

El Endeudamiento de las SNF en España desde las Cuentas Nacionales



VICENTE SALAS FUMÁS
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA
VALENCIA, OCTUBRE 2014

Guión



- **Presentación general del tema**
- **Determinantes del endeudamiento**
- **Evidencias para las SNF en España**
- **Conclusión**

Síntesis



- El endeudamiento de la economía se valora a partir de la relación entre deuda y PIB. El de las empresas, sociedades, se valora en relación a los activos financiados.
- La dispersión de activos en filiales repartidas por distintos países distorsiona la valoración macro del endeudamiento, cuando la deuda de todo el grupo se concentra en la matriz-país.
- La distorsión es relevante para un país como España donde el endeudamiento de las SNF ha crecido paralelo a la inversión directa en el exterior.
- Para valorar el endeudamiento de las SNF españolas es determinante conocer el valor de sus activos, en el interior y en el exterior.

Endeudamiento



- Las empresas eligen el endeudamiento que hace máximo el valor económico de los activos totales: (Deuda/VM) que hace máximo el VM (valor de mercado de deuda y acciones).
- Los analistas valoran el endeudamiento de la economía y juzgan si es excesivo o no a partir de la ratio de deuda de las SNF sobre el PIB: Deuda/PIB
- La deuda sobre valor añadido puede variar a pesar de que las empresas no varían su endeudamiento deseado; esto es lo que se desea expresar en las dos páginas siguientes.

Endeudamiento continuación



- **Endeudamiento y sus determinantes: Empresa representativa: Relación entre Deuda sobre VA y endeudamiento deseado por la empresa**

$$\frac{\text{Deuda}}{\text{VAB} + \text{IF}} = \frac{D}{VM} \times \frac{VM}{AT} \times \frac{AT}{AO} \times \frac{AO}{VAB} \times \frac{VAB}{\text{VAB} + \text{IF}}$$

Estructura financiera deseada

D= Deuda con coste

VAB=Valor Añadido Bruto

IF=Ingresos Financieros

VM= Valor Mercado= VM Deuda+ VM Acciones

AT= Activo Total=Activo Operaciones+ Activos Financieros

AO=Activo Operaciones

Qué hay detrás de cada ratio de la relación (explica diferencias en deuda sobre VA entre países y para un país en el tiempo)



$$\frac{Deuda}{VAB + IF} = \frac{D}{VM} \times \frac{VM}{AT} \times \frac{AT}{AO} \times \frac{AO}{VAB} \times \frac{VAB}{VAB + IF}$$

**Endeudamiento
Deseado:
Sistema financiero.
Fiscalidad,
Coste de quiebra**

Ratio q:
Competitividad
Empresa en todos
Sus mercados;
coste
del capital

Expansión
Internacional

Tecnología y
Coste capital:

$$\frac{AO}{VAB} = \frac{E_{Q/K}}{r + d}$$

Repatriación
dividendos

Evidencias SNF España



- **Definiciones y fuentes**
- **Resultados**

Cuenta de Resultados de las SNF (Contabilidad Nacional)

Producción a precios básicos

-Consumos intermedios

=**VALOR AÑADIDO BRUTO**

+Subvenciones-Impuestos producción

-Remuneración de asalariados

=**EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN**

-Amortizaciones

=**BENEFICIO DE OPERACIONES**

+ **Intereses y dividendos percibidos**

+ Otras rentas de la propiedad netas

= **BENEFICIO ANTES DE INTERESES e IMPUESTOS**

-Gastos financieros

-Impuesto sobre beneficios

=**BENEFICIO NETO**

Balance (Cuentas Financieras de la Economía Española, BdE)

Activo Operaciones (Activo no financiero-Proveedores)

Activo Financiero Neto (Activo financiero-Depósitos bancarios)

Total Activo

Deuda con Coste (Deuda total-Proveedores –Depósitos bancarios)

