



FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

MÁSTER UNIVERSITARIO EN BANCA Y FINANZAS

TESIS DE MÁSTER

**EVOLUCIÓN DEL NIVEL DE
ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN
ESPAÑA**

FELIPE MIRANDA PEREIRO

**TUTORAS:
LUCÍA BOEDO VILABELLA
BEGOÑA ÁLVAREZ GARCÍA**

AÑO 2013

Dña. Lucía Boedo Vilabella y Dña. Begoña Álvarez García, profesoras de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de A Coruña

AUTORIZAN

En calidad de Directoras de la Tesis de Máster realizada por Felipe Miranda Pereiro y titulada “Evolución del nivel de endeudamiento de las empresas en España” la presentación y defensa de la misma.

Fdo. Lucía Boedo Vilabella

Fdo. Begoña Álvarez García

ÍNDICE

Resumen.....	4
1. Introducción.....	5
2. Información manejada. Aclaraciones y especificaciones.....	7
2.1. Fuentes de información.....	7
2.2. Formato de la información contable.....	10
2.2.1. Estructura del balance.....	10
2.2.2. Estructura de la cuenta de resultados.....	15
3. Metodología.....	20
4. Evolución del tamaño de las empresas.....	22
5. Análisis del endeudamiento mediante ratios de balance.....	27
5.1. Ratio de endeudamiento de las empresas según su tamaño.....	27
5.2. Ratios de endeudamiento parcial del total de empresas.....	36
6. Análisis del endeudamiento y de otros componentes de la estructura financiera mediante porcentajes verticales de balance.....	40
7. Evolución del montante de deuda e intereses y de los tipos de interés medios.....	48
7.1. Evolución de la deuda y de los intereses.....	48
7.2. Tipos de interés medios y tipos de interés de referencia.....	52
8. Análisis del endeudamiento mediante porcentajes con datos de balance y cuenta de resultados.....	56
9. Ratios de cobertura de intereses.....	65
10. Evolución de los fondos propios internos.....	69
11. Conclusiones.....	75
Referencias.....	83
Fuentes de gráficos y tablas.....	85

RESUMEN

En el presente trabajo se realiza un análisis de la evolución del endeudamiento de las empresas no financieras residentes en España en un marco temporal de 20 años hasta el ejercicio 2010. Las empresas españolas en su conjunto no han tenido durante el período de análisis una relación equilibrada entre los recursos propios y ajenos siendo estos últimos los que tenían una mayor proporción. Las deudas ganan peso frente a los recursos propios en épocas de bonanza económica, iniciándose un proceso de desapalancamiento en épocas de crisis. El coste medio de la de financiación ajena con coste de las empresas ha descendido de forma muy importante en la década de los 90, lo que unido a la entrada de nuestro país en el euro, es una explicación de los niveles y evolución de la deuda con coste a partir de los últimos años de la citada década. Por su parte, la cobertura de los intereses mediante los resultados finales ha sido muy desigual, aunque la mayor parte del período de análisis se ha mantenido una cobertura buena o razonable.

1. INTRODUCCIÓN

En el informe mensual de abril de 2012 de La Caixa se publica un estudio elaborado por el Departamento de Mercados Financieros del Área de Estudios y Análisis Económico de la misma entidad, en el que se llega a la conclusión de que el endeudamiento de las empresas no financieras españolas en 2008 era tan elevado, tanto con relación al PIB como con respecto a la deuda total de los sectores institucionales, como el que había al inicio de dos grandes episodios históricos de referencia, es decir, en 1929 el caso de las empresas de Estados Unidos (“gran depresión”) y en 1990 el caso de las empresas de Japón (“década perdida”).

Con el objeto de analizar este hecho con detalle, en este trabajo se estudia la evolución de las empresas no financieras españolas desde 1991 a 2010, para ver cuál ha sido la trayectoria de nuestras empresas y conocer en qué situación se hallaban en los primeros años de la crisis actual.

Siguiendo a algunos trabajos previos como Cuñat (1997) o Nadal (2012) se ha decidido utilizar datos proporcionados por la Central de Balances del Banco de España. A pesar de disponer de datos para más años (desde 1983 hasta 2011), se empieza el estudio en 1991, debido a que el Plan General de Contabilidad de 1990 (en adelante, PGC 1990), que se acerca a la normativa europea, se hizo obligatorio para los ejercicios comenzados después del 31 de diciembre de 1990 (esto probablemente no garantiza el que se haya aplicado el PGC 1990 para todas las empresas en los datos de 1991, pero aún así parece razonable comenzar en este año). En el análisis no se incluye el año 2011 porque para este año no se dispone de la muestra completa de empresas, con lo que se pueden generar saltos en las series con respecto a 2010 por menor representatividad.

El endeudamiento se estudiará mediante diversos indicadores a partir de estados patrimoniales y de flujos, con lo que se podrá comparar el endeudamiento propiamente

dicho con la “productividad” de las empresas, al poder usar distintos resultados. Asimismo se analizará la evolución de: 1) el tamaño de las empresas mediante el valor de la estructura financiera, 2) el tipo de interés medio de las empresas y 3) la autofinanciación de enriquecimiento.

La estructura del trabajo es la siguiente: En los apartados 2 y 3 se expondrán respectivamente especificaciones y aclaraciones de la información contable utilizada y la metodología seguida en este trabajo. En el apartado 4 se estudiará la evolución del tamaño para el agregado de empresas españolas calculado con el valor de la estructura financiera, así como para las empresas clasificadas según su tamaño. Posteriormente, en el apartado 5 se estudia para el agregado de empresas y para las empresas según su tamaño, la evolución de la ratio de endeudamiento, así como, para el agregado de empresas, diversas ratios de endeudamiento parcial. Por su parte, en el apartado 6, se recurrirá a porcentajes verticales de balance, con el fin de estudiar el endeudamiento y otros conceptos de la estructura financiera que pueden ayudar a explicar valores anómalos para el agregado de empresas. En el apartado 7, se estudia la evolución del montante de la deuda y de los intereses, se calculan los tipos de interés medios anuales aplicados a las empresas y se compara su evolución con la de un tipo de interés de referencia. En el apartado 8 se exponen distintos porcentajes de deuda sobre diferentes rúbricas de la cuenta de resultados para hacer un análisis más dinámico. En el apartado 9 se estudia como las empresas han hecho frente a los intereses mediante los resultados generados calculando ratios de cobertura de intereses. Por último, en el apartado 10 se analiza la evolución de la autofinanciación de enriquecimiento y si ésta ayudó al crecimiento de las empresas.

2. INFORMACIÓN MANEJADA. ACLARACIONES Y ESPECIFICACIONES

2.1. FUENTES DE INFORMACIÓN

En este trabajo se utilizará información contable proveniente de dos bases de datos denominadas Central de Balances Anual (en adelante, CBA) y Banco de España / Registros Mercantiles (en adelante, BE/RM). Una forma de disponer de la información es a través de la “Aplicación de Agregados Sectoriales” (en adelante, aplicación) disponible en la Web del Banco de España en el apartado de Central de Balances.

Se ha recurrido a esta forma de conseguir la información contable después de cumplimentar el *dossier* de petición de estudios de encargo, para conseguir información de acceso restringido de la Central de Balances. Una vez recibida la carta por el Banco de España, se han puesto en contacto para interesarse más detalladamente de qué información se solicitaba, indicando que dicha información solicitada estaba disponible en la Web, en la ya nombrada aplicación.

La base de datos CBA ofrece información de empresas grandes, medianas y pequeñas y por tanto del conjunto formado por el total, mientras que la base de datos BE/RM ofrece información de empresas medianas y pequeñas, aunque para las medianas sólo tiene datos desde el año 2002.

Hay que tener en cuenta que la nota informativa a los usuarios de la información contenida en la aplicación, en su punto 1 expone que las empresas que colaboran con la CBA lo hacen de forma voluntaria y por lo tanto dichas empresas no forman una muestra estadística, mientras que en su punto 4 expone que la base de datos BE/RM ofrece información agregada de cuentas anuales de empresas, depositadas en Registros Mercantiles. Esto no debe llevar a pensar que es mejor la base BE/RM que la base

CBA. Para ver el número de empresas disponibles en cada base de datos para cada año utilizado, véase el cuadro 2.1.

