

El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?

Document de treball 03/12

Maig 2012



Estudis i Anàlisi Econòmica

www.laCaixa.es/estudis

Sandra Jódar-Rosell

Economista

Departament d'Anàlisi Econòmica

sjodar@lacaixa.com

Inmaculada Martínez Carrascal

Economista

Departament d'Anàlisi Econòmica

inmaculada.martinez@lacaixa.com

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, 2012

© Sandra Jódar-Rosell

© Inmaculada Martínez Carrascal

Resum

- L'expansió dels passius empresarials es va produir en molts països de la zona euro. Com a conseqüència, els nivells d'endeutament del sector empresarial se situen en nivells històricament elevats i és una font de vulnerabilitat.
- A escala agregada, els indicadors de palanquejament de balanç de les empreses espanyoles són similars als d'altres països, però els de deute en relació amb el resultat indiquen la necessitat de reduir l'endeutament i augmentar la productivitat.
- Tanmateix, a un nivell més desagregat, hi ha diferències significatives entre les ràtios d'endeutament d'empreses en funció, entre d'altres, de la branca d'activitat en la qual operen i de la mida.
- En general, les empreses petites que operen en sectors manufacturers estan més endeutades que les grans i suporten una càrrega financera més gran. El desaprofitement d'economies d'escala en aquests sectors podria ser-ne una explicació.
- Des del 2007, la majoria de sectors han iniciat un procés de despalanquejament. La reducció dels nivells d'endeutament és fruit de menys demanda (nivells més baixos d'activitat, menys formació bruta de capital i més retenció de beneficis disminueixen la necessitat de finançament), així com de menys qualitat d'aquesta (el deteriorament dels resultats ha incrementat el risc dels seus projectes i l'aversion al risc ha limitat el creixement dels crèdits).
- El procés de despalanquejament també s'ha dut a terme a la resta de països. La comparació entre els nivells d'endeutament d'Espanya i d'altres països de la zona euro, tenint en compte el sector i la dimensió de l'empresa, mostra que són els sectors on es partia d'un endeutament relatiu més alt els que han reduït més el seu palanquejament.
- Les empreses petites han reduït més la seva ràtio de palanquejament que les grans i se situen en la majoria de sectors en nivells d'endeutament similars als d'altres països europeus. Tot i així, considerant l'empresa representativa, el 2009 en un 30% dels sectors l'empresa petita encara estava més endeutada que la seva homòloga europea, percentatge que puja al 43% a les empreses grans. En aquestes últimes, a més, s'observa una important heterogeneïtat: segons el factor considerat, el despalanquejament ha estat significativament superior o inferior a la resta de països.
- La reducció més gran de l'endeutament de l'empresa petita espanyola es justifica perquè els seus resultats són més dèbils.
- La feblesa dels resultats empresarials (en especial de l'empresa petita) al nostre país obliga a continuar amb el procés de despalanquejament. L'empresa petita hauria de guanyar dimensions i rendibilitat per reduir la seva càrrega financera.

L'endeutament del sector empresarial a Espanya: segons l'indicador amb el qual es miri

El creixement de l'endeutament de les societats no financeres durant la dècada dels noranta i fins al 2007 va ser un fenomen generalitzat a la majoria de països europeus i especialment intens als perifèrics, entre els quals Espanya. Per aquest motiu, s'acostuma a afirmar que l'endeutament de les nostres empreses és excessiu i que és urgent iniciar un procés de despallanquejament.

Per mesurar els nivells d'endeutament podem fer servir diferents indicadors. Les ràtios més utilitzades són la de deute sobre actius (que informa sobre el percentatge del balanç finançat amb fons aliens), la de deute sobre resultat econòmic brut (que mesura la capacitat de devolució del deute amb les rendes generades), i la de càrrega financera sobre el resultat (percentatge del resultat destinat al pagament d'interessos pels deutes contrets). Valors alts d'aquestes ràtios indiquen vulnerabilitat de les empreses, en suggerir dependència excessiva de fons externs o alts percentatges del resultat destinats al pagament de deutes.

Les conclusions sobre l'endeutament en relació amb el de la resta de països varien segons l'indicador utilitzat. Sembla que l'estructura del balanç de les nostres empreses no mostra en termes agregats signes de sobreendeutament: el percentatge finançat amb fons propis està en línia amb el que presenten altres països de la zona euro. En canvi, els indicadors relatius al resultat o al valor afegit brut són els que recullen un nivell d'endeutament diferencial més alt respecte a altres països de l'àrea euro,¹ cosa que indica la necessitat d'augmentar la rendibilitat dels actius empresarials. El deteriorament de la nostra economia ha intensificat aquest problema, en erosionar els comptes de resultats en un gran nombre de sectors, i generar un augment de les ràtios d'endeutament que prenen com a referència aquesta variable.