Fondos Propios

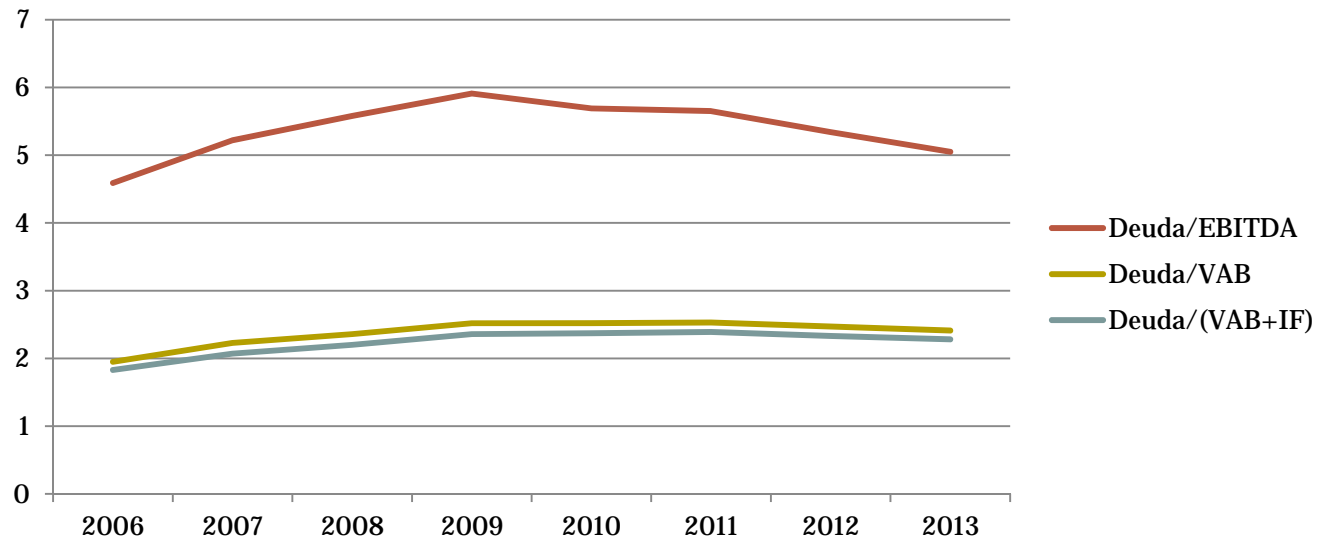
Total Pasivo

EVIDENCIAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑA

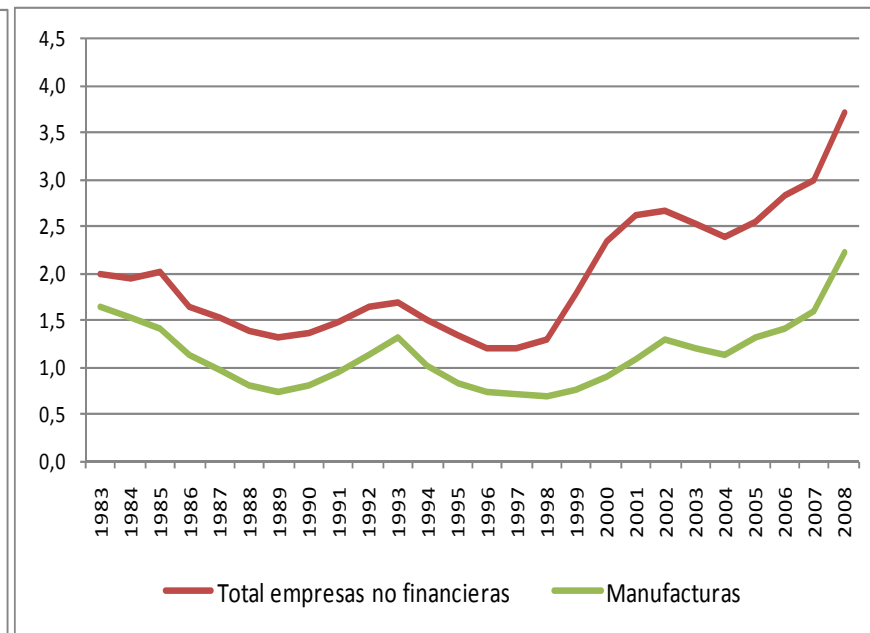
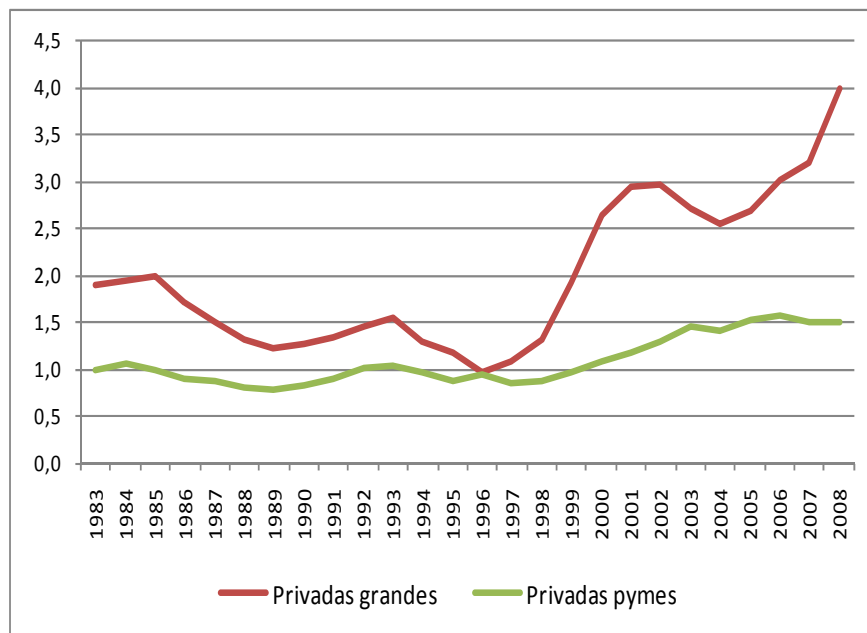
Cuadro 8.- Endeudamiento (DEUDA/FLUJOS)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda Coste/VAB	1,95	2,23	2,36	2,52	2,52	2,53	2,47	2,41
Deuda Coste/(VAB + Ingresos financieros)	1,83	2,07	2,20	2,36	2,37	2,39	2,33	2,28
Deuda Coste/EBITDA	4,59	5,22	5,58	5,91	5,69	5,65	5,34	5,05
Gastos Financieros/EBIT	0,33	0,45	0,50	0,29	0,25	0,29	0,26	0,20