Ambas bases de datos presentan la información contable cada año para el ejercicio que corresponde al mismo año y para el ejercicio inmediatamente anterior, como también lo establece el Plan General de Contabilidad. Por tanto la información de cada ejercicio estará duplicada, aunque no serán iguales por pertenecer a un número distinto de empresas. Es decir, los datos disponibles por ejemplo en el año 2001 serán los del ejercicio 2001 y los del ejercicio inmediatamente anterior que es el 2000, y los datos del año 2002, serán de los ejercicios 2002 y 2001. Ambos datos del ejercicio 2001 no van a coincidir ya que al tratarse de años de obtención distintos, también es distinto el número de empresas disponibles.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la nota informativa a los usuarios de la información contenida en la aplicación, expone en su punto 3 que “la Central de Balances considera que los análisis realizados a partir de las distintas agrupaciones en que se puede dividir el conjunto formado por el total de empresas (atendiendo a su actividad principal, tamaño, etc.) pueden estar sesgados por la falta de representatividad de tales agrupaciones”; aunque hay excepciones, como por ejemplo, la agrupación de las empresas grandes, ya que la Central de Balances informa que, en principio, estima que están representadas a un nivel aceptable.

En el cuadro 2.1 se presenta el número de empresas de las que se dispone en cada base de datos desde 1991 a 2010, clasificadas dichas empresas según su tamaño.

Cuadro 2.1: Número de empresas clasificadas según su tamaño, disponibles en las bases de datos CBA y BE/RM

Ejercicio \ Empresas	Totales CBA	Grandes CBA	Medianas CBA	Pequeñas CBA	Medianas BE/RM	Pequeñas BE/RM
1990/1991	7.152	948	2.114	4.090		864
1991/1992	7.108	907	2.104	4.097		1.931
1992/1993	7.295	895	2.130	4.270		11.821
1993/1994	7.792	923	2.056	4.813		20.828
1994/1995	8.064	985	2.402	4.677		58.412
1995/1996	7.972	1.045	2.506	4.421		81.017
1996/1997	7.996	1.056	2.496	4.444		109.706
1997/1998	8.087	1.011	2.920	4.156		119.128
1998/1999	8.206	995	2.854	4.357		139.982
1999/2000	8.459	965	2.900	4.594		175.469
2000/2001	8.420	968	2.813	4.639		210.330
2001/2002	8.420	1.001	2.862	4.557	4.480	221.775
2002/2003	8.822	1.047	2.893	4.882	5.717	270.171
2003/2004	9.049	1.236	3.047	4.766	6.360	304.941
2004/2005	9.123	1.345	3.087	4.691	7.492	353.896
2005/2006	9.276	1.476	3.084	4.716	7.974	359.512
2006/2007	9.321	1.553	3.114	4.654	8.140	373.200
2007/2008	9.639	1.622	3.221	4.796	4.604	317.986
2008/2009	9.792	1.783	2.758	5.251	7.632	413.278
2009/2010	10.038	1.893	2.842	5.303	7.136	404.171

En el cuadro 2.1 se observa como el número de empresas pequeñas de la base BE/RM es muy distinto en los 4 primeros años de la serie al número de empresas disponibles en los años posteriores, fenómeno que no se aprecia en las otras 5 series. Por otra parte también destaca la bajada del número de empresas en dicha base de datos en el año 2008, probablemente por no disponer en ese año, del ejercicio 2007 con información comparable, debido al cambio de Plan General de Contabilidad.

Otra fuente de información consiste en la consulta de publicaciones de la Central de Balances tituladas “Central de Balances, (año). Resultados anuales de las empresas no financieras” y “Central de Balances, (año). Resultados anuales de las empresas no financieras. Suplemento metodológico”. Las consultas más importantes se han hecho a las publicaciones de 2008, como la consulta de notas de cuadros y la consulta del ámbito de los conceptos. También se han utilizado documentos de otros años como

2007 y 2011 para, por ejemplo, hacer alguna comparación, mirar el tratamiento de los datos en las bases con el PGC 1990, etc.

Por último, hay que tener en cuenta que la información contable no es homogénea para todos los años (por diferencias de valoración, de presentación, etc...) debido a que durante el período de análisis las normas han podido sufrir cambios como por ejemplo el cambio del Plan General de Contabilidad a aplicar en 2008.

2.2. FORMATO DE LA INFORMACIÓN CONTABLE

2.2.1. ESTRUCTURA DEL BALANCE

A continuación se presenta en los cuadros 2.2 y 2.3, las estructuras de balance de las dos bases de datos disponibles en la aplicación y que se utilizan en este estudio.

Cuadro 2.2: Estructura del balance de la base de datos CBA

I. ACTIVO NO CORRIENTE	III. PATRIMONIO NETO
1. Inmovilizado intangible	1. Fondos propios
2. Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias	1. Capital desembolsado neto
1. Inmovilizado material	2. Reservas y prima de emisión
1. Inmovilizado material bruto	1. Beneficios no distribuidos
2. (-) Amortizaciones y deterioro de valor	2. Prima de emisión
2. Inversiones inmobiliarias	3. Resto de reservas y otros fondos
1. Inversiones inmobiliarias brutas	3. Otros instrumentos de patrimonio neto
2. (-) Amortizaciones y deterioro de valor	2. Ajustes por cambios de valor
3. Inversiones financieras a largo plazo	3. Subvenciones, donaciones y legados recibidos
1. En empresas del grupo y asociadas	IV. PASIVO NO CORRIENTE
2. Resto de inversiones financieras a largo plazo	1. Deuda con características especiales
II. ACTIVO CORRIENTE	2. Recursos ajenos a largo plazo
1. Activos no corrientes, mantenidos para la venta	1. Financiación de entidades de crédito a largo plazo
2. Existencias	2. Resto de financiación ajena a largo plazo
3. Deudores Comerciales y otras cuentas a cobrar	1. Obligaciones y otros valores negociables
1. Clientes	2. Otros recursos ajenos a largo plazo
2. Otras cuentas a cobrar	3. Sin clasificar (cuestionario reducido)
4. Inversiones financieras a corto plazo	V. PASIVO CORRIENTE
1. En empresas del grupo y asociadas	1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta
2. Resto de inversiones financieras a corto plazo	2. Financiación a corto plazo con coste
3. Sin clasificar (cuestionario reducido)	1. Financiación de entidades de crédito a corto plazo
5. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2. Resto de financiación ajena a corto plazo con coste
6. Ajustes por periodificación	1. Obligaciones y otros valores negociables
ACTIVO (I+II) = PASIVO (III a VI)	2. Otra financiación a corto plazo con coste
	3. Sin clasificar (cuestionario reducido)
	3. Financiación a corto plazo sin coste
	1. Proveedores
	2. Otros acreedores sin coste
	1. Otros acreedores comerciales
	2. Otros acreedores no comerciales
	3. Sin clasificar (cuestionario reducido)
	3. Ajustes por periodificación
	VI. PROVISIONES
	PASIVO (III a VI) = ACTIVO(I+II)

Cuadro 2.3: Estructura del balance de la base de datos BE/RM

I. ACTIVO NO CORRIENTE	III. PATRIMONIO NETO
1. Inmovilizado intangible	1. Fondos propios
2. Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias	1. Capital desembolsado neto