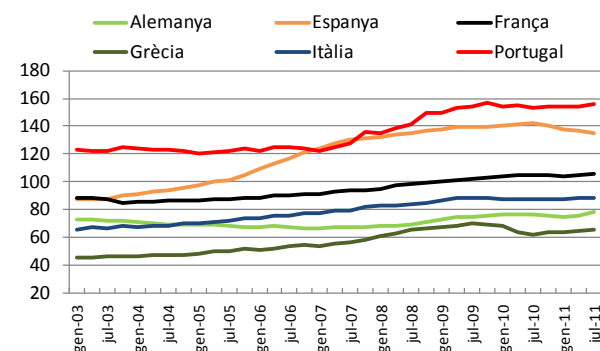
També convé assenyalar que, tot i que alguns indicadors d'endeutament se situïn en nivells

¹ L'augment de la inversió neta de les empreses espanyoles a l'estranger (entre el 1999 i el 2008 la mitjana anual va superar els 25.000 milions d'euros, partint de nivells molt reduïts), té un impacte significatiu en el creixement dels nivells d'endeutament. Aquestes inversions generen menys valor afegit a Espanya, cosa que explica part de la diferència entre les ràtios de deute sobre actiu i de deute sobre valor afegit. Vegeu "Evolución de las inversiones en el extranjero de las empresas no financieras españolas e implicaciones para su estructura financiera y rentabilidad", Banco de España, desembre de 2011.

similars als de la resta de països, això no vol pas dir que no en sigui convenient una reducció. En general, i malgrat el procés de despallanquejament iniciat a la majoria de països arran de l'esclat de la crisi financera al final del 2007, els nivells d'endeutament encara se situen en molts països en valors històricament elevats. Aquests nivells són una font de vulnerabilitat per al sector empresarial, especialment en un context de costos de finançament elevats.

Les empreses espanyoles presenten ràtios elevades tenint en compte el seu valor afegit...

Deute de les societats no financeres (en % del valor afegit brut)

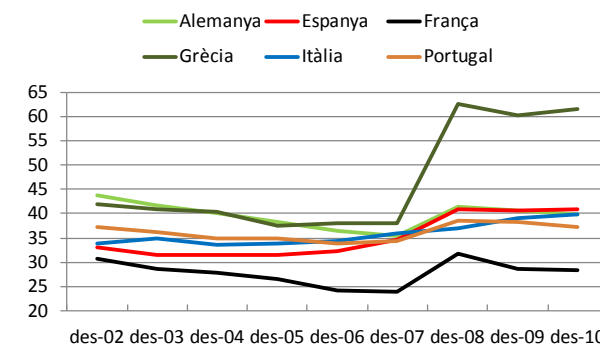


(*) El deute inclou préstecs (llevat de finançament interempresarial), valors diferents d'accions i reserves tècniques d'assegurança.

Font: BCE.

...però en relació amb els seus actius el seu nivell d'endeutament no sembla tan elevat

Deute de les societats no financeres (en % dels actius)



(*) El deute inclou préstecs (llevat de finançament interempresarial), valors diferents d'accions i reserves tècniques d'assegurança.

Font: BCE.

Quin nivell d'endeutament hauríem d'esperar? Les característiques de l'empresa importen

Les ràtios presentades a l'apartat anterior són ràtios agregades per al conjunt de l'economia i emmascaren el fet que poden variar molt entre les diferents empreses que la formen. En primer lloc, els nivells d'endeutament assolits poden ser molt diferents, ja que són resultat de diverses necessitats de finançament extern, diferent capacitat per aconseguir-lo i diverses visions sobre com gestionar l'estructura de capital de l'empresa. D'altra banda, la sostenibilitat del nivell d'endeutament de cada una d'elles dependrà de la qualitat dels actius que tingui, com també de la seva capacitat per generar ingressos futurs.

Per tant, no hi ha un únic nivell òptim d'endeutament al qual totes les economies hagin de convergir. Ben al contrari, per jutjar l'endeutament empresarial d'un país cal fer-ho a la llum de tots els determinants comentats anteriorment. Naturalment, el problema és que aquest tipus d'informació és molt difícil d'obtenir. Tanmateix, la literatura econòmica ha aconseguit enllaçar aquests determinants amb característiques de les empreses que són fàcils d'observar, com ara el sector en què operen o la dimensió que tenen.