Gráfico 8.- Ratios de endeudamiento

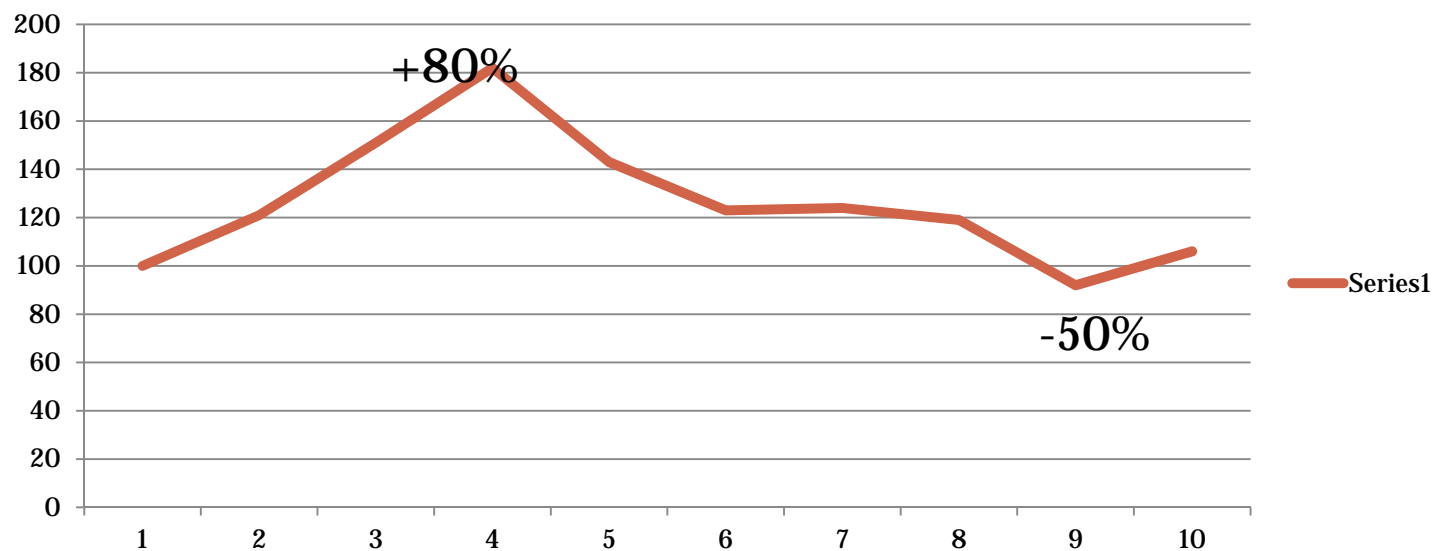


La ratio de Deuda/Valor Añadido para las SNF en España entre 1983 y 2008 según datos de Central de Balances