1. Inmovilizado material	2. Reservas y prima de emisión
2. Inversiones inmobiliarias	3. Otros instrumentos de patrimonio neto
3. Inversiones financieras a largo plazo	2. Ajustes por cambios de valor
II. ACTIVO CORRIENTE	3. Subvenciones, donaciones y legados recibidos
1. Activos no corrientes mantenidos para la venta	IV. PASIVO NO CORRIENTE
2. Existencias	1. Deuda con características especiales
3. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	2. Recursos ajenos a largo plazo
1. Clientes	1. Financiación de entidades de crédito a largo plazo
2. Otras cuentas a cobrar	2. Resto de financiación ajena a largo plazo
4. Inversiones financieras a corto plazo	V. PASIVO CORRIENTE
5. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta
6. Ajustes por periodificación	2. Financiación a corto plazo con coste
ACTIVO (I + II) = PASIVO (III a VI)	1. Financiación de entidades de crédito a corto plazo
	2. Resto de financiación ajena a corto plazo con coste
	3. Financiación a corto plazo sin coste
	1. Proveedores
	2. Otros acreedores sin coste
	3. Ajustes por periodificación
	VI. PROVISIONES
	PASIVO (III a VI) = ACTIVO (I + II)

Los cuadros 2.2 y 2.3 ponen de manifiesto que existen diferencias entre los modelos de balance de las bases de datos y el modelo de balance del Plan General de Contabilidad de 2007 (en adelante, PGC 2007). Además, hay más diferencias que las que se pueden observar a simple vista, como las siguientes:

- los activos por impuesto diferido pasan de estar en el activo no corriente al activo corriente (concretamente en la partida “otras cuentas a cobrar”)
- los accionistas (socios) por desembolsos exigidos desaparecen del activo corriente pasando al patrimonio neto con signo negativo (se incluye en el cálculo de la partida “capital desembolsado neto”)
- los pasivos por impuesto diferido pasan también del pasivo no corriente al pasivo corriente (partida “otros acreedores sin coste”)
- las periodificaciones a largo plazo muy probablemente se incluyan en la partida “ajustes por periodificación” del pasivo corriente ya que así consta en el ámbito de los conceptos de 2008 (documento de suplemento metodológico de 2008 comentado anteriormente) de la base de datos BE/RM, mientras que para CBA no consta lo contrario
- el capital desembolsado neto se calcula restando al capital escriturado el capital no exigido, accionistas (socios) por desembolsos exigidos (como se

comentó anteriormente) y las acciones y participaciones en patrimonio propias

- en la base de datos CBA, los beneficios no distribuidos se calculan restando al resultado del ejercicio la propuesta de distribución de dividendos (debiendo estar por tanto relacionada la partida de pasivo corriente titulada “otros acreedores no comerciales” ya que incluye el dividendo pendiente de pago), mientras que en la base de datos BE/RM (que no especifica la partida “beneficios no distribuidos”) sólo se disminuye el patrimonio neto con el dividendo a cuenta
- en el pasivo no corriente se incluye un apartado titulado “deuda con características especiales” (que se explica más adelante) y contiene tanto deuda de largo como de corto plazo
- el pasivo corriente se divide en tres grandes apartados como los pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta, financiación a corto plazo con coste y financiación a corto plazo sin coste
- las provisiones disponen de un grupo propio dentro del pasivo, no encontrándose por tanto en los grupos “pasivo no corriente” y “pasivo corriente”, con la salvedad de que las provisiones por operaciones comerciales, en la base CBA, se incluyen en la partida “otros acreedores comerciales” dentro del pasivo corriente, no pareciendo aplicable esta salvedad a la base BE/RM.

En el próximo párrafo se comentan notas del documento “Central de Balances, 2008. Resultados anuales de las empresas no financieras”, que son aplicables a datos de balance de la base CBA utilizados en este estudio. En realidad, dichas notas sólo se

refieren a los años 2004 a 2008 incluidos, aunque es de esperar que sean aplicables a toda la serie que se utiliza en este trabajo.

En cuanto al **activo**: 1) la rúbrica “I.2.1. Inmovilizado material” pasa a incluir para toda la serie histórica los elementos de inmovilizado material en régimen de arrendamiento financiero (en el PGC 1990 formaban parte del inmovilizado inmaterial), 2) las inversiones inmobiliarias y los activos no corrientes mantenidos para la venta se empiezan a especificar a partir del año 2008 (al ser novedades del PGC 2007), y 3) la partida “efectivo y otros activos líquidos” pasa a incluir a partir de 2008 (debido al PGC 2007) inversiones a menos de tres meses y otras inversiones que se puedan convertir rápidamente en efectivo, lo que conlleva un salto en la serie histórica.

En cuanto al **patrimonio neto** y más concretamente al apartado “ajustes por cambios de valor”, sufre un salto en la serie en el año 2008 por la aplicación del PGC 2007, al pasar a referirse a cosas diferentes. En el PGC 2007 se refiere principalmente a cambios de valor de instrumentos financieros, mientras que la serie hasta 2007 inclusive, está compuesta principalmente por ajustes de valor por activos de inmovilizado material.

Por último, en cuanto al **pasivo**, las deudas con características especiales y los pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta empiezan a especificarse a partir del año 2008. El apartado “deudas con características especiales” incluye acciones o participaciones “*que, por sus características especiales, deben clasificarse como pasivos*” según las notas mencionadas anteriormente. Recuérdese que este apartado contiene tanto deudas a largo como a corto plazo.

Lo que no aparece en las notas citadas, es que la partida “otros instrumentos de patrimonio neto”, incluida en los fondos propios, empieza a especificarse a partir de 2008. Esta partida incluye el componente de patrimonio neto de los instrumentos

financieros compuestos, como las obligaciones convertibles, y otros instrumentos de patrimonio neto como las opciones sobre acciones propias.

Aunque no existen unas notas en el citado documento para la base BE/RM, las comentadas en los párrafos precedentes parecen aplicables, además de lo comentado de la partida “otros instrumentos de patrimonio neto”, salvo el que la partida “I.2.1. Inmovilizado material” incluya de 1991 a 2007 el inmovilizado material en régimen arrendamiento financiero.

Otra diferencia entre la base CBA y la base BE/RM es que la partida “ajustes por periodificación” del pasivo no existe en esta última hasta el año 2008.

Como se comentó anteriormente, este estudio comprende los años desde 1991 hasta 2010 ambos inclusive, con lo cual la mayor parte de la información está elaborada aplicando el PGC 1990. Esto nos lleva a preguntarnos qué se ha hecho con los activos ficticios que aparecerían en el balance hasta 2007 incluido, según dicha norma.

Tras realizar la consulta al Banco de España sobre los gastos de establecimiento, gastos de formalización de deudas y gastos financieros diferidos para la base CBA, la respuesta ha sido que los dos primeros tipos de gastos se eliminaron reduciendo el patrimonio neto, mientras que los gastos financieros diferidos se eliminaron reduciendo las deudas a largo plazo. Vista la respuesta, parece razonable pensar que otros elementos que lleven a confusión se trataran con un criterio similar en la base CBA en la medida en que lo permitiera la desagregación de la información de los años correspondientes.

En cambio en la base BE/RM no parece, a simple vista, que fuera posible separar los gastos de formalización de deudas de los gastos financieros diferidos ya que los datos se obtienen de las cuentas depositadas en Registros Mercantiles y el modelo

oficial de balance del PGC 1990 los agrega en un grupo denominado “gastos a distribuir en varios ejercicios”. De todas formas, cabe esperar una solución razonable.

2.2.2. ESTRUCTURA DE LA CUENTA DE RESULTADOS

A continuación se presenta el cuadro 2.4 con la estructura de la cuenta de resultados de la base de datos CBA que se utiliza en este estudio, disponible en la aplicación. A dicho cuadro le han sido eliminadas las especificaciones por países y por relación intersocietaria de la cifra de negocios y de las compras netas.