Així, cal esperar que sectors diversos presentin nivells d'endeutament diferents. En primer lloc, poden diferir en la necessitat d'aconseguir finançament extern a causa de desajustos entre les inversions necessàries i els ingressos de l'activitat. Qüestions com l'escala mínima inicial del projecte, la freqüència de les inversions necessàries o els fluxos de caixa són claus per fer-ho i difereixen notablement entre sectors.² En segon lloc, obtenir aquest finançament pot ser més fàcil per a uns sectors que per a uns altres. Els actius fixos tangibles, maquinària per exemple, poden ser aportats com a garantia de préstecs i facilitar, d'aquesta manera, l'endeutament de sectors que els tinguin en una proporció més gran.³

D'altra banda, l'accés al finançament és diferent segons la mida de l'empresa. Així, obtenir finançament extern requereix poder transmetre informació precisa sobre la capacitat de l'empresa per satisfer els seus compromisos, així com els seus beneficis futurs. La capacitat de gestió o el

valor dels actius de l'empresa són clau per fer-ho, però, de vegades, són difícils de verificar pels seus creditors potencials. Empreses joves i la petita i mitjana empresa són les més afectades, ja que en circula poca informació: ni els seus contractes acostumen a ser públics, ni emeten títols cotitzats pels comparativament elevats costos que això suposa.

Ja que tenen menys accés als mercats de finançament, les empreses petites tendeixen a confiar més en l'autofinançament o recorren relativament més al crèdit bancari. Les empreses grans, en canvi, tenen més instruments de finançament extern al seu abast i també poden gestionar els seus nivells de deute en funció del seu efecte sobre variables com la flexibilitat financera, les qualificacions creditícies o la cotització de l'empresa.⁴ En tot cas, el comportament de les empreses petites és diferent del de les empreses grans, no sols pel que fa al nivell d'endeutament, sinó també respecte a la seva composició.

Tenint en compte la importància d'aquestes dues característiques de l'empresa, els dos apartats següents detallen l'estat de l'endeutament de les empreses espanyoles segons el seu sector i la seva dimensió.

Forta variabilitat de l'endeutament entre sectors

Utilitzant la base de dades BACH, que proporciona informació desagregada de compte de resultats i balanç per a una mostra representativa d'empreses en 82 branques d'activitat,⁵ podem identificar les ràtios d'endeutament dels diferents sectors de l'economia espanyola.

Si s'analitza la mitjana del deute sobre els actius dels diferents sectors el 2010, s'hi observa una important dispersió de l'endeutament segons el sector que es consideri: entre el més i el menys endeutat hi ha una diferència de 60 p. p. Això subratlla la necessitat de considerar la composició del teixit productiu en valorar l'endeutament mitjà d'una economia, ja que aquest dependrà en bona mesura dels sectors en què estigui especialitzada.

Entre els més endeutats, hi ha sectors que necessiten ja sia una gran escala, ja sia llargs períodes de gestació d'ingressos, o bé disposen d'actius tangibles: activitats de suport a les indústries extractives, activitats de descontaminació

² Vegeu Rajan, R. i Zingales, L. (1996), "Financial dependence and growth", *NBER Working Paper* núm. 5758.

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

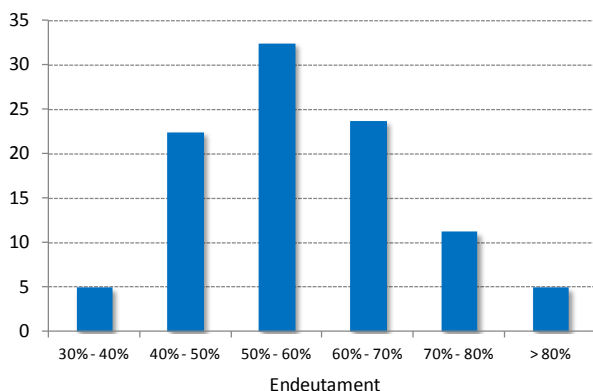
⁴ Graham, J.R. i C.R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, núm. 60.

⁵ Segons la classificació CNAE 2009 (rev 2).

i altres serveis de gestió de residus, les sanitàries i de serveis socials i la construcció. En altres casos, com el de les activitats relacionades amb l'ocupació, el seu elevat endeutament és més difícil d'explicar.

La majoria dels sectors presenta un endeutament superior al 50% dels seus actius

Distribució de la ràtio d'endeutament* (% de sectors, 2010)



(*) Deute sobre actius.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH.

D'altra banda, entre les branques d'activitat amb una ràtio d'endeutament inferior al 40% trobem sobretot serveis, menys necessitats d'inversions freqüents: recollida i tractament d'aigües residuals; activitats postals i de correu; biblioteques, arxius, museus i altres activitats culturals, i consultoria de gestió empresarial.

Per calibrar millor la situació dels diferents sectors, és útil combinar la informació anterior amb la proporcionada per la ràtio de deute sobre resultats. Així, en alguns casos una ràtio elevada sobre actius se sosté per uns bons resultats. Aquest és el cas de sectors com el de les telecomunicacions, les manufactures alimentàries, els serveis de publicitat i investigació de mercats o les activitats de lloguer. En canvi, la situació de sectors com el de la construcció; la fabricació de productes informàtics, electrònics i òptics, o les activitats relacionades amb l'ocupació és molt més delicada en presentar resultats negatius el 2010.