VALOR ECONÓMICO DE LOS ACTIVOS

	2004									2013
IBEX	100	121	151	182	143	123	124	119	92	106

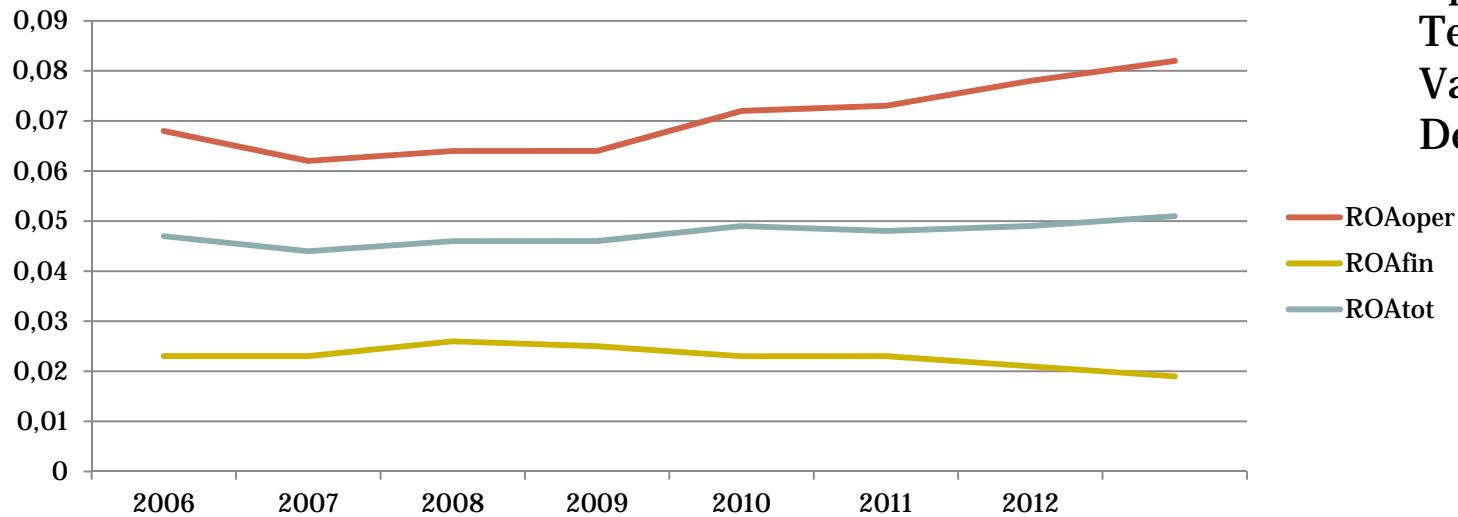


Los excesos de valoración de activos por la burbuja podrían haber desaparecido y valor de mercado y valor de reposición de los activos estar cerca

Cuadro 4.- Rentabilidad del Activo

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA Operaciones	0,068	0,062	0,064	0,064	0,072	0,073	0,078	0,082
<i>Margen</i>	0,224	0,215	0,214	0,215	0,239	0,244	0,259	0,280
<i>Rotación</i>	0,305	0,288	0,298	0,298	0,303	0,299	0,299	0,285
ROA Activo Financiero	0,023	0,023	0,026	0,025	0,023	0,023	0,021	0,018
ROA Total	0,047	0,044	0,046	0,046	0,049	0,048	0,049	0,050

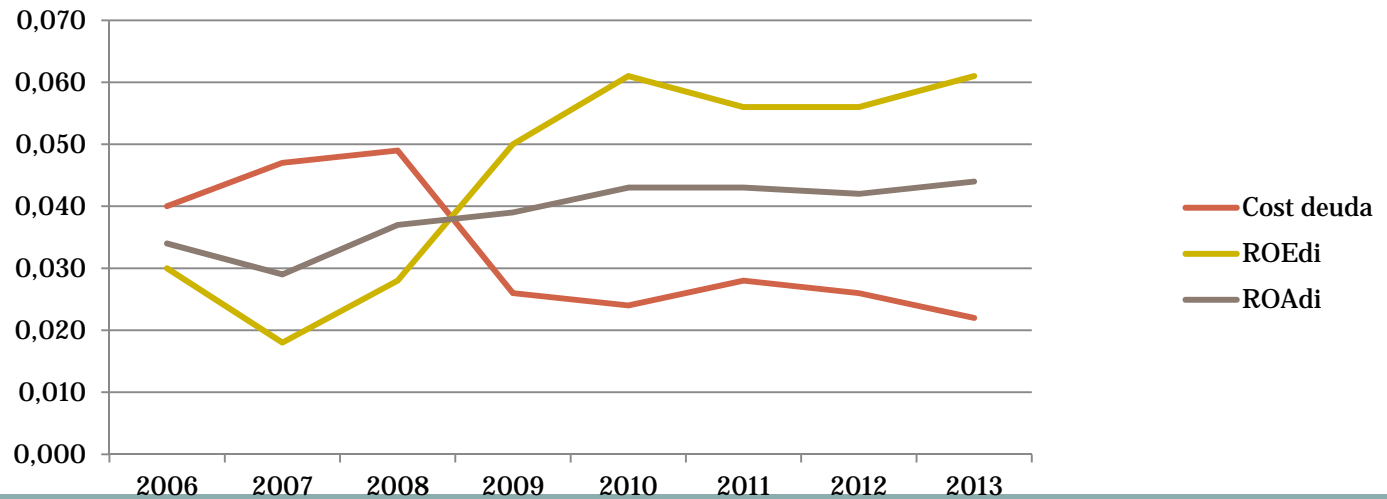
Gráfico 3.- ROA de las operaciones, de los activos financieros y total



ROA activos
En España
Apoya cambio
Tendencia
Valor de mercado
De los activos

Cuadro 5.- Coste de la Deuda y ROE

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Coste medio deuda	0,040	0,047	0,049	0,026	0,024	0,028	0,026	0,022
ROA Total después impuestos	0,034	0,029	0,037	0,039	0,043	0,043	0,042	0,044
ROE	0,030	0,018	0,028	0,050	0,061	0,056	0,056	0,061