Cuadro 2.4: Estructura de la cuenta de resultados de la base de datos CBA

1. VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)
1. Importe neto de la cifra de negocios
2. (-) Consumo de mercaderías
3. Variación de existencias de productos terminados y en curso
4. Otros ingresos de explotación y subvenciones
1. Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado
2. Subvenciones a la explotación
3. Resto de ingresos de la explotación
2. CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)
1. Compras netas y trabajos realizados por otras empresas
2. (-) Variación de existencias de mercaderías y primeras materias
3. (-) Consumo de mercaderías
4. Otros gastos de explotación
S.1. VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
3. GASTOS DE PERSONAL
S.2. RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN
4. INGRESOS FINANCIEROS NETOS
1. Ingresos financieros
1. Dividendos
2. De valores negociables y otros instrumentos financieros
3. Otros ingresos financieros
4. Sin clasificar (cuestionario reducido)
2. Gastos financieros
1. Intereses por financiación recibida y gastos asimilados
2. Otros gastos financieros
5. AMORTIZACIONES NETAS, DETERIORO Y PROVISIONES DE EXPLOTACIÓN
1. Amortizaciones netas
2. Deterioro y provisiones de explotación
S.3. RESULTADO ORDINARIO NETO
6. RESULTADOS POR ENAJENACIONES Y DETERIORO
1. Resultados por enajenaciones y pérdidas no recuperables
1. De inmovilizado material e inmaterial
2. De instrumentos financieros
3. Sin clasificar (cuestionario reducido)
2. Correcciones valorativas por deterioro
1. De inmovilizado material e inmaterial
2. De instrumentos financieros
3. Sin clasificar (cuestionario reducido)
7. VARIACIONES DEL VALOR RAZONABLE Y RESTO DE RESULTADOS
1. Variaciones del valor razonable de instrumentos financieros
2. Exceso de provisiones
3. Diferencias de cambio
4. Indemnizaciones
5. Resto de resultados atípicos
8. IMPUESTO SOBRE LOS BENEFICIOS
S.4. RESULTADO DEL EJERCICIO
9. Propuesta de distribución de dividendos
10. Beneficios no distribuidos

PRO MEMORIA:
S.2*. RESULTADO ECONÓMICO NETO DE LA EXPLOTACIÓN
S.4*. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

Como se puede observar en el cuadro 2.4, la estructura es bastante diferente a la estructura oficial del PGC 2007. Antes de nada parece importante resaltar que el punto “1.4.1. Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado” contiene a mayores “gastos financieros activados directamente sin anotación en la cuenta de resultados”, siendo este ingreso compensación de los gastos financieros del mismo estilo incluidos en el punto “4.2.1. Intereses por financiación recibida y gastos asimilados”. Además, las operaciones interrumpidas no tienen mención separada, incluyendo sus valores a lo largo de la cuenta de resultados. Por otra parte, a continuación se detallan otras diferencias:

- El punto 1 se correspondería en total, salvo por el punto 1.2 (que se comentará más adelante), con los puntos 1, 2, 3 y 5 de la cuenta de pérdidas y ganancias del PGC 2007 titulados respectivamente “importe neto de la cifra de negocios”, “variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación”, “trabajos realizados por la empresa para su activo” y “otros ingresos de explotación”.
- El punto 2 no incluye la dotación a la provisión por reestructuración de no personal ni los puntos 4.d) y 7.c) del modelo oficial del PGC 2007 que se denominan respectivamente “deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos” y “pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales”. Salvo por lo anterior y por el punto 2.3 (que se comentará más adelante), dicho punto 2 se correspondería con los puntos 4 (aprovisionamientos) y 7 (otros gastos de explotación) de dicho modelo oficial.

- El punto 3 no incluye la dotación a la provisión por reestructuración de plantillas, las indemnizaciones y tampoco incluye los excesos de provisiones de gastos de personal (por lo menos los que se nombran explícitamente en el punto 7 que se comentará más abajo). Salvo por esto, se correspondería con el punto 6 “gastos de personal” de la cuenta oficial del PGC 2007.
- El punto 4 se correspondería con los puntos 12 (ingresos financieros) y 13 (gastos financieros) de la cuenta oficial si incluyera los gastos financieros por actualización de provisiones. También hay que tener en cuenta que a partir de 2008 el punto “4.1.3. Otros ingresos financieros” contiene lo que el ámbito de los conceptos de 2008 (documento de suplemento metodológico de 2008 comentado anteriormente) denomina “imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero (total empresas)” y en 1991 contiene unas cantidades negativas insignificantes estando a cero el resto de los ejercicios.
- El punto 5.1, se calcula restando a las amortizaciones la “imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras al resultado del ejercicio” sin incluir en la resta las “subvenciones transferidas al resultado del ejercicio por derechos asignados consumidos” referentes estas últimas a la emisión de gases de efecto invernadero. El punto 5.2 en cambio está formado por “deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos” y “pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales” que se corresponden respectivamente con los puntos 4.d) y 7.c) del modelo oficial de cuenta de resultados como ya se comentó anteriormente. Si no fuera por lo anterior, el punto 5 se

correspondería con el punto 8 de la cuenta de resultados del PGC 2007 denominado amortización del inmovilizado.

- Como se puede observar, el punto 6 incluye los puntos 11 y 16 de la cuenta de pérdidas y ganancias del PGC 2007 titulados respectivamente “deterioro y resultados por enajenaciones del inmovilizado” y “deterioro y resultados por enajenaciones de instrumentos financieros”.
- En cuanto al punto 7, se observa en el cuadro 2.5 que contiene conceptos comentados anteriormente que se no se incluían en otros puntos, además de otros conceptos nuevos no comentados. Hay que tener en cuenta que el punto 7.1, que incluye a mayores los gastos financieros por actualización de provisiones, se empieza a especificar a partir de 2008. El cuadro 2.5 se presenta con un extracto del ámbito de los conceptos de 2008 comentado anteriormente, para saber el lector con exactitud de qué está compuesto:

Cuadro 2.5: Detalle del punto 7 de la cuenta de resultados de la base de datos CBA

7. VARIACIONES DEL VALOR RAZONABLE Y RESTO DE RESULTADOS
1. Variaciones del valor razonable de instrumentos financieros
1. Variaciones del valor razonable de instrumentos financieros
1. Cartera de negociación y otros
2. Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta
2. Gastos financieros por actualización de provisiones
3. Sin clasificar. Ingresos y gastos procedentes de operaciones interrumpidas. Variación del valor razonable de instrumentos financieros
4. Sin clasificar (cuestionario reducido)
2. Excesos de provisiones
1. Exceso de la provisión por obligaciones por prestaciones a largo plazo al personal
2. Exceso de la provisión por reestructuración del personal
3. Excesos del resto de provisiones
3. Diferencias de cambio
4. (-) Indemnizaciones
1. Indemnizaciones (incluida la dotación neta a la provisión para reestructuración del personal)
2. (-) Dotación a la provisión para reestructuración del personal
3. Exceso de la provisión por reestructuración del personal
5. Resto de resultados atípicos
1. Diferencia negativa de combinaciones de negocio
2. (-) Dotación a las provisiones por reestructuración
1. Dotación a la provisión por reestructuración de plantillas
2. Dotación al resto de provisiones por reestructuración
3. Resultados por derechos de emisión de gases efecto invernadero
1. Subvenciones transferidas al resultado del ejercicio por derechos asignados consumidos
2. (-) Gastos por emisión de gases de efecto invernadero
4. Otros resultados
5. Sin clasificar. Ingresos y gastos procedentes de operaciones interrumpidas. Resto de resultados

- Como se ha podido concluir, el punto 9 de la cuenta de pérdidas y ganancias oficial que se titula “imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras” también se encuentra incluido en la presente cuenta de resultados.
- Por último, aclarar que el resultado económico neto de la explotación que aparece en la pro memoria es el resultado de restarle al resultado económico bruto de la explotación el punto 5, mientras que el resultado antes de impuestos que también aparece en la pro memoria, como es obvio, es la suma del resultado del ejercicio y el impuesto sobre los beneficios.

En el próximo párrafo se comentan algunas notas del documento “Central de Balances, 2008. Resultados anuales de las empresas no financieras”, que son aplicables a datos de la cuenta de resultados de la base CBA utilizados en este estudio. En realidad dichas notas sólo se refieren a los años 2004 a 2008 incluidos, aunque es de esperar que sean aplicables a toda la serie que se utiliza en este trabajo.

