



ESTRUCTURA FINANCIERA EMPRESARIAL Y CICLO ECONÓMICO

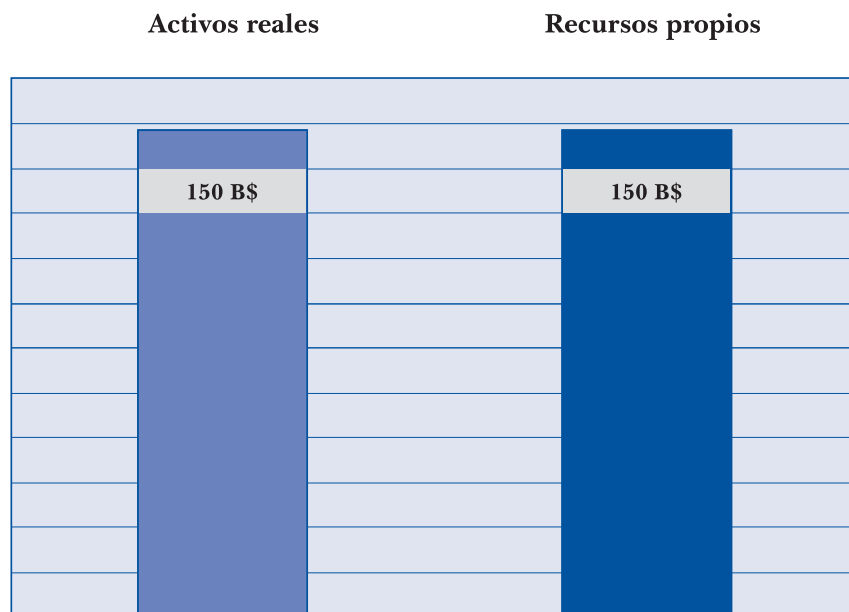
Ignacio Gómez Montejo.
ICR

1. En un momento –finales de 2012– en el que numerosas voces insisten en la conveniencia, o incluso la necesidad imprescindible, de proceder a una gran reducción del endeudamiento («desapalancamiento») de casi todos los agentes económicos en muchos países desarrollados, y muy en particular en España, el propósito de este artículo es aportar algunas reflexiones sobre este proceso en las empresas españolas, tras examinar las principales cifras relevantes y los principios aplicables. Dada la confusión que existe sobre algunos aspectos, parece necesario comenzar por exponer algunas facetas de la situación, muy sencillas, pero que se omiten generalmente en los medios de comunicación y otros textos divulgativos, lo que ha contribuido a crear un estado de opinión bastante desajustado a la realidad.

2. El proceso de creación de riqueza (capital físico) y su medida se ven a veces oscurecidos porque en una economía moderna el desarrollo del sector financiero hace que existan numerosas relaciones de propiedad que son intermediadas por una cadena de varios instrumentos financieros: por ejemplo una planta de producción de cemento en, digamos, Australia, puede ser pro-

iedad de una sociedad cuyas acciones son adquiridas por un creador de ETFs que forman parte, tras ser apalancados con deuda, de la cartera de un *hedge fund*, algunos de cuyos partícipes son fondos de *hedge funds* que a su vez gestionan el patrimonio de un fondo de pensiones británico cuyos beneficiarios finales son personas físicas, quizás los empleados de una gran compañía inglesa. Este, bastante reciente, proceso de multiplicación (en el caso referido, por cinco) de los activos financieros que intermedian un mismo activo real es el que hace que en las economías modernas el volumen de instrumentos financieros crezca más deprisa que el PIB nominal, y que por tanto cualquier ratio entre unos y otros casi siempre muestre una tendencia al crecimiento que en sí no tiene nada de preocupante, contrariamente a los alarmistas comentarios en ese sentido. Esta mala comprensión de la situación se agrava cuando se olvida que el activo financiero de un agente es un pasivo financiero de otro agente, y que por tanto, en una visión global consolidada, su suma a precios de mercado, para todo el mundo, es nula:

BALANCE CONSOLIDADO DEL MUNDO



Fuente: Estimación simplista en base a datos de riqueza neta / PIB.

El gráfico anterior intenta mostrar de forma muy simplista este hecho, y aunque las estimaciones de riqueza neta son extremadamente crudas ($\pm 30\%$), puede afirmarse que nunca en la historia de la humanidad, ni tampoco de la inmensa mayoría de las naciones, el stock neto de capital físico por persona ha sido mayor que en la actualidad; y evidentemente la Tierra no tiene ningún endeudamiento con el resto de la galaxia. Algo parecido se puede decir de la interrelación financiera de los tres sectores básicos de una economía (familias, empresas y AAPP), cuya situación normal es que el primero tenga superávit frente a los otros dos, y por tanto la deuda de éstos frente a las familias crezca de forma continua.