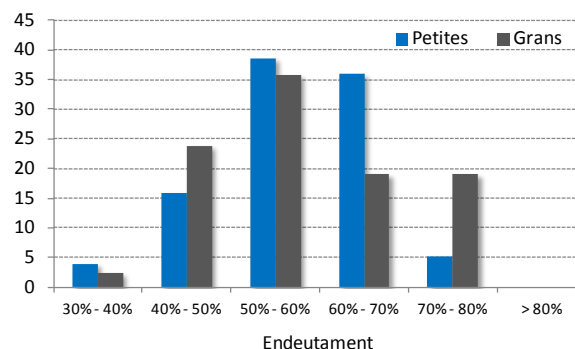
Diferències importants, però no sistemàtiques, segons la dimensió de l'empresa

Les dades d'endeutament de les empreses espanyoles corroboren que hi ha diferències en el nivell de palanquejament segons la mida. Com a mitjana, les empreses petites estan lleugerament menys endeutades que les grans (55% vs. 58%), però aquesta conclusió no es pot generalitzar per a

tots els sectors. Les dades per al 2010 mostren que, en general, les empreses petites dels sectors manufacturadors i del comerç (a l'engròs i al detall) estaven més endeutades que les empreses grans. En canvi les empreses petites del sector serveis o de la construcció ho estaven força menys.

L'endeutament dels sectors és diferent segons la dimensió d'empresa que es consideri

Distribució de la ràtio d'endeutament* (% de sectors, 2010)



(*) Deute sobre actius.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH.

Aquests diferents nivells d'endeutament es reflecteixen a les ràtios de càrrega financera i deute sobre resultats: amb algunes excepcions, els sectors en els quals l'empresa petita està més palanquejada que la gran, com les manufactures i el petit comerç, són els que presenten un nivell més gran de càrrega financera i de deute sobre resultats. La càrrega financera de les seves petites empreses supera la de les grans entre 20 i 70 p. p., i el nombre d'anys de resultat operatiu que serien necessaris per cobrir el seu deute és fins a cinc vegades el de l'empresa gran.

Això no obstant, no és possible fer la mateixa afirmació en sentit contrari per a la resta de sectors. Per a aquells la petita empresa dels quals està de mitjana menys endeutada que la gran, no sempre es compleix que la primera presenti inferiors ràtios de càrrega financera o de deute sobre resultats.

El fet que les empreses petites tendeixin a presentar ràtios de deute més elevades sobre resultats que les grans, tant si la seva ràtio d'endeutament és més petita com si és més gran que la d'aquestes, pot ser indicatiu de l'existència d'economies d'escala que no estan sent aprofitades. Per això, és convenient un augment de la dimensió de la petita empresa que li permeti augmentar la seva rendibilitat i aproximar la seva ràtio de deute sobre resultats a la de la gran (el 2010 va ser superior en un 55% dels sectors).

Com distingir si l'endeutament de les nostres empreses és excessiu?

Una vegada constatada l'existència de diferents nivells d'endeutament entre les empreses espanyoles segons la seva dimensió i el sector en el qual operen, cal preguntar-se si aquests són sostenibles o bé resulten excessius. Vistos els condicionants que afecten el nivell d'endeutament, una manera de contestar aquesta pregunta és analitzant si, davant de circumstàncies semblants, empreses en altres països poden operar amb nivells més baixos.

Per analitzar-ho, s'ha construït un indicador d'endeutament de les empreses espanyoles relatiu a països de la zona euro. A fi d'assegurar que les circumstàncies a les quals s'enfronten les empreses siguin com més semblants millor, l'indicador s'ha construït per a cada branca d'activitat i cada mida d'empresa. D'aquesta manera, comparant nivells d'endeutament entre empreses de la mateixa branca es minimitzen les diferències que puguin venir per particularitats sectorials. Si, a més, es compara entre empreses de la mateixa dimensió, les diferències que poden procedir d'un major o menor accés als mercats també es redueixen. Les diferències restants, doncs, haurien de ser atribuïbles a la diferent capacitat de gestió o a altres diferències idiosincràtiques.

Així doncs, l'indicador d'endeutament relatiu (D^r) de les empreses espanyoles de dimensió i i pertanyents al sector j té la forma següent.

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

on $\overline{D_{ij}}$ és la mitjana, per a una mostra de països de la zona euro,⁶ de l'endeutament de les empreses de la mateixa mida i branca d'activitat. σ és la desviació estàndard d'aquesta mitjana.

D'aquesta manera, aquesta diferència estandarditzada ens permet determinar, per a cada sector i dimensió, si l'empresa espanyola està més o menys endeutada del que entra dins dels paràmetres habituals en altres països europeus: un valor molt alt d'aquesta diferència indica sobreendeutament (relatiu al nivell europeu).