DEUDA/STOCK(ACTIVO)

D/AT

0,36

0,39

0,44

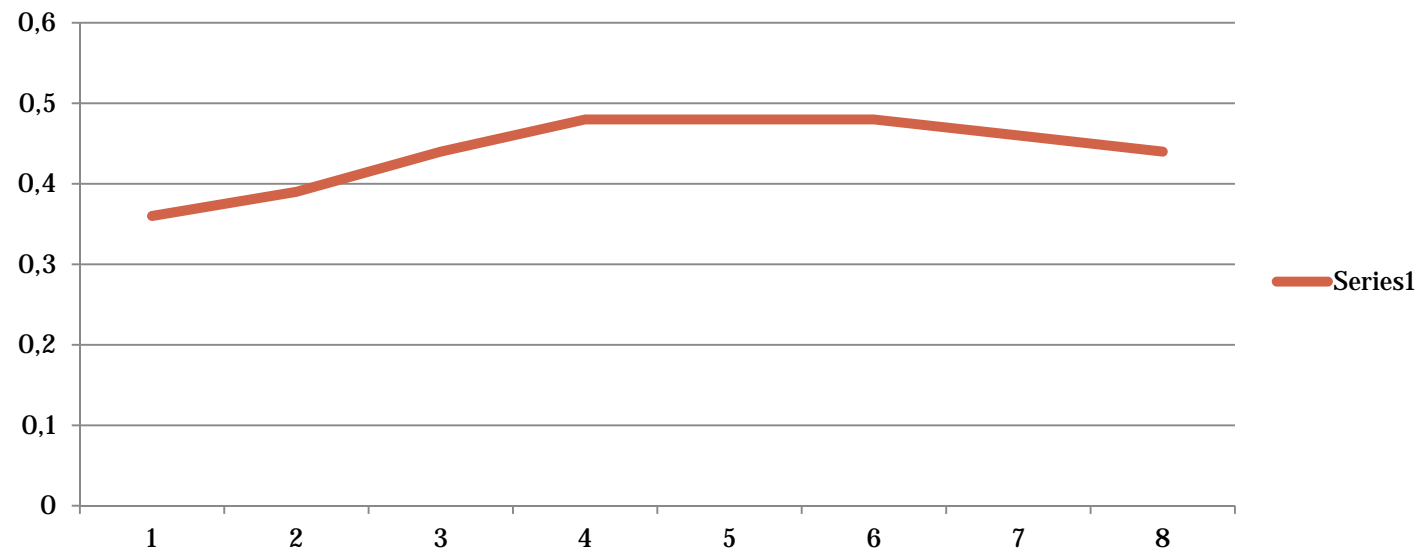
0,48

0,48

0,48

0,46

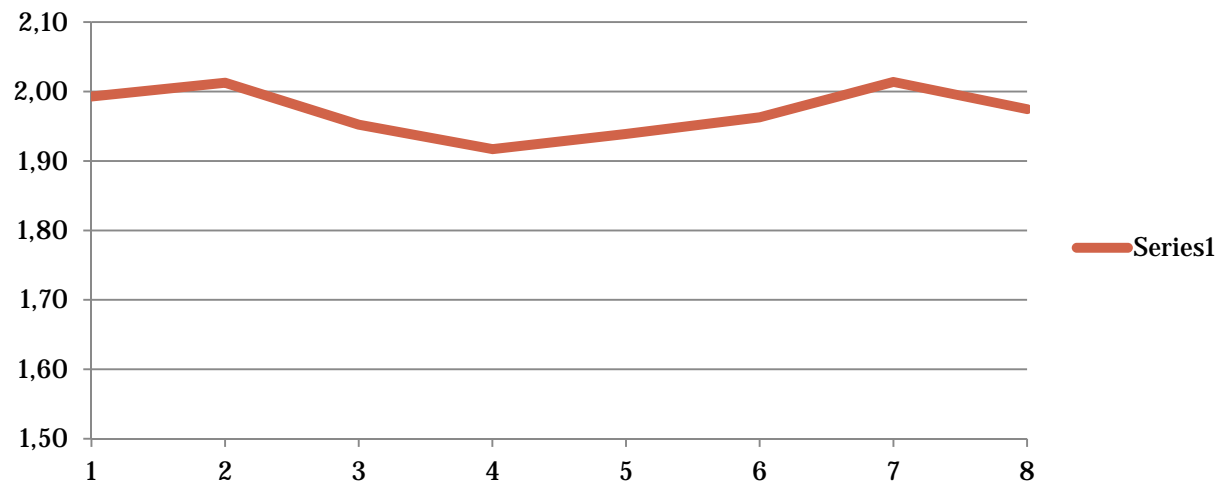
0,44



EXPANSION INTERNACIONAL

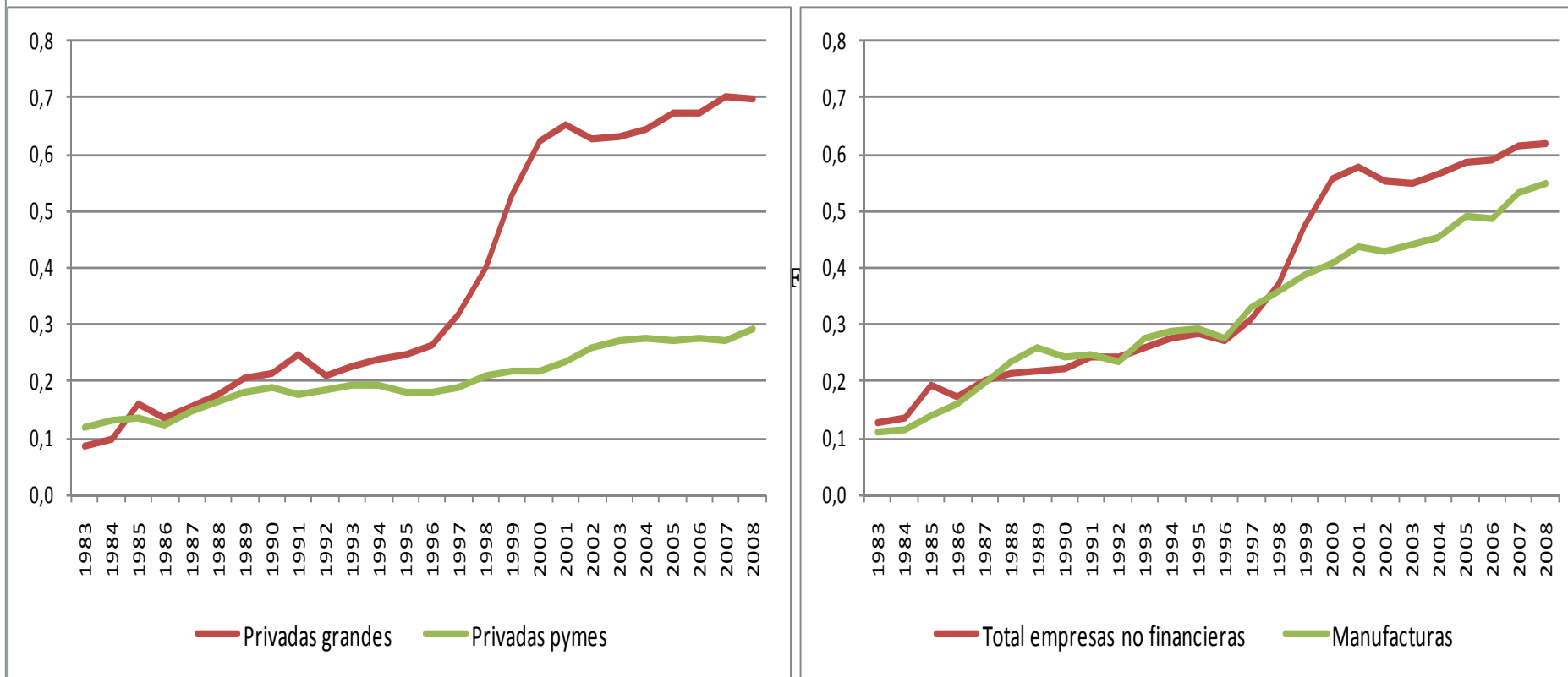
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AT	2489	2836	2831	2657	2666	2750	2755	2735
AO	1249	1409	1450	1386	1375	1401	1368	1385
AT/AO	1,99	2,01	1,95	1,92	1,94	1,96	2,01	1,97