Los problemas derivados de este proceso de intermediación financiera de la economía no provienen del aumento en sí del volumen de estos activos y pasivos, sino de que en ocasiones (burbujas o depresiones) su valor de mercado se aleja del real, y ello da lugar a distorsiones que inducen comportamientos inapropiados por los agentes, y en particular a decisiones de consumo o inversión

erróneas cuya corrección origina oscilaciones indeseables del sentimiento y, en consecuencia, de las principales magnitudes de las economías.

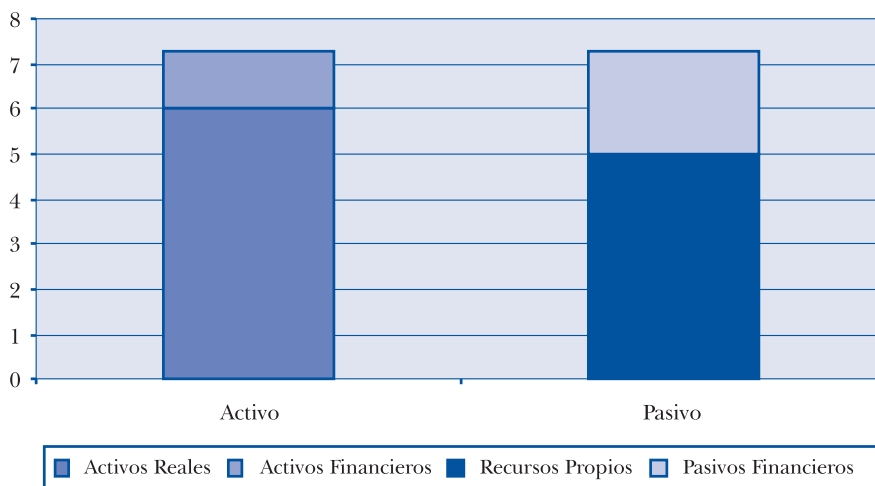
3. Además, algunos de los agentes en particular sí que podrían estar excesivamente endeudados; incluso países enteros podrían teóricamente haber incurrido en esta situación, que por cierto no fue inhabitual entre países muy pobres dependientes de capitales exteriores, sobre todo en los años 1970-90. Pero para hacer este juicio hay que ver las dos caras del balance, y no sólo el pasivo, que como hemos indicado en tiempos recientes ha tendido a crecer más deprisa que el PIB. Por centrarnos en el caso español, es posible construir un balance consolidado del país (incluyendo economías domésticas, empresas financieras y no financieras, y administraciones públicas) a partir de varias publicaciones del Banco de España, en particular las cuentas financieras de la economía y la encuesta financiera de las familias. Este modesto ejercicio –en el que de nuevo los márgenes de error son sustanciales, pero no lo sufi-



ciente como para invalidar las conclusiones— arroja las cifras que se indican a continuación; debemos indicar que la estimación del valor del

parque de viviendas se ha corregido en casi un 50% sobre los datos de la EFF para tener en cuenta los efectos de la burbuja inmobiliaria.

ESPAÑA: BALANCE DE FAMILIAS, EMPRESAS Y AAPP (Bill. €)

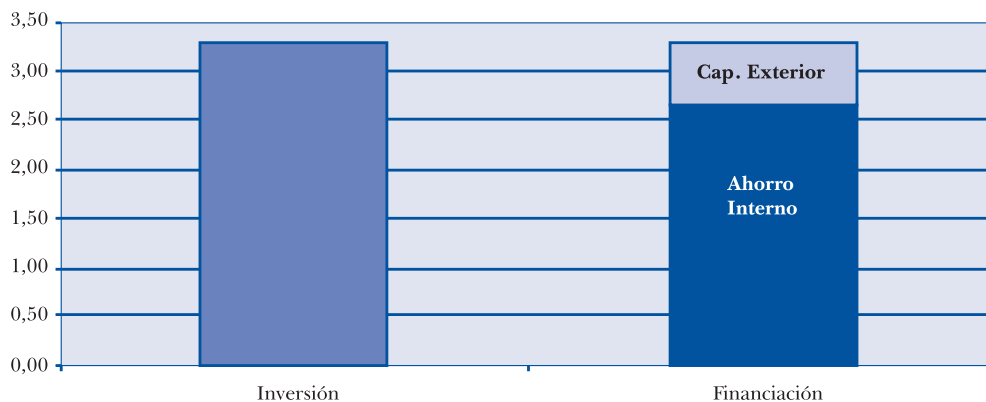


Fuente: Elaboración propia sobre datos BdE.