Finalment, cal assenyalar que per calcular l'endeutament (D_{ij}) de les empreses de cada grup

⁶ Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia i Portugal.

no disposem de les dades de balanç i compte de resultats de cada una de les empreses de la mostra. En comptes d'això, la base de dades proporciona directament tres mesures estadístiques possibles: la mitjana, la mediana i el percentil 75% per a cada sector i dimensió d'empresa.⁷ És raonable pensar que empreses que tinguin una mateixa capacitat de gestió o circumstàncies idiosincràtiques molt similars se situïn en rangs d'endeutament també similars i, per això, experimentin una evolució semblant. Si és així, utilitzar la mediana i el percentil 75% (en comptes de la mitjana) permet eliminar l'impacte dels valors extrems de la distribució i identificar millor les conseqüències sobre cada grup.⁸ A més, la mediana s'acostuma a prendre com a reflex de l'endeutament de l'empresa representativa.

L'inconvenient de l'anàlisi per percentils és que aquestes dades només estan disponibles de manera generalitzada fins al 2009. Per tant, només és possible tenir una mesura de l'endeutament relatiu de les empreses espanyoles el 2010 a través de les dades mitjanes, que reflectiran una combinació de l'estat de les empreses representatives i de les empreses amb valors més extrems.

Endeutament excessiu: un problema generalitzat de l'empresa espanyola en l'inici de la crisi

Comparant les medianes de l'indicador d'endeutament relatiu, gairebé la meitat dels sectors van arribar a l'inici de la crisi financera amb un nivell d'endeutament igual o superior al dels seus homòlegs europeus. Així, en un 42% de les branques d'activitat, l'empresa petita representativa estava igual o més endeutada que les seves equivalents europees. Aquest percentatge pujava al 49% en el grup de grans empreses.

⁷ Si prenguéssim les empreses pertanyents a un mateix grup i les ordenéssim pel seu nivell d'endeutament, la mediana recolliria l'endeutament de l'empresa situada just al mig: el 50% de les empreses del grup tindrien ràtios inferiors i l'altre 50% ràtios superiors. L'empresa situada en el percentil 75%, en canvi, se situaria en el rang elevat d'endeutament de manera que només el 25% de les empreses del seu grup tindrien ràtios superiors.

⁸ Com es podrà observar en analitzar les medianes de cada grup i comparar-les amb el gràfic de la pàgina 4, aquest impacte és molt significatiu. El percentatge de sectors amb elevades ràtios d'endeutament és superior si es fan servir les dades mitjanes. En tractar-se d'una mitjana ponderada, això és indicatiu que, dins de cada grup, les empreses més grans tenen un endeutament superior.

Les ràtios d'endeutament més grans de les empreses espanyoles les situaven en una posició vulnerable davant de l'arribada de la crisi. Aquesta vulnerabilitat es reflecteix en les ràtios de deute sobre resultats, ja que és el resultat empresarial el que permet la devolució dels passius i assegura la viabilitat de l'empresa. Així, el 2007 la càrrega financera de les empreses petites representatives de cada sector oscil·lava entre el 2% i el 20% del benefici brut (quan aquest era positiu). Per a més de la meitat dels sectors, aquesta càrrega financera es va incrementar al final del 2009. L'increment mitjà va ser del 15%, tot i que en algun cas fins i tot es va arribar a duplicar. Per a les empreses grans, la situació és una mica diferent: mentre la seva càrrega financera es distribuïa entre un rang de valors una mica més elevat, per al 60% dels sectors aquesta es va reduir al final del 2009.

Davant d'aquesta situació, una resposta natural de les empreses és intentar reduir el seu palanquejament, concentrant-se a satisfer els seus compromisos de deute abans d'embarcar-se en noves inversions que puguin requerir nou endeutament. De la mateixa manera, a més d'aquesta demanda inferior, el deteriorament del resultat també incrementa el risc que perceben els creditors que les empreses no puguin plantar cara als seus compromisos. Aquest fet dificulta la renovació del crèdit a curt termini (ja sigui bancari, comercial o en forma d'instruments de deute), amb la qual cosa el procés de despalanquejament s'accentua, especialment en un context de menys tirada cap al risc.

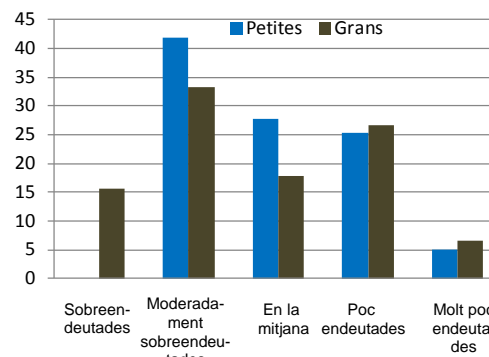
Després del sobreendeutament, el necessari despalanquejament

L'ajustament de les ràtios d'endeutament sembla haver estat més intens entre les empreses petites que entre les grans. Així, mentre que el 2007 l'empresa petita representativa ofería ràtios superiors al 50% en un 68% dels sectors, aquesta xifra es va reduir al 49% el 2009. En conjunt, entre el 2007 i el 2009, l'endeutament mitjà entre les empreses petites es va reduir un 4,6%.