En la base de datos se resta en los puntos 1 y 2 el consumo de mercaderías (puntos 1.2 y 2.3 comentados anteriormente) de las empresas de comercio y de las actividades inmobiliarias debido a que la producción de estas empresas se mide por el margen comercial. También en cuanto al punto 5.1, como se comentó anteriormente, las subvenciones de capital transferidas a resultados del ejercicio minoran la amortización del inmovilizado que financian, resultando por tanto del cálculo, amortizaciones netas. Por su parte, el punto 5.2 sufre un corte en la serie en el año 2008 porque el PGC 2007 no contempla el fondo de reversión, como sí lo hacía el PGC 1990. Por último, en cuanto a los puntos 6 y 7.1, la correspondiente nota establece que el PGC 2007 tiene

como novedad frente al PGC 1990, el que se valoren ciertos activos y pasivos financieros al valor razonable.

En cuanto a los gastos y los ingresos que se derivan de los activos ficticios (amortizaciones, incorporaciones al activo...) hasta 2007 incluido, es de esperar una solución razonable a la hora de tratarlos en el modelo disponible de la cuenta de resultados en la medida en que lo permita la desagregación disponible en los años en los que existían los activos ficticios. Lo mismo es de esperar con otros gastos e ingresos que lleven a confusión.

3. METODOLOGÍA

La nota informativa a los usuarios de la información contenida en la aplicación, dice literalmente en el punto 2: “la Central de Balances estima que la información incluida en la aplicación “Agregados Sectoriales” es válida para estudiar: a) la estructura de los flujos y masas patrimoniales del agregado de las empresas residentes en España, y b) la evolución anual de los principales flujos y saldos del agregado de las empresas residentes mediante la comparación de los dos ejercicios de cada base de datos”. Según el contexto, la expresión “cada base de datos” hay que entenderla como “cada año”. De todas formas, en este trabajo sólo se utiliza la expresión “base de datos” para referirse al conjunto de la CBA y al conjunto de BE/RM.

Con respecto al caso a), se calcularán ratios y porcentajes para cada ejercicio por duplicado, ya que la información está duplicada al disponer de dos series para cada año: la serie del ejercicio que corresponde a cada año en la que se dispone de 20 datos (que se llamará serie “**actual**”) y la serie del ejercicio inmediatamente anterior en la que se dispone de 19 datos (que se llamará serie “**anterior**”). De esta forma se puede comprobar si el número de empresas que hay disponibles cada año influye mucho en los valores, al representar las dos series a la vez en los gráficos.

La comprobación a la que hace referencia el párrafo anterior, sólo se hará de manera gráfica, y no de manera formal. Lo óptimo sería poder comprobar si las series “actual” y “anterior” están cointegradas, pero lo cierto es que sólo se dispone de 19 datos para la serie “anterior” y de 20 datos para la serie “actual”, considerándose como un número estándar para hacer una regresión y después comprobar la cointegración, 30 datos.

Con respecto al caso b), se calculan las tasas de variación entre los datos de los dos ejercicios disponibles cada año, de forma que así comparamos datos para el mismo número de empresas. Es decir, los datos disponibles por ejemplo en el año 2001 serán los del ejercicio 2001 y los del ejercicio inmediatamente anterior que es el 2000, y corresponderán al mismo número de empresas. Por eso se calculan las tasas de variación entre los datos de los dos ejercicios del mismo año.

Para que dichas tasas de variación sean más representativas gráficamente de la evolución del flujo o saldo en cuestión, se calculará una serie en cada caso con las tasas de variación acumuladas, de forma que el valor para cada año sea el resultado de la “capitalización” de las tasas anteriores. Es decir, por ejemplo en el caso de una serie que empiece en 1991, el segundo valor (el perteneciente a 1992) se corresponderá con la primera tasa de variación (entre 1991 y 1992), siendo el tercer valor (el perteneciente a 1993) el resultado de dicha tasa “capitalizada” por la tasa de variación entre 1992 y 1993; y así sucesivamente. El primer valor (el perteneciente a 1991) se corresponderá con una tasa de variación igual a 0, para establecer un punto de partida con el que comparar la variación acumulada de años posteriores.

El total de empresas en su conjunto y las empresas grandes se estudian exclusivamente con datos de la base de datos CBA ya que son los únicos datos de los que se dispone para este tipo de empresas, y además la representatividad de dicha base

de datos parece aceptable para estos casos. En cambio las empresas medianas y las empresas pequeñas se estudian con datos de la base CBA y de la base BE/RM por separado, para comprobar si alguna de las bases parece representativa mediante la comparación en gráficos de las series “actual” y “anterior”.

Para las empresas medianas y pequeñas sólo se estudia la evolución de la ratio de endeudamiento y del total de la estructura financiera, ya que como se podrá observar en el apartado 5, las comparaciones para la ratio de endeudamiento entre ambas bases de datos y entre las series “actual” y “anterior” en los gráficos, ponen en duda la representatividad de ambas bases de datos para estos tipos de empresas.

Por último, conviene advertir, que en los tipos de empresas en que no coincidan las series “actual” y “anterior” en los distintos gráficos que se representarán, hay tomar con cautela las tasas de variación que se calcularán, debido a que dichas tasas van a ser calculadas en definitiva con los mismos datos. Como se comentó en anteriormente, parece haber problemas de representatividad para las empresas medianas y pequeñas, aunque en los últimos años del período de análisis, hay que tener cuidado con las tasas de variación para el total de empresas y las empresas grandes de la base CBA. El ejemplo más representativo, es el efecto del cambio de PGC, ya que se verá que la serie “anterior” del año 2008 que se refiere al ejercicio 2007, probablemente no es adecuada para calcular la tasa de variación del ejercicio 2008 sobre dicho valor del ejercicio 2007.

4. EVOLUCIÓN DEL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

A continuación se estudia la evolución del valor de la estructura financiera para el agregado de las empresas nacionales, y para las empresas grandes, medianas y pequeñas por separado. La estructura financiera se entiende como la suma del patrimonio neto y el pasivo del PGC, la cual coincidirá con el activo o estructura económica, por lo que

sería un indicador del tamaño de las empresas. Se empieza por el total de las empresas de la base de datos CBA.

Gráfico 4.1: Variación acumulada de la Estructura Financiera de empresas totales CBA

