financiera de las empresas se ha reducido, como consecuencia de los tres factores.

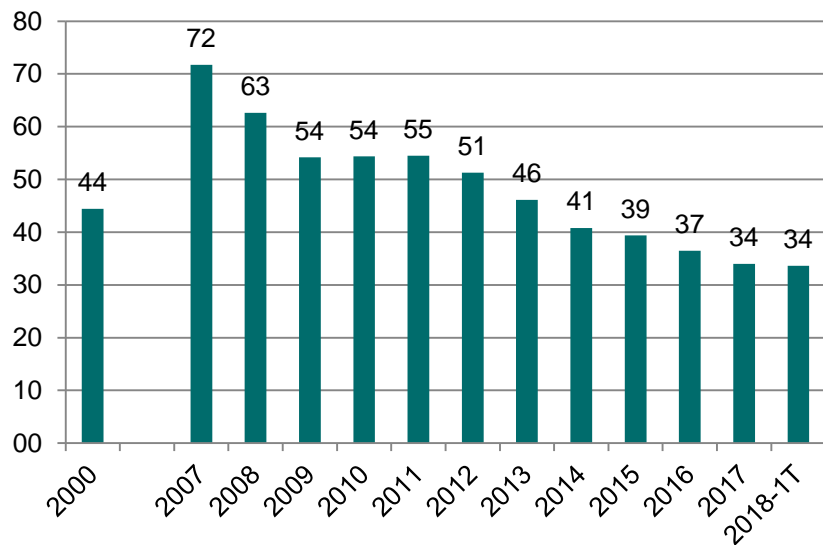
**Pero además de pagar los intereses, hay que amortizar principal.  
¿Qué hay de la carga de la deuda?**



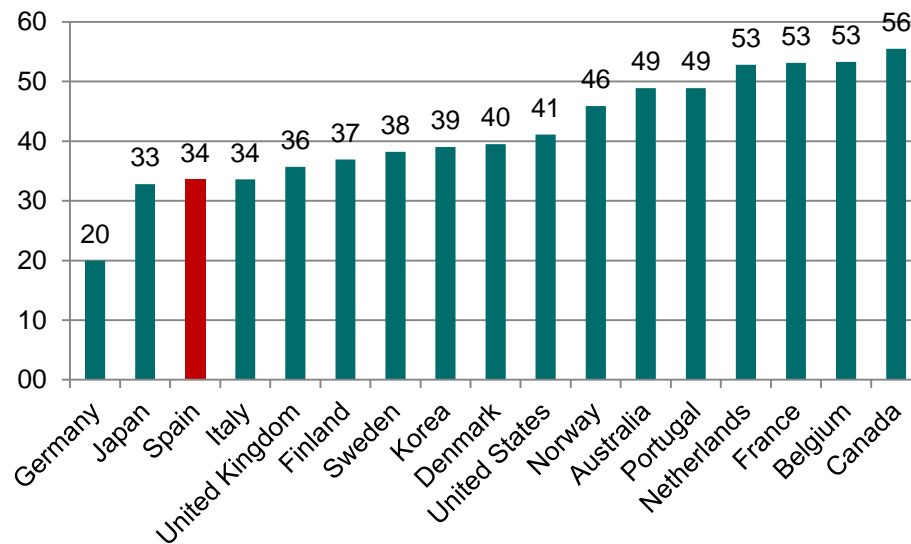
## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

Ratio del servicio de la deuda de las empresas (intereses+amortización)/renta bruta disponible. Porcentaje

### España



### 2018-1T



Fuente: BIS

- La ratio del servicio de la deuda ha caído a más de la mitad desde 2007 y se sitúa en la actualidad en el 34%

- La ratio del servicio de la deuda se sitúa en la actualidad por debajo de Italia, Francia, Reino Unido y EEUU. Solo supera a Alemania y Japón.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

**Cautela:** las medias enmascaran diferencias acusadas entre empresas, de forma que coexisten empresas frágiles desde el punto de vista financiero con otras empresas.

Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad		Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)	
		I a II TR 2017	I a II TR 2018
	R ≤ 0%	23,0	21,6
	0% < R ≤ 5%	24,2	25,5
	5% < R ≤ 10%	17,2	15,8
	10% < R ≤ 15%	9,7	10,6
	15% < R	25,8	26,6
PRO MEMORIA: Rentabilidad mediana (%)		5,9	5,8

FUENTE: Banco de España.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### Centrémonos en las empresas frágiles

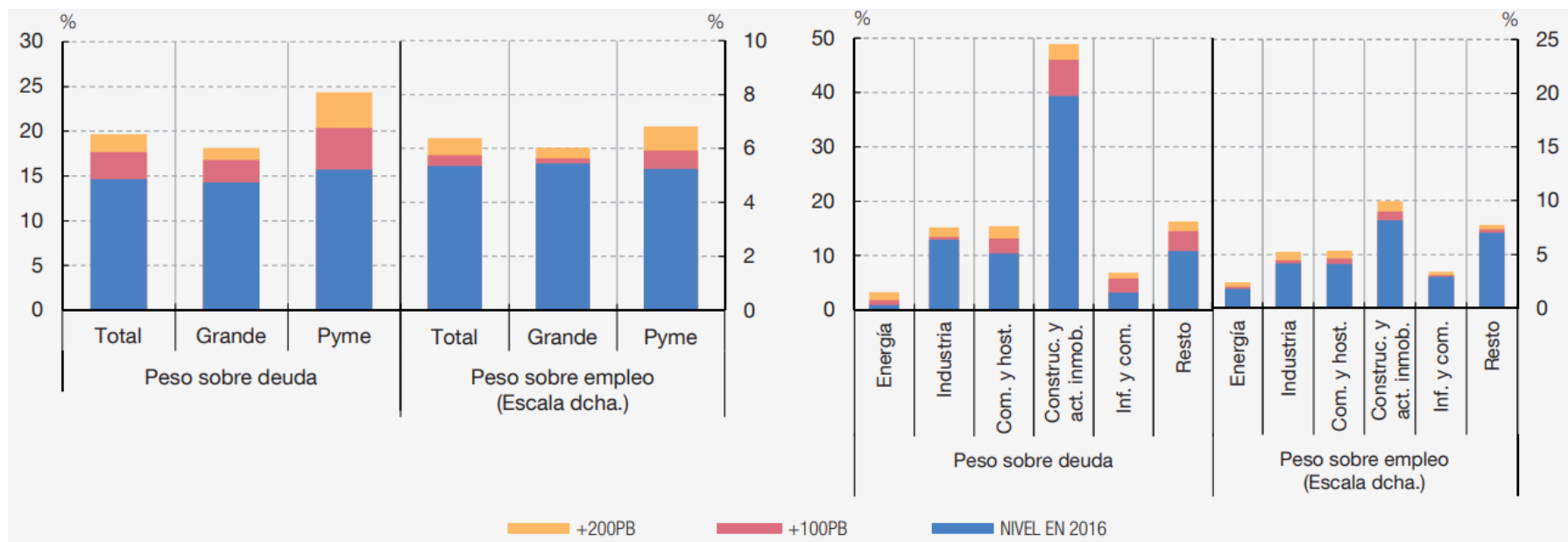
- ¿Qué porcentaje de las empresas españolas son financieramente vulnerables?
- ¿Qué porcentaje de la deuda está en esas empresas?
- ¿Qué porcentaje del empleo está en empresas frágiles?

**Empresa vulnerable:  $RCI < 1$  en dos ejercicios consecutivos**

**$RCI = (\text{resultado de explotación} + \text{ingresos financieros}) / \text{gastos financieros} < 1$**

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### DEUDA Y EMPLEO DE LAS EMPRESAS VULNERABLES: PESO EN EL TOTAL, 2016



Fuente: Banco de España

La deuda en empresas frágiles representa el 15% del total (140.000M€). En las Pymes el porcentaje es algo mayor (16%) que en las grandes (14%).