L'empresa gran representativa, en canvi, va reduir el seu endeutament una mica menys (3,9%) i presentava encara més heterogeneïtat. En el seu cas, del 58% de sectors amb endeutament superior al 50% dels seus actius el 2007, es va passar al 53% el 2009. Això no obstant, sí que es va reduir el percentatge de sectors amb empreses grans endeutades per damunt del 70%, que va passar del 22% el 2007 al 14% el 2009.

El sobreendeutament empresarial el 2007: més acusat a l'empresa gran

Distribució de l'endeutament relatiu a la mitjana europea* (en % de sectors)

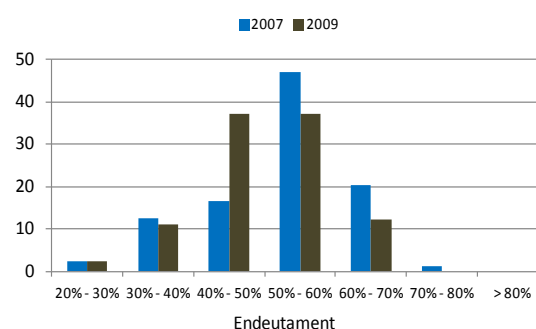


(*) Mitjana calculada amb dades de les empreses en el percentil 50% d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia i Portugal.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH-ESD.

Despalanquejament notable de l'empresa petita entre el 2007 i el 2009

Distribució de la ràtio d'endeutament, % de sectors*

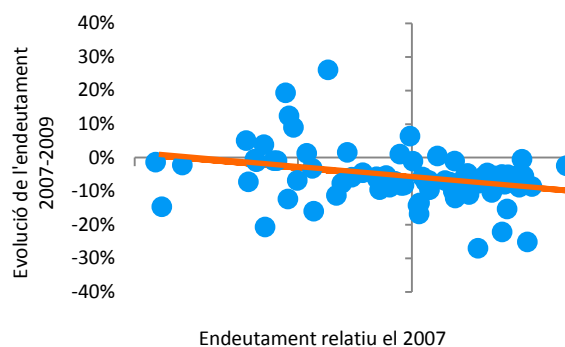


(*) Deute sobre actius. Dades per al percentil 50%.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH.

Més reducció entre els sectors amb més endeutament relatiu a Europa el 2007

Endeutament de l'empresa petita*



(*) Deute sobre actius. Dades per al percentil 50%.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH-ESD.

Entre els sectors que han experimentat un despallanquejament més gran hi ha, en el cas de les empreses petites, l'extracció de minerals metàl·lics i les activitats de construcció especialitzada. En el cas de les grans, es troben les activitats sanitàries, els serveis d'allotjament i la confecció. En tots dos casos, aquests sectors presentaven ràtios d'entre les més elevades a l'inici de la crisi.

De fet, caldria esperar que el despallanquejament fos més intens per a aquells sectors amb unes empreses que partien, el 2007, de nivells més elevats d'endeutament relatiu a la mitjana europea. Les dades mostren que aquesta relació sembla que es compleix dins de cada grup comparable d'empreses. Això no obstant, també s'observa una notable dispersió de l'evolució de l'endeutament al voltant del que suggeriria el seu nivell relatiu inicial. Com ja s'ha comentat abans, sens dubte aquest fet s'explica per les diferències relatives existents entre l'empresa espanyola i la mitjana europea en qüestions com l'aportació de garanties, el potencial de rendibilitat futura o la dependència del finançament a curt termini.

A més, cal indicar que, dins de cada sector, és probable que part d'aquest procés de despallanquejament s'hagi produït per la desaparició d'empreses molt endeutades, especialment entre les empreses petites. Dos fets apunten en aquesta direcció. En primer lloc, una anàlisi com la de l'apartat anterior per a la mostra d'empreses més endeutades de cada sector (percentil 75%) revela que el sobreendeutament d'aquestes empreses el 2007 era molt més acusat. D'altra banda, el nombre de sectors amb almenys un quart de les seves empreses petites en pèrdues va passar del 36% el 2007 al 78% el 2009. Per tant, no és desenraonat pensar que moltes de les empreses petites més endeutades el 2007 hagin desaparegut en aquests anys, amb la qual cosa s'ha reduït l'endeutament mitjà del sector.

Entre les empreses grans, en canvi, el percentatge de sectors que tenia com a mínim un quart de les seves empreses en pèrdues era del 30% el 2009, per la qual cosa cal esperar que aquesta via traumàtica de despallanquejament sigui menys important.