Las cifras muestran de forma evidente que la tan repetida frase en ciertos medios de comunicación «*the overindebted Spanish economy*» es una grotesca exageración, sobre todo al comprobar que el coste total neto de ese *overindebtment* es el 3% del PIB, cifra que no sólo incluye intereses de la deuda, sino dividendos

y cualquier otro tipo de rentas del capital. Un ejercicio paralelo, que lleva a la misma conclusión, consiste en desglosar entre el ahorro interno y el recurso a capitales exteriores la financiación de las inversiones realizadas; a continuación se muestra este detalle para los últimos 12 años:

ESPAÑA: AHORRO FRENTE A INVERSIÓN 2000/2011 (Bill. €)



Fuente: Elaboración propia sobre datos INE y BdE.



4. El desglose de esta situación entre los agentes económicos, y sobre todo, entre sus subsegmentos, es el que podría apuntar a ciertos colectivos en los que existan problemas de sobreendeudamiento, así como las posibles medidas para corregirlo. Esta nota se refiere principalmente a las empresas, y en ellas nos centramos a continuación.

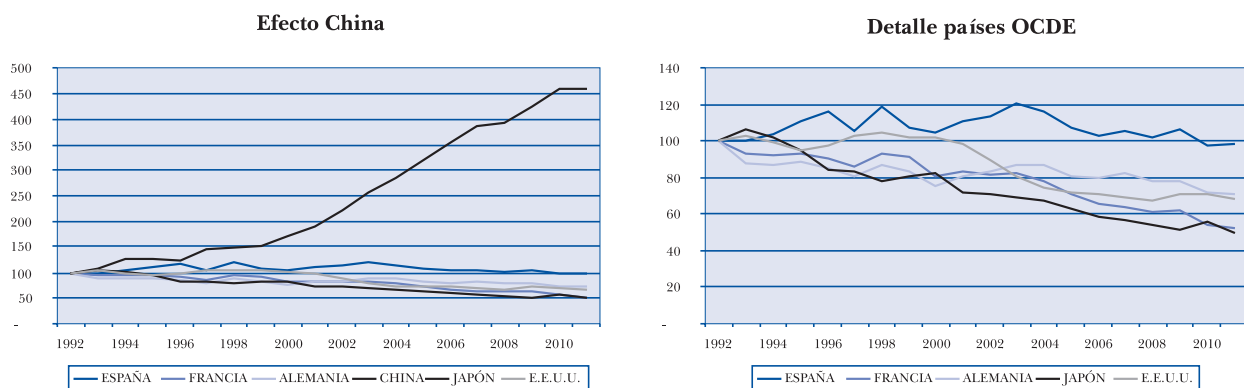
5. Evidentemente la estructura financiera adecuada de una unidad económica es función de muchos factores, y, dada la intensa crisis de la economía española, es necesario comenzar el análisis profundizando un poco en la situación competitiva de las empresas. Esto es particularmente relevante porque desde muchos foros se viene repitiendo que las empresas españolas han perdido competitividad desde la creación de la moneda única, debido al mayor aumento de los costes laborales unitarios, y que por tanto son necesarios varios años de ajuste de rentas o «devaluación interna» para restaurarla.

Esta afirmación probablemente sea cierta para algunas de las industrias fuertemente sindi-

calizadas, que son la minoría; en el resto de la economía, que es más del 90%, es muy probable que la conclusión sea incorrecta, por la dificultad de medir adecuadamente los incrementos de productividad (y por tanto de los CLUs), especialmente en servicios. Ello ha podido producir algunas distorsiones en ciertos indicadores, en particular por el intenso proceso de sustitución de empleados («caros» por «baratos») que ha tenido lugar en la última década, y que ha dado lugar a una gran dificultad de medir la variación de costes salariales efectivos a través de los convenios colectivos. Como prueba de lo anterior está la simple constatación de que en varios años del *boom* anterior a la crisis el crecimiento aparente de la productividad del trabajo fue negativo, hecho que contrasta con la experiencia real vivida en las empresas.