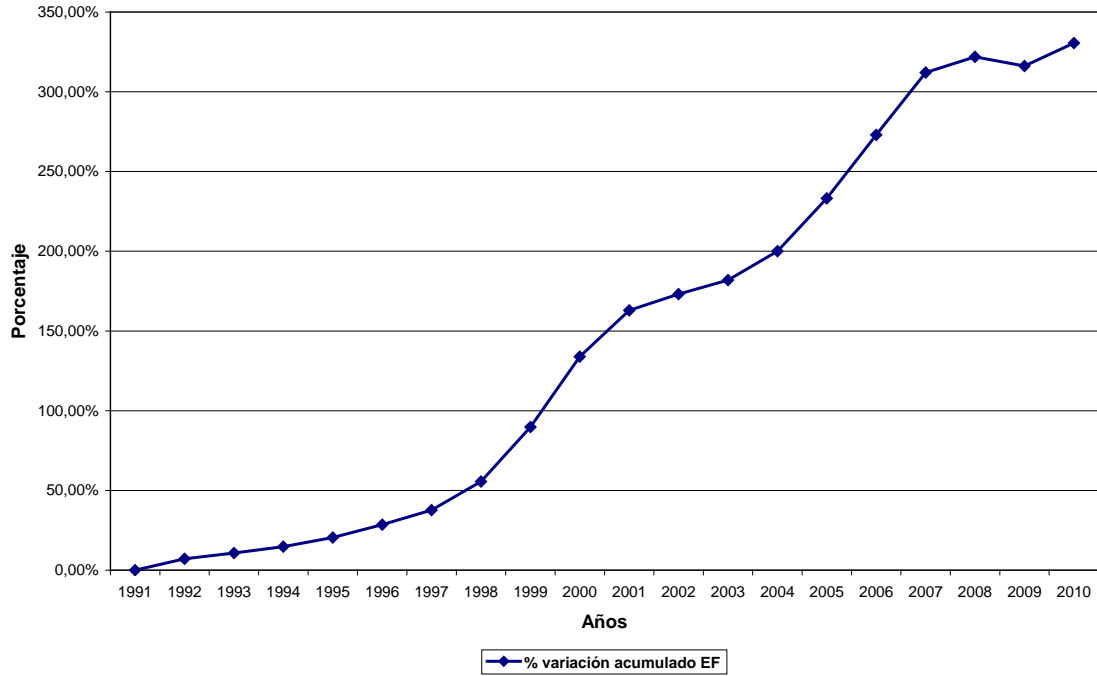
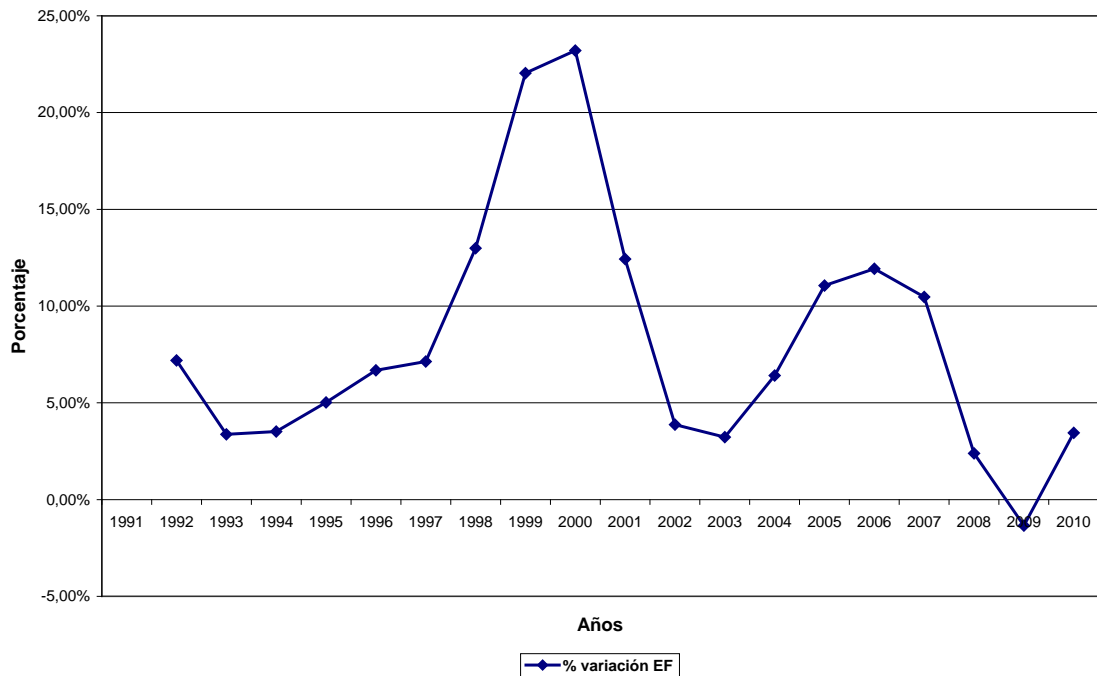


Gráfico 4.2: Variación interanual de la Estructura Financiera de empresas totales CBA



Como se observa en los gráficos 4.1 y 4.2, el tamaño de las empresas ha crecido ininterrumpidamente desde 1991 a 2010, salvo en 2009. El crecimiento acumulado

durante el período de análisis ha sido del 330,53%. Como se puede ver en el gráfico 4.1 el crecimiento más intenso en términos acumulados tiene lugar entre los años 1998 y 2001 y entre 2004 y 2007 que coinciden respectivamente con los períodos de entrada en el euro y de expansión internacional del crédito. Por su parte las subidas interanuales más importantes con diferencia, según el gráfico 4.2, se produjeron en 1999 con un 22,04% y en 2000 con un 23,20%, aumentando la serie del gráfico 4.1 en 34,28 y 44,05 puntos porcentuales respectivamente.

En el gráfico 4.3 se comparan las variaciones acumuladas de la estructura financiera de las empresas totales, junto con las empresas grandes, medianas y pequeñas de la base de datos CBA y las empresas pequeñas de la base de datos BE/RM. No se compara en dicho gráfico la variación acumulada de la estructura financiera de las empresas medianas de BE/RM porque de éstas sólo se dispone de datos desde 2001, por lo tanto no sería comparable la serie al no acumular crecimientos desde 1991.

Por su parte en el gráfico 4.4 se compara la serie de variación acumulada de la estructura financiera de las empresas medianas de BE/RM con la serie del total de empresas de CBA recalculada desde 2001. Mientras que en el gráfico 4.5 se muestran las variaciones interanuales para todas las empresas incluidas en los gráficos 4.3 y 4.4.

Gráfico 4.3: Variación acumulada de la Estructura Financiera de empresas Totales, Grandes, Medianas y Pequeñas CBA y de empresas Pequeñas BE/RM

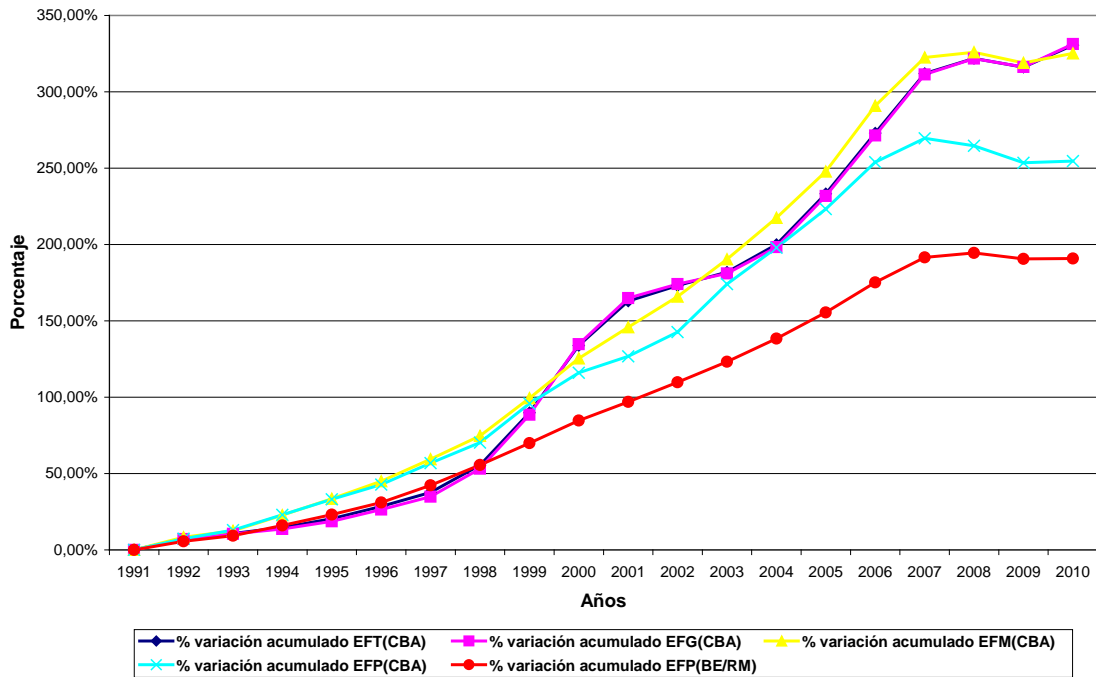


Gráfico 4.4: Variación acumulada de la Estructura Financiera de empresas Totales CBA y de empresas Medianas BE/RM