Finalment, a més dels factors de demanda, en la reducció superior de l'endeutament de la petita empresa hi poden haver influït factors d'oferta. La petita empresa, en ser més dependent del finançament bancari, va patir més la caiguda en l'oferta creditícia, resultat de la dificultat de la banca per renovar els seus venciments de deute i de l'empitjorament en la qualitat creditícia de les

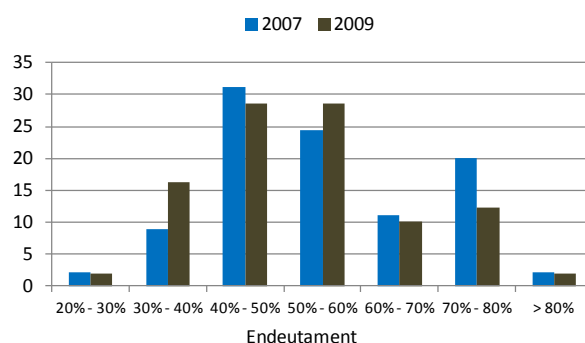
empreses (i en especial de les petites, amb taxes de morositat superiors).

L'endeutament excessiu de l'empresa espanyola persisteix en alguns sectors

Finalment, caldria preguntar-se si el procés de despallanquejament fet fins ara ha estat més o menys sever que el que va tenir lloc en altres països europeus, de manera que encara es pugui parlar de sobreendeutament en alguns sectors.

El despallanquejament de l'empresa gran entre el 2007 i el 2009 va ser menys generalitzat

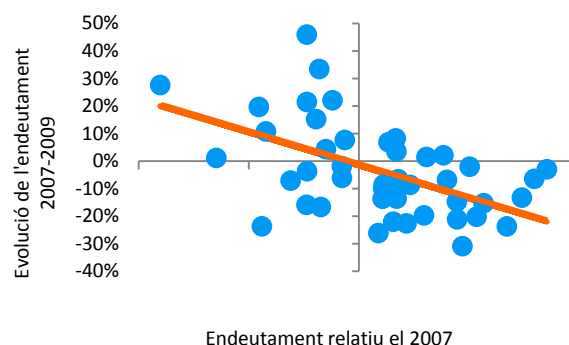
Distribució de la ràtio d'endeutament*, % de sectors



(*) Deute sobre actius. Dades per al percentil 50%.
Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH.

Més reducció entre els sectors amb més endeutament relatiu a Europa el 2007

Endeutament de l'empresa gran*



(*) Deute sobre actius. Dades per al percentil 50%.
Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH-ESD.

Començant per les empreses petites, l'ajustament fet entre el 2007 i el 2010 sembla haver-les situat en una posició més comparable a l'europea. Així, el percentatge de sectors on l'empresa petita representativa espanyola estava moderadament més endeutada que les seves homòlogues europees va passar del 41,8% el 2007 al 30,4% el

2009. El 2010, l'ajustament s'hauria accelerat fins a assolir un percentatge proper al 20%, tenint en compte les dades obtingudes a partir de la mitjana d'empreses petites.

La intensitat més gran del despallanquejament de les empreses petites espanyoles és consistent amb el deteriorament relatiu més gran que han experimentat els seus resultats. El percentatge de sectors amb un 25% de les seves empreses petites en pèrdues era a Espanya clarament superior al de la resta de països de la mostra; només era superat per Portugal. Així, la càrrega financera de les nostres empreses va créixer un 15,7%, per només un 2,8% als països analitzats.

El resultat per a les empreses grans està més polaritzat, en coherència amb l'heterogeneïtat comentada abans. Així, el percentatge de sectors que el 2007 estaven moderadament més endeutats que a Europa es va reduir el 2009 i va augmentar el percentatge de sectors en els casos extrems. Dit d'una altra manera, l'empresa gran representativa va experimentar un despallanquejament més intens que a Europa en certs sectors, mentre que en d'altres va gaudir d'un procés més suau. El 2010, i com en el cas de les empreses petites, el procés d'ajustament es va intensificar.

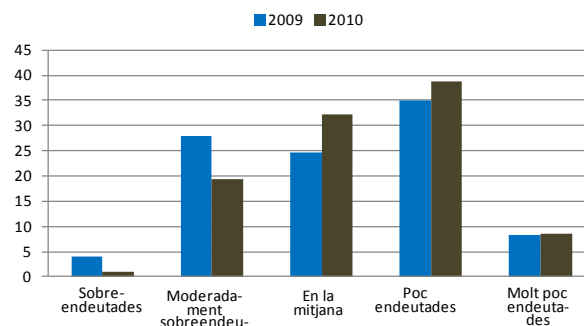
De nou, menys reducció de l'endeutament diferencial respecte de la resta de països a l'empresa gran representativa pot venir de la millor evolució dels seus resultats. Així, la càrrega financera va experimentar un descens del 12,0% a Espanya, enfront d'un augment del 4,2% a la resta de països analitzats.