En esta situación creemos que un mejor enfoque para medir la competitividad de una economía es la evolución de la cuota de sus exportaciones sobre el total mundial, y esto arroja una imagen bien distinta de la economía española:

CUOTA DE EXPORTACIÓN

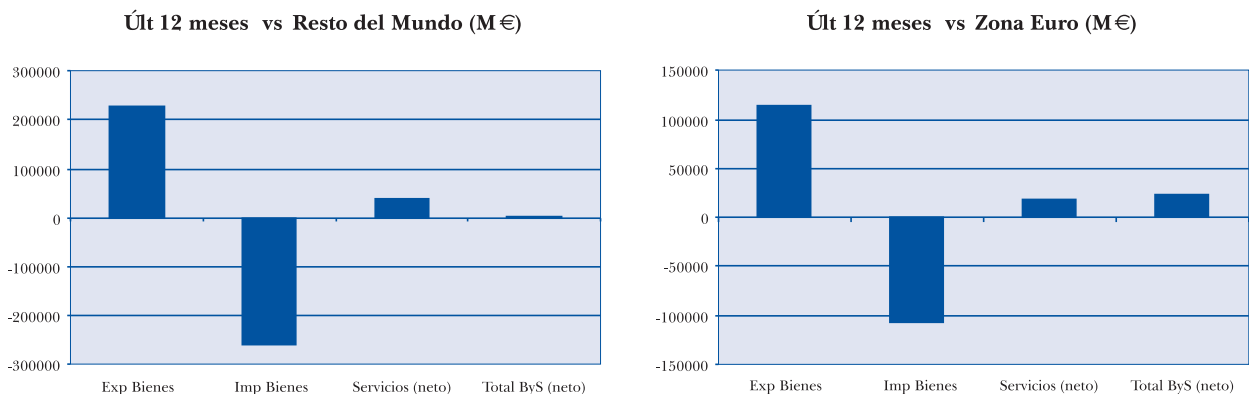


(Base 1992 = 100)

Fuente: WTO.

La misma conclusión se alcanza observando que España registra un gran superávit (del orden de 3 puntos de PIB) en el comercio de bienes y

servicios con la eurozona, lo que parece difícil de explicar en una hipótesis de pérdida de competitividad.

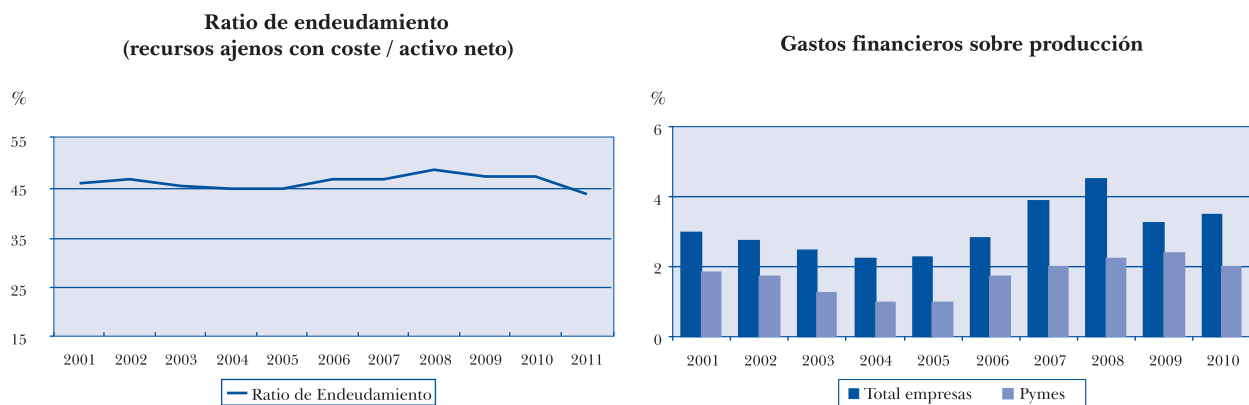
**ESPAÑA: BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS**

Fuente: Aduanas, Banco de España.