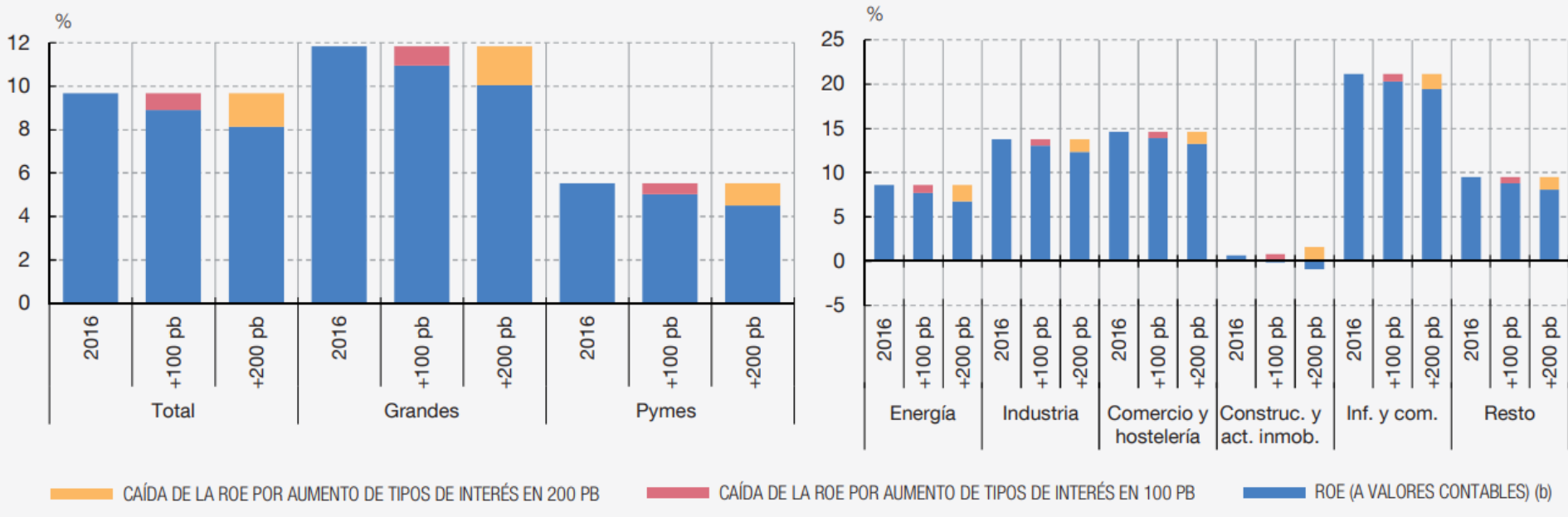
En términos de empleo, las empresas vulnerables concentran algo más del 5% del total, siendo el porcentaje parecido en grandes y Pymes.

En el sector de la construcción y actividades inmobiliarias, la deuda en riesgo llega a casi el 40%, y el empleo al 8%.