En resum, les empreses petites han sofert més que les grans les pressions per despallanquejar-se i acostar-se als nivells d'endeutament de les seves homòlogues europees. Així, el 2010, pocs sectors (20%) tenien les seves empreses petites sobreendeutades en relació amb Europa. En canvi, més d'un 40% tenia les seves empreses grans encara amb endeutament excessiu.

Hom esperaria que el 2011, any en què els resultats empresarials van patir un deteriorament més gran i les condicions de finançament es van endurir significativament, les empreses espanyoles decidissin reduir tant com fos possible la seva dependència de fons externs, i que per tant les ràtios presentades s'hagin reduït encara més.

El nombre de sectors sobreendeutats es continua reduint entre les empreses petites

Distribució de l'endeutament relatiu a la mitjana europea* (en % de sectors, empresa petita)

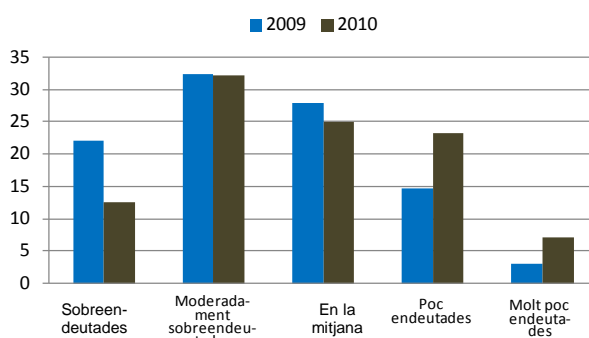


(*) Mitjana calculada amb dades de les empreses en el percentil 50% d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia i Portugal.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH-ESD.

El sobreendeutament entre les empreses grans també es redueix, però continua sent superior

Distribució de l'endeutament relatiu a la mitjana europea* (en % de sectors, empresa gran)



(*) Mitjana calculada amb dades de les empreses en el percentil 50% d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia i Portugal.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades BACH-ESD.

Conclusions

L'anàlisi dels nivells d'endeutament del sector empresarial a Espanya mostra que hi ha una gran heterogeneïtat segons el sector i la dimensió d'empresa que es consideri.

D'una banda, els sectors de manufactures i serveis semblen els més sobreendeutats en relació amb els nivells observats a Europa. D'altra banda, també s'hi observen importants diferències entre els nivells d'endeutament de les grans empreses i les petites. El signe de la diferència depèn del sector considerat i no és possible extreure la conclusió que l'empresa representativa d'una mida estigui més o menys endeutada que l'altra. Tanmateix, les empreses petites tendeixen a

presentar ràtios de deute sobre resultats superiors a les grans, independentment que presentin una ràtio de deute sobre actius més alta o més baixa que aquestes. Això pot ser indicatiu de l'existència d'economies d'escala que no estan sent aprofitades.

Les dades mostren que el procés de despalanquejament està sent molt més intens a les empreses petites que a les grans. Possiblement, l'explicació es troba en el deteriorament més gran que han sofert els seus resultats, que s'ha traduït en augments importants de la seva càrrega financera malgrat l'entorn de tipus baixos i, probablement, en la desaparició de les més febles. Com a resultat d'aquest procés de despalanquejament, en el conjunt d'empreses petites avui dia hi ha significativament menys sectors sobreendeutats respecte als altres països de la Unió Europea que en el passat.

En el cas de la gran empresa, la millor evolució dels seus resultats ha fet menys urgent aquest procés i encara s'hi observa un important nombre de sectors sobreendeutats. Això no obstant, l'heterogeneïtat dins d'aquest grup és important. Així, mentre que en els últims anys uns sectors s'han despalanquejat més que en altres països, en altres branques d'activitat l'ajustament ha estat menys intens.

En tot cas, tant per a la petita empresa com per a la gran, l'ajustament més fort ha tendit a produir-se entre els sectors amb més sobreendeutament relatiu inicial. Per a aquests sectors és per als quals es pot parlar d'una acumulació excessiva de deute, que s'ha hagut de corregir amb l'arribada de la crisi. En la resta dels casos, malgrat que les empreses puguin presentar ràtios més elevades, aquestes semblen estar justificades per les característiques del sector o per les de la mateixa empresa.

La situació econòmica actual fa preveure que els resultats empresarials encara seran molt dèbils el 2012 i el 2013. Així doncs, les pressions per al despalanquejament continuaran per a aquelles empreses sobreendeutades i les obligaran a aconseguir millores en la rendibilitat que permetin acostar els seus nivells de deute sobre resultats als d'altres països europeus. En aquest sentit, la petita empresa de sectors com el manufacturer o el comerç sembla tenir camp per recórrer. Aquesta haurà de ser capaç d'aprofitar les economies d'escala existents per guanyar rendibilitat i, d'aquesta manera, reduir la càrrega financera que suporta.