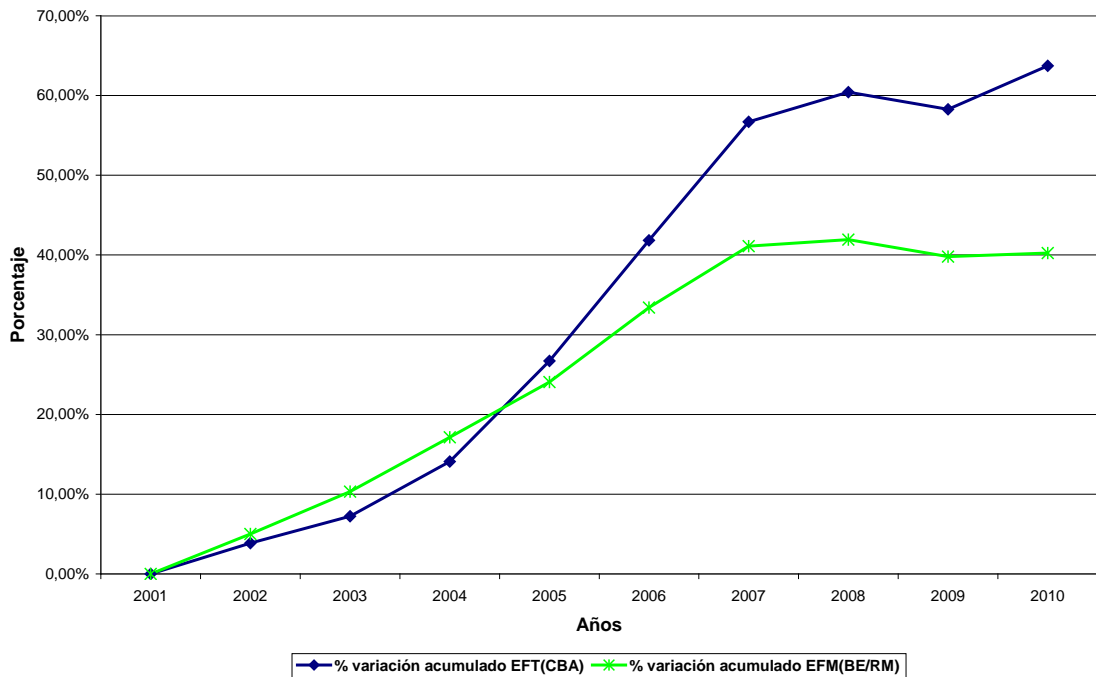
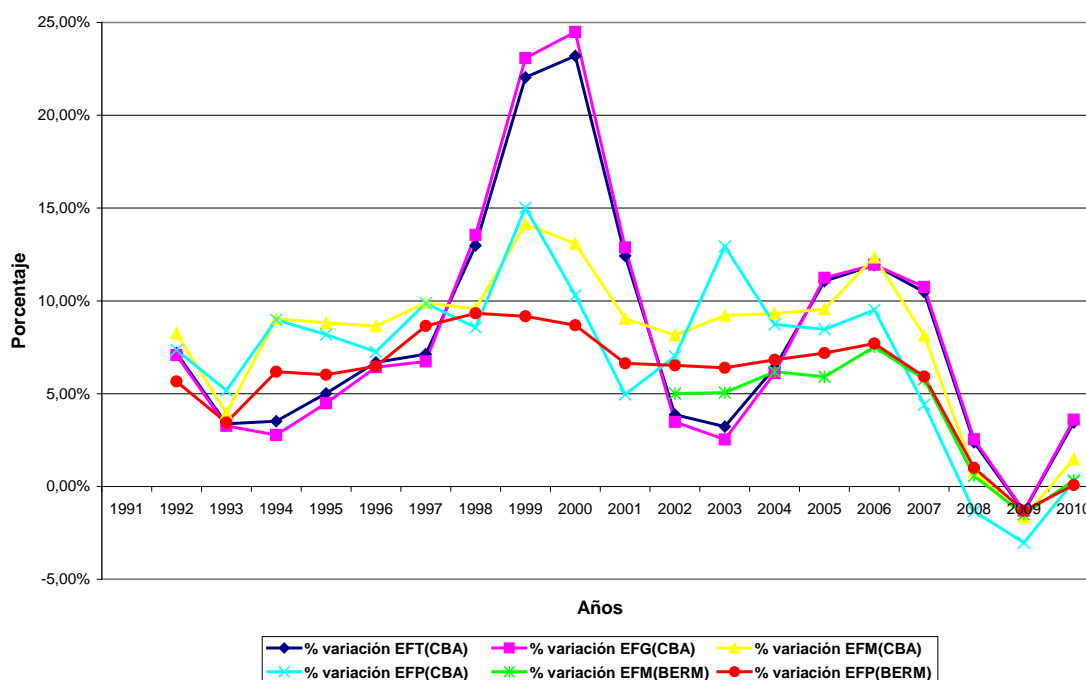


Gráfico 4.5: Variación interanual de la Estructura Financiera de empresas Totales, Grandes, Medianas y Pequeñas CBA y de empresas Medianas y Pequeñas BE/RM



El gráfico 4.3 muestra cómo la serie de las empresas grandes se mueve de manera casi idéntica a la serie del total de empresas lo que lleva a pensar que aquéllas están muy bien representadas en el total de empresas. Las empresas grandes han crecido en el período de análisis un 331,25% mientras que las empresas medianas de CBA lo han hecho en un 320,77% aunque su crecimiento acumulado a lo largo de los años ha sido más regular que el de las empresas grandes y que el de total de empresas. Las empresas pequeñas en cambio ya crecieron menos en el mismo período de tiempo (un 254,60% según la base CBA y un 190,83% según la base BE/RM) alcanzando un crecimiento máximo acumulado, según CBA, del 269,57% en el año 2007.

En el gráfico 4.4 se puede observar que a diferencia de la serie de empresas medianas de CBA, la serie de BE/RM crece bastante menos que la serie de empresas totales. Las empresas medianas y pequeñas de BE/RM siguen la misma tónica en cuanto a diferenciarse más de la serie de empresas totales que las empresas medianas y pequeñas de CBA.

El gráfico 4.5 viene a confirmar que con la información disponible en ambas bases de datos se puede llegar a la conclusión a grosso modo de que las empresas medianas y pequeñas han crecido de forma más regular en el tiempo no viéndose tan afectadas por la crisis de los 90 y de principios de los 2000 y sí por la actual.

5. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO MEDIANTE RATIOS DE BALANCE

A continuación se estudia el endeudamiento de las empresas españolas mediante diversas ratios de endeudamiento con datos de balance. Dichas ratios de endeudamiento se definirán poniendo en el numerador el tipo de deuda que se estime oportuno y en el denominador el patrimonio neto. En la ratio 1 se pondrá en el numerador la deuda total, en la ratio 2 la deuda con coste, en la ratio 3 la deuda con coste a largo plazo y en la ratio 4 la deuda con coste a corto plazo.

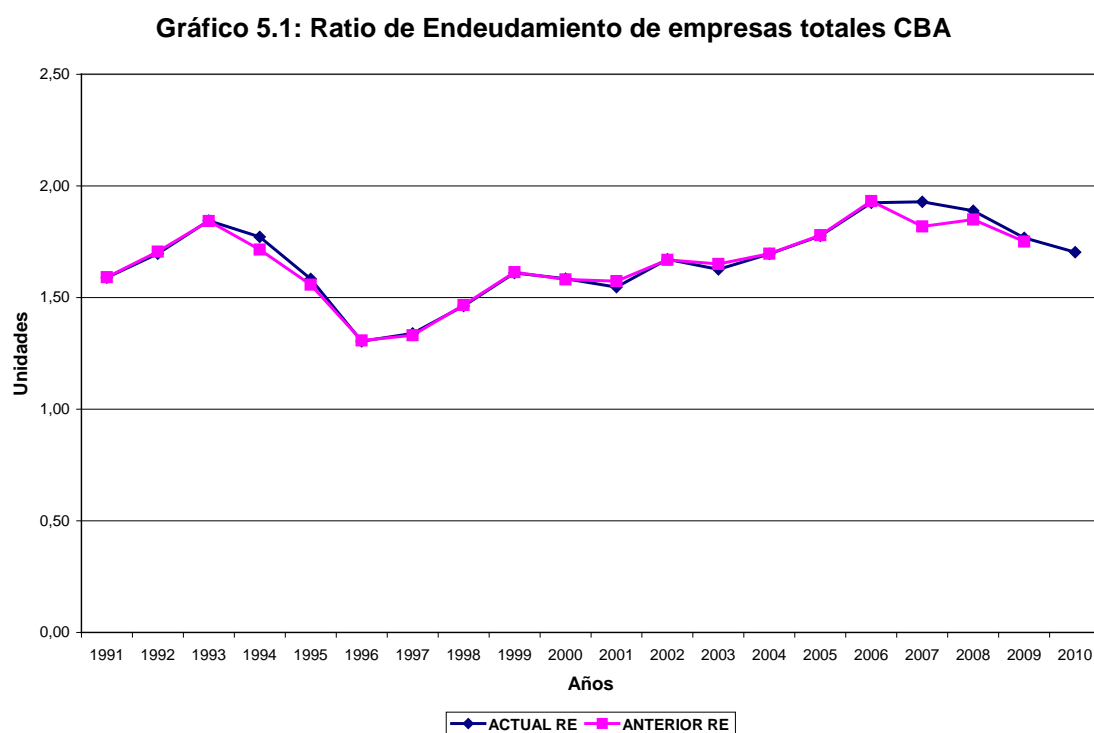
Por tanto, dichas ratios se interpretarán como el número de unidades monetarias de deuda utilizadas (la que corresponda) por cada unidad monetaria de patrimonio neto. Por ejemplo si la ratio fuera 1,5, supondría que las empresas por cada unidad monetaria de recursos propios usarían 1,5 unidades monetarias de deuda, o lo que es lo mismo, que la deuda sería un 50% mayor que el patrimonio neto.