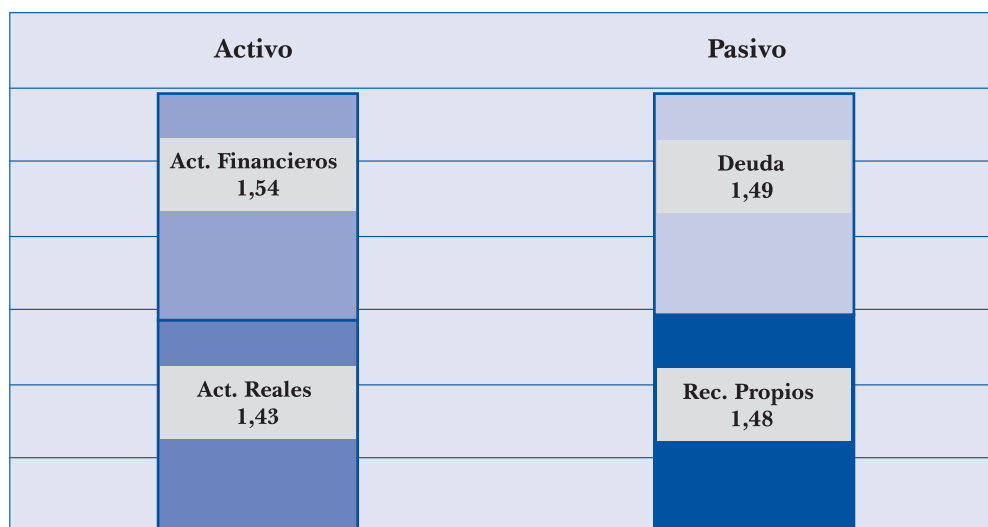
6. Entrando en el análisis de la estructura financiera de las empresas, y dado que no parece haber problemas de competitividad de orden general, la necesidad de un «desapalancamiento» generalizado sólo tendría sentido en el contexto de un previo sobreendeudamiento, una carestía relativa de la deuda frente al capital-acciones, o una fuerte restricción del crédito. Desgraciadamente este tercer factor sí ha venido ocurriendo durante el período mediados 2010 a finales de 2012, debido a la pésima situación de solvencia de la banca y a la mala gestión de crisis realizada por nuestras autoridades económicas, tanto españolas como de la eurozona. Pero entendemos que este período de desorientación, puntuado por pánicos ocasionales, está a punto de finalizar con la reestructuración del sistema bancario español y la decisión del BCE de dar apoyo ilimitado a los países soberanos solventes. Por ello enfocamos el análisis primero en la estructura actual, y después en el coste relativo de los recursos, para llegar a algunas conclusiones.

7. No disponemos de datos recientes y completos sobre la situación financiera del conjunto de las empresas españolas, por lo que debemos basarnos en información algo antigua (Central de Balances de 2010) o fragmentaria, pero dado que estas magnitudes cambian de forma bastante lenta, creemos que la imagen general que se desprende de ella es suficientemente real.

En primer lugar hay que señalar que la situación económica es, como es bien sabido, muy mala, y no sólo en los sectores impactados directamente por la burbuja inmobiliaria (banca e inmobiliarias) sino en todo el tejido económico español, como es lógico en una coyuntura en la que el PIB ha caído más de un 7% desde su máximo de 2008; pero ello no ha repercutido excesivamente en la estructura financiera de las empresas en la medida en que éstas han reaccionado inmediatamente recortando o aplazando inversiones, mejorando la gestión de su circulante, reduciendo o suprimiendo el dividendo y a través de otras medidas.

**EMPRESAS ESPAÑOLAS: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO**

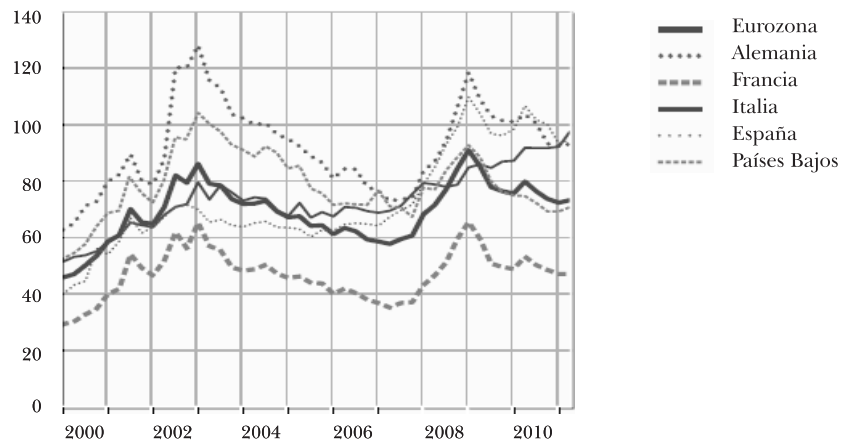
Fuente: BdE Central de Balances 2010.

EMPRESAS ESPAÑOLAS: BALANCE AGREGADO (Bill. €)

Fuente: BdE Cuentas Financieras 2010.

En comparación con otros países de la zona euro, el indicador de endeudamiento medio de las empresas españolas parece algo elevado, pero

no de forma preocupante, y en todo caso se encuentra próximo a las cifras de países como Alemania.

**EMPRESAS DE LA EUROZONA: DEUDA FINANCIERA / RECURSOS PROPIOS (%)**

Fuente: ECB.