## ¿Qué impacto tendría una subida de los tipos de interés?

### 3. El futuro en el acceso a la financiación: vulnerabilidad financiera

#### IMPACTO SOBRE LA RENTABILIDAD (ROE) DE AUMENTOS EN LOS COSTES DE FINANCIACIÓN.

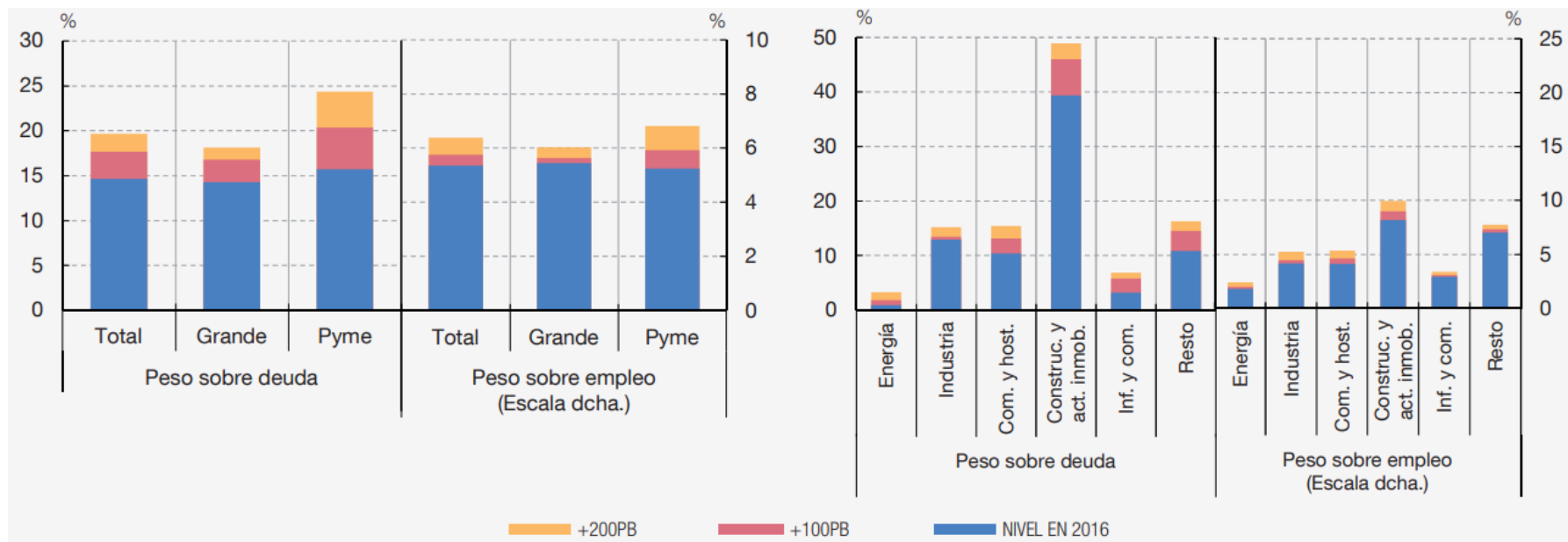


Fuente: Banco de España

- Una subida de tipos de 100 pb en el coste la financiación supone una caída de solo 80 pb, y aumenta a 130 pb si la subida es de 200 pb.
- En las grandes empresas la caída de la rentabilidad es mayor, pero parten de niveles mucho más elevados (12% vs 7%).
- Tras el aumento del tipo de interés de 200 pb, la ROE cae al 10% en las grandes y a menos del 5% en las Pymes.
- El sector de la construcción y act. inmobiliarias es el más afectado y parte de niveles de rentabilidad muy reducidos.

## 2. Vulnerabilidad financiera de las empresas

### IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA DEUDA Y EL EMPLEO EN RIESGO



Una subida de 200 pb del tipo de interés aumentaría del 14,7% a casi el 20% la deuda en riesgo: 40.000M€ de aumento.

En las Pymes el aumento es mayor hasta llegar a casi el 25% vs 18% en las grandes.

Esa subida de 200 pb aumentaría hasta algo más del 6% el empleo en riesgo, siendo de casi el 7% en las Pymes