**Activos financieros
Representan la
mitad del total de
activo**



Activos financieros sobre activos operativos 1983-2008 según datos de CB

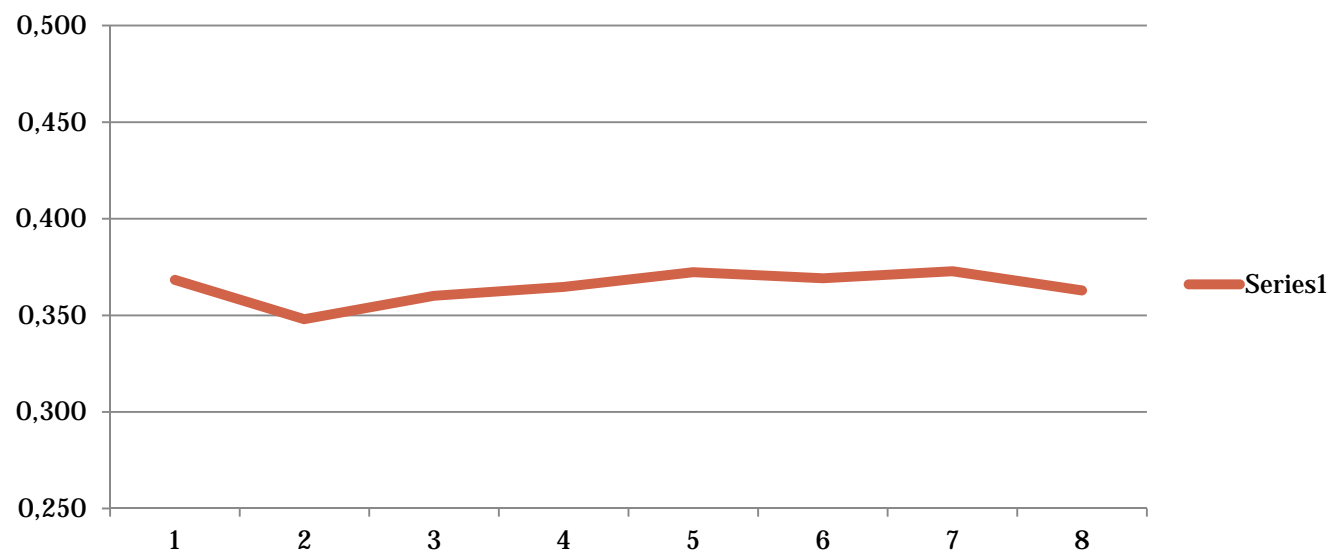
El ascenso en la Deuda/VA coincide con el crecimiento de los activos financieros



Crecimiento AF ocurre sobre todo en las empresas grandes

INTENSIDAD DE CAPITAL DE OPERACIONES

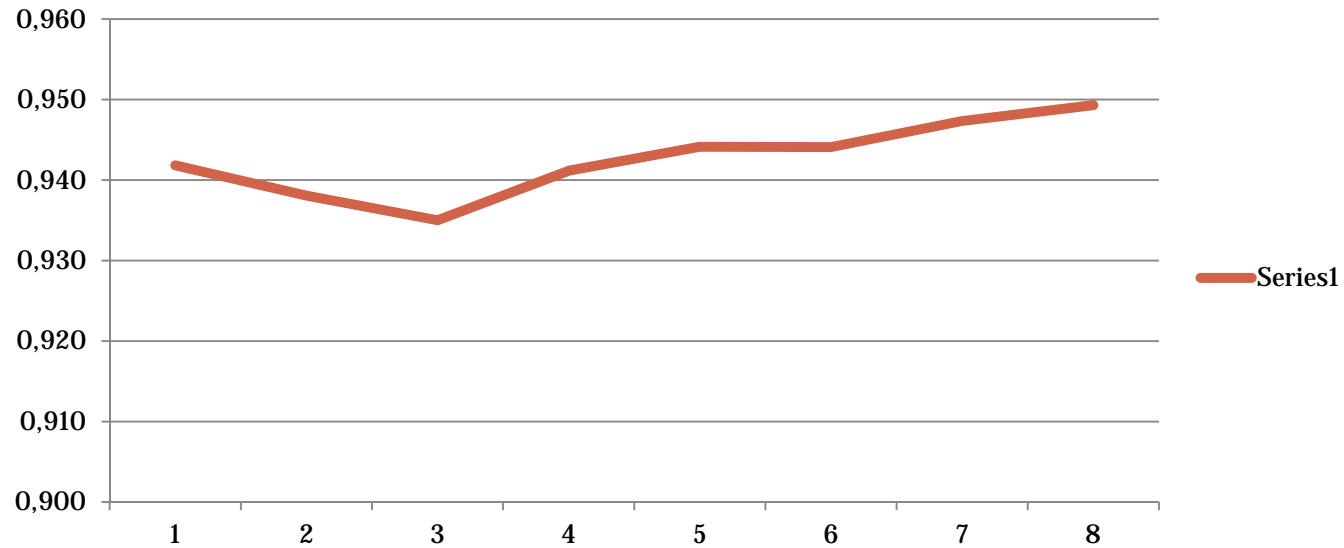
VAB	460086	490264	522116	505520	512013	517237	510093	502630
AO	1249	1409	1450	1386	1375	1401	1368	1385
VAB/AO	0,368	0,348	0,360	0,365	0,372	0,369	0,373	0,363



En los años del Euro no se aprecia intensificación del capital en la producción

POLÍTICAS DIVIDENDOS: REPATRIACIÓN

VAB	460086	490264	522116	505520	512013	517237	510093	502630
IF	28411	32362	36297	31609	30300	30625	28353	26842
VAB+IF	488497	522626	558413	537129	542313	547862	538446	529472
VAB/VAB+IF	0,942	0,938	0,935	0,941	0,944	0,944	0,947	0,949