8. Tras estas premisas, conviene recordar someramente la teoría financiera respecto al tema que nos ocupa, no tanto porque sus recomendaciones sean apropiadas al momento actual, sino porque proporciona el marco conceptual para razonar de forma inteligente. Miller y Modigliani (M&M) demostraron en 1958 que –en ciertas condiciones ideales– la estructura financiera es irrelevante para la valoración de una empresa, o en otras palabras, que es imposible crear valor para los accionistas o acreedores de una empresa modificando su estructura financiera. Todos sabemos que esto no es así en el mundo real, y por ello lo relevante para nuestro análisis es comparar las premisas usadas por M&M con la realidad para deducir el curso de acción apropiado para una empresa que desee captar capital para abordar un proyecto, o simplemente desee optimizar su balance.

- La primera premisa es la neutralidad fiscal entre deuda y recursos propios. Esto, como es bien sabido, no ocurre en casi ningún país desarrollado, y ciertamente no en España, donde los mecanismos para evitar la doble tributación de los dividendos son insuficientes. Ello ha llevado a muchos agentes económicos en todo el mundo (por

ejemplo, muchas firmas de las firmas de *private equity*) a crear valor para los accionistas a costa del contribuyente por el simple expediente de endeudar al máximo a sus participadas. Por la misma razón en EEUU los *buy backs* (recompra de acciones propias para amortizarlas) se han convertido en una importantísima forma de retribución al accionista; el importe previsto para este año de estas operaciones excede los 300.000M\$. En el contexto español, la no neutralidad fiscal sería, en principio, una razón para aumentar, no para disminuir, el grado de endeudamiento de las empresas, ya que como hemos visto, éste no se encuentra en una situación límite.

- La segunda premisa es la eficiencia de los mercados, es decir que las cotizaciones de los distintos instrumentos reflejan correctamente las expectativas. Esta hipótesis, que fue casi un axioma en la época en que se creó la moderna teoría financiera, se ha mostrado errónea, lo cual es el punto clave en el tema que nos ocupa, como veremos a continuación.
- Y la tercera premisa, relacionada con la anterior, es la inexistencia de riesgos

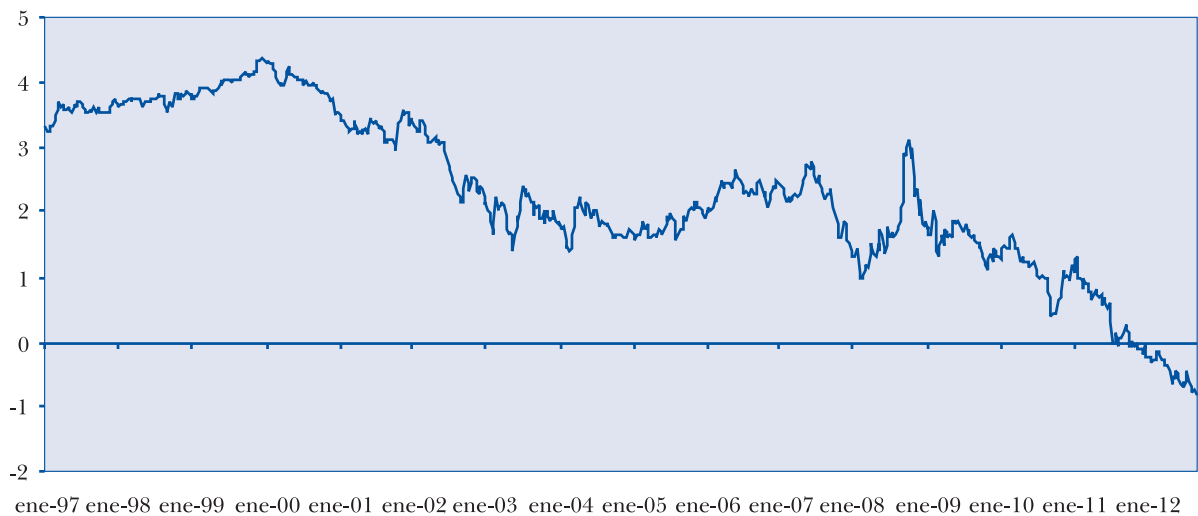


extremos (*tail risks*) que den lugar a pérdidas no lineales en situaciones como por ejemplo la liquidación de una empresa. También esta premisa es errónea, y de forma muy relevante en el momento actual, dado que el precio de muchos activos financieros españoles recoge, creemos que de forma extremadamente exagerada, el riesgo de insolvencia del Estado español, y de la consiguiente salida de España del euro y por tanto de impagos

generalizados de los compromisos denominados en esa moneda.