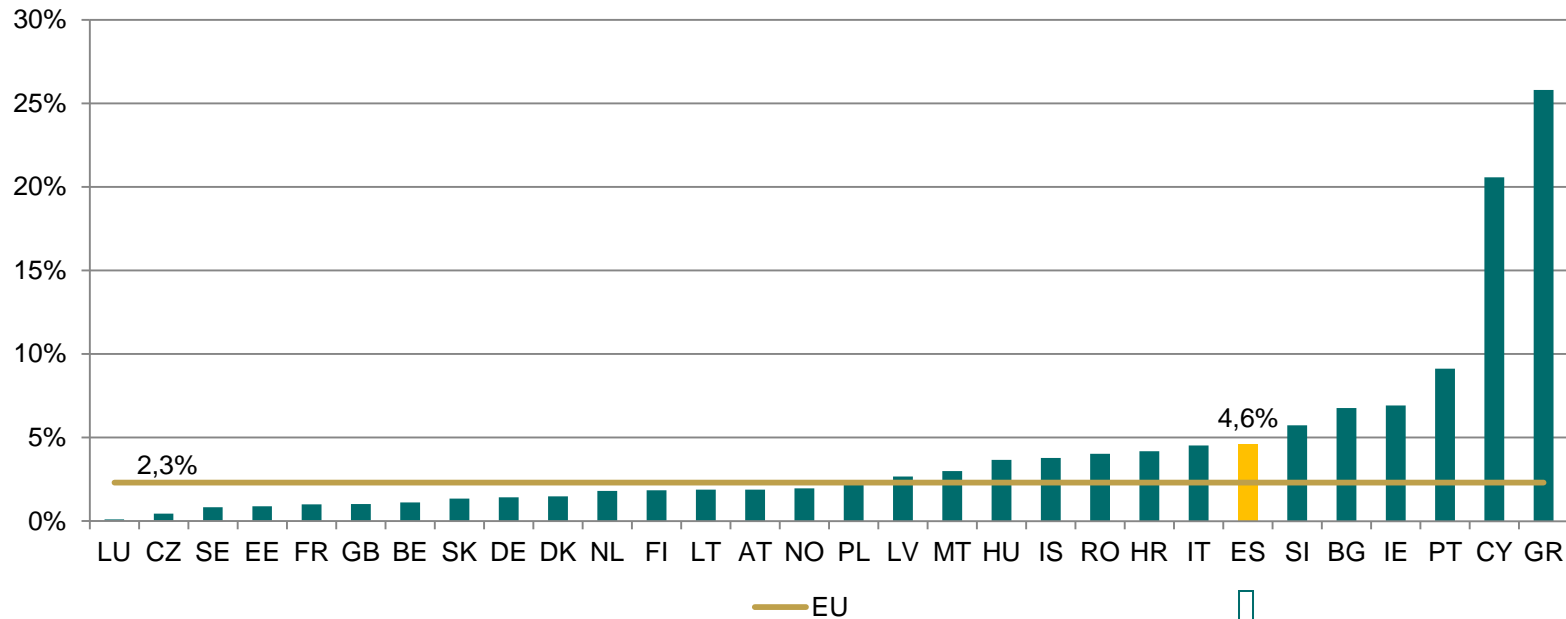
En las actividades ligadas al ladrillo, el aumento de tipos de interés supondría que la deuda en riesgo llegaría a casi el 50% y el empleo al 10%.

## 4. Conclusiones

- 1) **Han mejorado** y mucho las condiciones en el **acceso a la financiación** de las empresas españolas.
- 2) Ha sido **clave** el papel del **BCE** (“viento de cola”).
- 3) La mejora de la rentabilidad con la salida de la recesión y el intenso desapalancamiento ha **reducido la vulnerabilidad financiera**, por lo que hace a las **empresas más resistentes** ante una subida de tipos que se prevé suave.
- 4) Sigue habiendo **un importante porcentaje** de la deuda y el empleo en **empresas en riesgo** (frágiles desde el punto de vista financiero) y el origen de su fragilidad está sobre todo en su baja rentabilidad.
- 5) A nivel agregado **hay más deuda en riesgo en las Pymes** que en las grandes empresas, a excepción del sector de la construcción/promoción inmobiliaria.
- 6) La **mayor vulnerabilidad en el sector inmobiliario** explica que suponga el 47% de la morosidad del préstamo a las empresas.
- 7) Un aumento de 200 pb de los tipos de interés supone una caída de 130 pb de la ROE de la empresas, aumentando del 14,7% a casi el 20% la deuda en empresas vulnerables. Las Pymes son más sensibles a la subida de tipos dada su menor rentabilidad.
- 8) Hay que **evitar que las empresas frágiles se conviertan en zombies** y que inmovilicen recursos financieros (préstamos refinanciados) en detrimento del resto de empresas y también de la productividad.

## 4. Conclusiones

### Ratio de refinanciación del total activo de la banca de la UE-28. 2018-2T



Fuente: EBA

96.000 millones €





## Joaquín Maudos

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia, Director Adjunto de Investigación del Ivie y colaborador del CUNEF  
(Twitter: @JMaudos)



Ivie