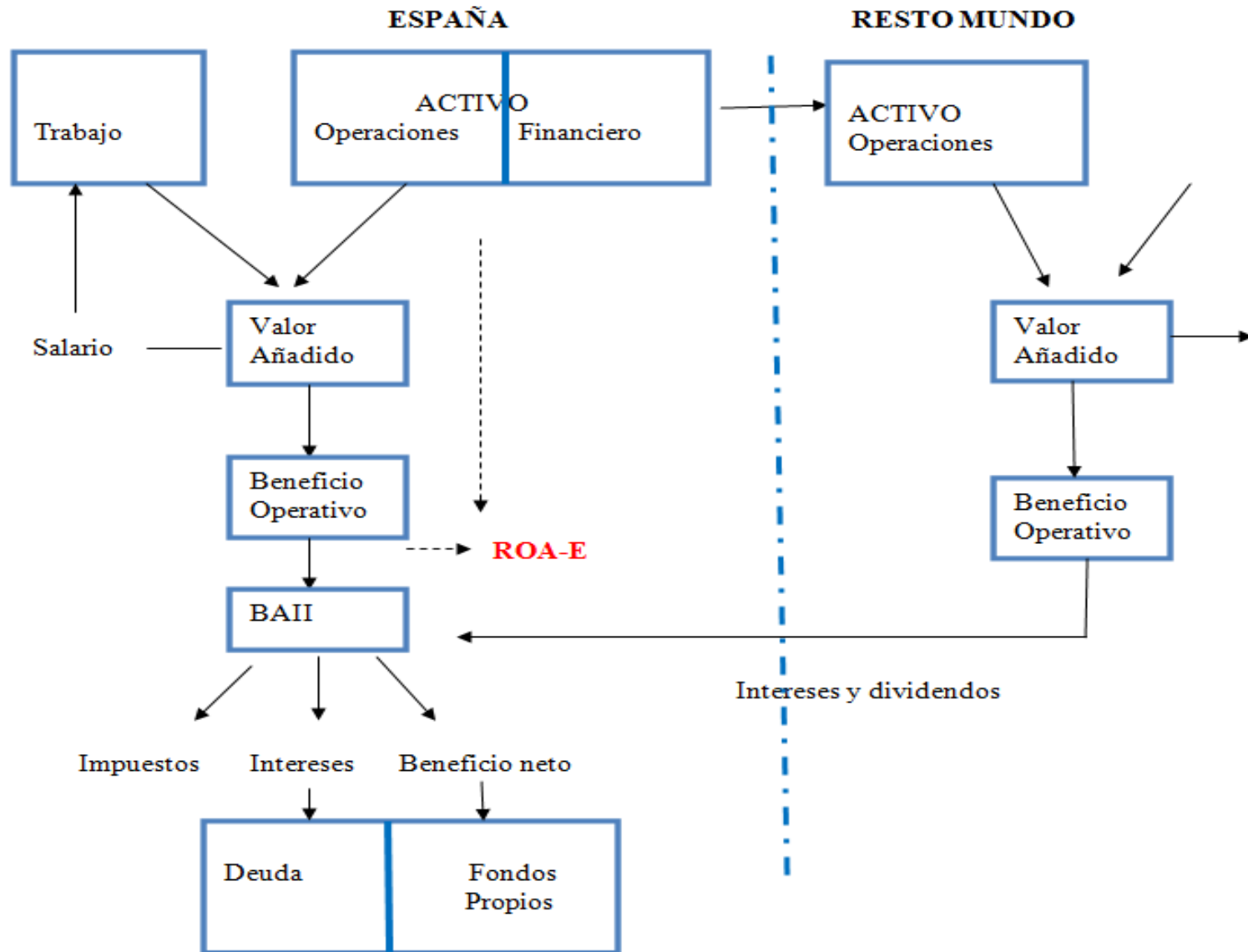


Conclusión



- Diferencias relevantes en las conclusiones sobre endeudamiento de las SNF en España en función de fuentes de información y unidades de análisis.
- **La CN y la Central de Balances coinciden en mostrar un crecimiento en la deuda sobre valor añadido coincidiendo con el crecimiento de los activos financieros en las SNF españolas**
- Relevancia de la distinción entre endeudamiento de las empresas y endeudamiento de la economía
- **Financiación bancaria punto de intersección (riesgo empresarial se traslada a riesgo de la economía por la financiación bancaria de las empresas).**
- Rentabilidad de los activos en el interior separada de la rentabilidad de los activos financieros para valorar los activos en España: oportunidades de inversión.

Marco Conceptual



Referencias



- Salas, V. (2014) *Corporate Profits and the Recovery of the Spanish Economy*; SEFO-FUNCAS, Septiembre
- Salas, V. (2014), *Las sociedades no financieras en España en la crisis: rentabilidad, inversión y endeudamiento*- Disponible en:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2436481