9. Estas consideraciones nos conducen a analizar el grado de distorsión existente en los precios de diversos activos financieros, a fin de aprovechar estas ineficiencias para optimizar la estructura financiera. Y para ello lo primero es señalar la anomalía extrema en el tipo sin riesgo, que es la base para la formación de precios de los diversos activos.

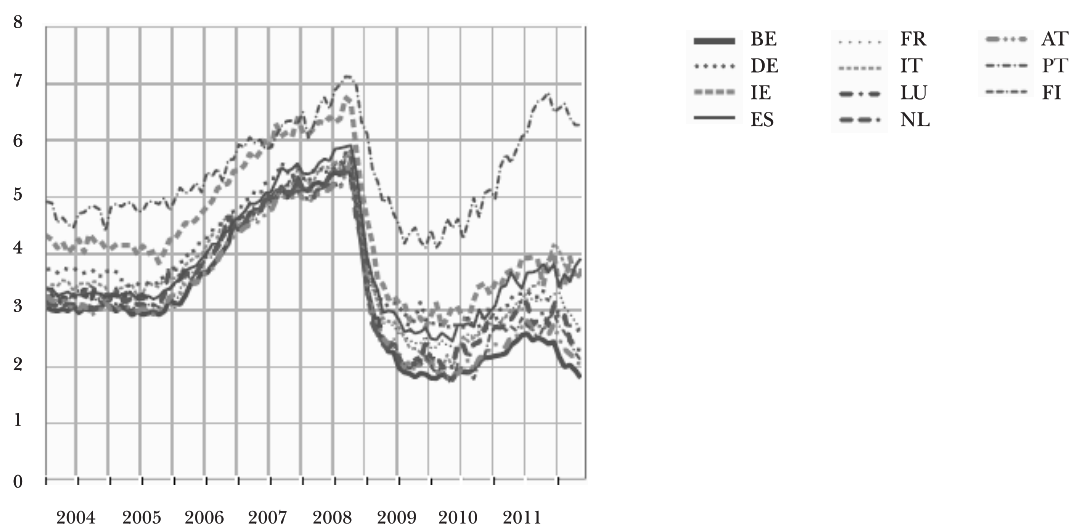
TIPOS DE LOS TIPS GENÉRICOS A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg.

La persistencia de tipos reales negativos es claramente una situación anormal, tanto desde el punto de vista histórico como conceptual. No es propósito de esta nota intentar explicar su causa (aunque sin duda en parte se debe a la extraordinaria depresión de la demanda agregada en el mundo) sino poner de relieve que este nivel tan bajo del tipo sin riesgo podría tener su contrapartida en primas de riesgo excesivas en los otros elementos del coste de capital para las empresas; de lo contrario sería un factor más para estimular la captación de capital para la realización de proyectos en lugar de desendeudarse.

10. Efectivamente, la comparación de los tipos de interés efectivamente pagados por las empresas en la zona euro pone de relieve que la «prima España» derivada de la situación de la deuda soberana y del *tail risk* antes mencionado es bastante elevada, del orden de 2 a 3 puntos porcentuales. Esta es precisamente la razón por la que el BCE planea sus OMTs, ya que el pánico actual hace imposible la implementación de una política monetaria común en la eurozona. El propio BCE estima en unos dos puntos porcentuales la prima, mientras que los CDS bancarios y otros indicadores puntuales apuntan a cifras un poco más elevadas.

**% TIPO MEDIO DE INTERÉS DE NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS**

Fuente: ECB.

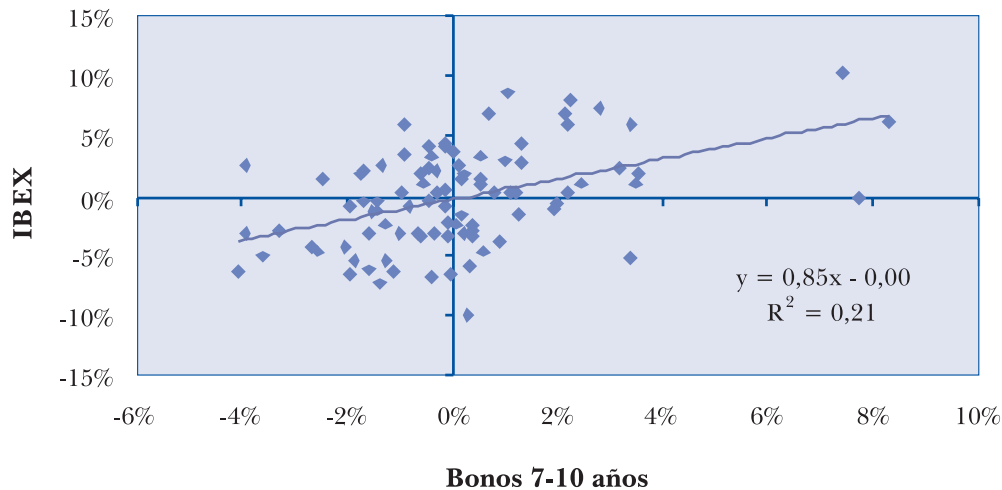
Para una empresa mediana, sin acceso a los mercados de renta fija y dependiente de un crédito bancario extremadamente limitado (dado que los bancos se han visto obligados a contraer su balance por la fuga de depósitos consecuente al pánico) el sobrecoste puede ser aún mayor.

11. En las bolsas, no obstante, la situación parece más matizada: aunque el comportamiento relativo del IBEX frente a la zona euro ha sido malo en los últimos 5 años (unos 2 puntos por año), ello se puede atribuir en parte a una mera corrección de la sobre rentabilidad de años anteriores (en los últimos 10 años la bolsa española ha tenido un comportamiento muy superior a la del resto de la eurozona), en parte al mayor peso de ciertos sectores en este índice y en parte a los muy malos resultados de las empresas españolas en 2010/12 que ya hemos comentado. Pero centrándonos en una situación supuestamente normalizada en 2013, las valoraciones relativas (y por tanto el coste de capital implícito) parecen muy similares:

	IBEX	Eurostoxx 50
P/E	9,7	9,6
P/VC	0,99	1,05
Div. Yield	5,0%	4,8%
RoE	15,8%	14,2%

Fuente: Bloomberg, Estim. 2013.

Una conclusión similar, desde otro punto de vista, se obtiene calculando la regresión de las rentabilidades del IBEX frente a las de la deuda pública española en el último año, con datos semanales. Como se observa, la correlación es baja, y existen varios datos semanales en los que un súbito aumento de la confianza en la deuda no se ha acompañado de una fuerte alza del IBEX, o viceversa; en otras palabras, el sobrecoste de la deuda no se corresponde con un sobrecoste del capital – acciones:

RENTABILIDAD SEMANAL (NOV. 11 - OCT. 12)

Fuente: Bloomberg.

Hay dos posibles explicaciones a esta desconexión: la primera es que la duración (en el sentido de Macaulay, es decir, la distancia temporal al centro de gravedad de los flujos futuros actualizados) del IBEX, o de una acción en general, es muy superior a la de un bono, al menos tres veces superior, lo que implica que la bolsa, o el inversor en acciones en general, puede «ver más allá» de la crisis y por tanto aplicar una prima de «riesgo España» mucho menor. Y la segunda es que la deuda no está protegida de inflación y las acciones sí, al menos en el muy largo plazo, porque los activos subyacentes son reales. En efecto, en un contexto en el que el mercado aprecia un *tail risk* de ruptura del euro, impagos, y fuerte inflación posterior, esta protección a largo plazo es un factor clave para aplicar primas de riesgo a la bolsa (o a las acciones en general) muy inferiores relativamente a las de la deuda, ya sea soberana o corporativa.

12. En suma, podríamos resumir todo lo anterior en lo siguiente:

- España, en su conjunto, no está excesivamente endeudada.
- Las empresas españolas son, en promedio, competitivas; no es necesaria ninguna «devaluación interna».

- La crisis ha dañado muy seriamente su rentabilidad, pero no ha desequilibrado en exceso su balance, al menos hasta ahora.
- El coste de capital en el mundo está en mínimos históricos por el exceso de «ahorro deseado» (*intended savings*).
- La excepción de lo anterior son los países de la eurozona con problemas de credibilidad de su deuda soberana, cuyas primas de riesgo son muy altas por la percepción exagerada de riesgo de ruptura del euro.
- El sistema fiscal español, al igual que la mayoría, penaliza la financiación con acciones frente a la deuda.
- Pero las distorsiones derivadas de la crisis son mucho mayores en deuda que en bolsa.
- Por ello las empresas deben reorientar su financiación a:
 - i. Emitir capital con preferencia a deuda, quizás con un horizonte limitado y reversible, planeando *buy backs* cuando el pánico actual se corrija.
 - ii. Emitir fuera de España si posible, cuando la existencia de filiales exteriores lo permita, vía ya utilizada por varias de las mayores empresas cotizadas para evitar la «prima España».