5.1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS SEGÚN SU TAMAÑO

Ratio 1. En este apartado se estudia el endeudamiento a través de la ratio de endeudamiento, con datos de balance de las dos bases de datos que se utilizan en este trabajo, para el agregado de las empresas españolas y para las empresas grandes, medianas y pequeñas por separado (tal y como las presentan dichas bases de datos). La ratio de endeudamiento se define como *Deuda total / Patrimonio neto* lo que en

términos de los balances de las bases de datos utilizadas sería $(Pasivo\ no\ corriente + Pasivo\ corriente + Provisiones) / Patrimonio\ neto$.

Primero se calcula la ratio para el total de las empresas disponibles en la base de datos CBA, como se puede ver en el gráfico 5.1.



El gráfico 5.1 muestra que salvo en 1996, 1997 y 1998 la ratio estuvo siempre por encima del valor 1,5 pero nunca llegó a 2. Garrido Miralles e Íñiguez Sánchez (2012, p. 368) sitúan el valor óptimo de la ratio de endeudamiento en torno a 1 para equilibrar los recursos propios y ajenos, aunque reconocen que el nivel óptimo de endeudamiento puede cambiar ligeramente en función de las circunstancias propias de la empresa. Como nivel óptimo se entiende un valor que no implique un alto riesgo financiero y no perjudique la rentabilidad del accionista.

Por tanto, viendo los resultados expuestos en el gráfico 5.1, las empresas españolas, en el agregado total disponible, estarían sobreendeudadas según dichos autores. Hay que tener en cuenta que esto puede ser debido a un sobreendeudamiento generalizado de las empresas, a un sobreendeudamiento de ciertos sectores que suben la

media, o incluso a un peso exagerado en la economía de sectores que tienden a estar siempre sobreendeudados.

Más importante que la ortodoxia financiera es la evolución de la ratio. Ésta parece crecer de forma considerable hasta 1993 (con un valor en este año de 1,84 en ambas series) entrando después en una fuerte caída hasta 1996 (con un valor de 1,30 según la serie “actual” y 1,31 según la serie “anterior”). Después pasa a una tendencia de crecimiento interrumpida por alguna caída poco importante hasta el cambio de tendencia al inicio de la presente crisis económica. El valor máximo, que es 1,93, se alcanza en 2007 según la serie “actual” y en 2006 según “anterior” (el valor anómalo de 2007 de la serie “anterior” se comenta en un próximo párrafo).

Vista la evolución de la ratio de endeudamiento, podemos llegar a la conclusión en el período analizado, de que en épocas de bonanza las empresas suelen financiarse más con recursos ajenos en proporción a los propios, mientras que se inicia un proceso de desapalancamiento en épocas de crisis como después de la recesión de 1993 y a partir de 2008 incluido. El proceso de desapalancamiento puede ser debido a preferencias de las empresas y/o a la paralización de las fuentes de financiación ajenas como es el caso de la crisis actual.

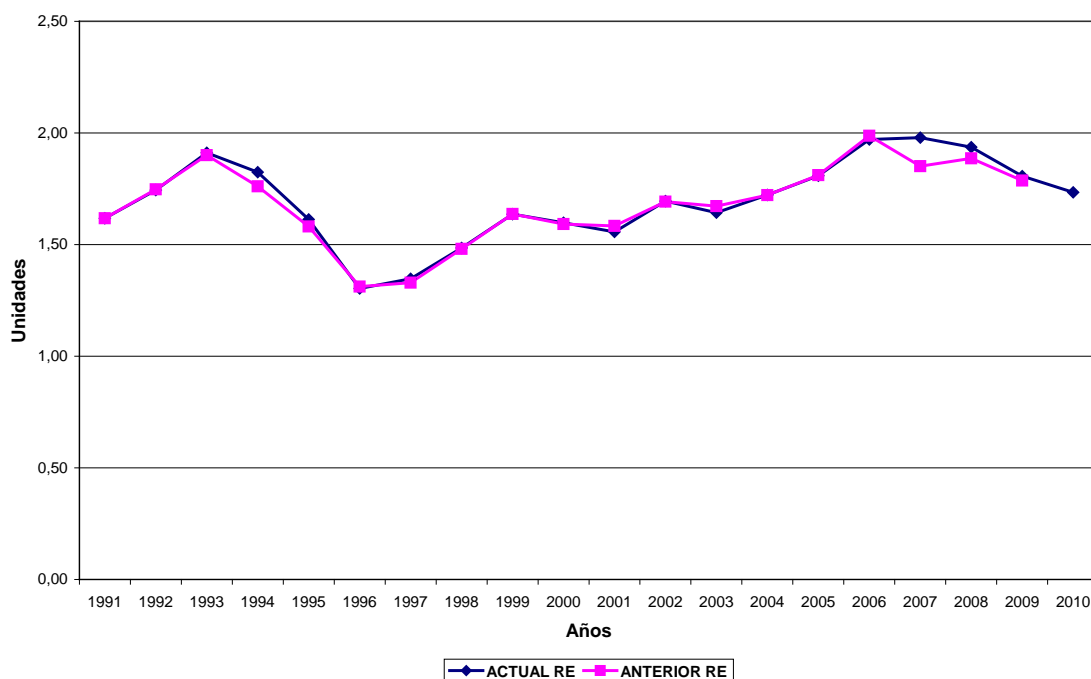
Por otra parte se puede observar que ambas series de ratios van bastante a la par, lo que a priori lleva a pensar que los valores de dichas ratios no dependen mucho de qué empresas participan cada año con la Central de Balances, lo cual es un argumento a favor de la representatividad de los datos. Sólo se puede encontrar una contradicción en la evolución en los años 2007 y 2008, años de transición en la normativa contable con el cambio del PGC.

En el año 2006 la serie “actual” tiene un valor de 1,92 mientras que la serie “anterior” de 1,93. En el año 2007 la serie “actual” asciende a 1,93 mientras que la serie

“anterior” desciende de forma importante a 1,82. En cambio, en el año 2008 la primera serie desciende a 1,89 y la segunda asciende a 1,85. Es muy probable es que esto se deba al cambio de PGC a aplicar en la elaboración de la información contable, puesto que en las cuentas de 2008 (primer año en que se aplica el PGC 2007) se presentan los datos del mismo año y del año 2007, entonces el cambio de criterio entre el PGC 1990 y el PGC 2007 provocaría una diferencia en los valores en 2007. Muy probablemente también sea debido al hecho de que originalmente el balance del año 2007 se elaborara aplicando el PGC 1990, ya que pudo hacer difícil a las empresas colaboradoras presentar dicha información de 2007, para acompañar a la del año 2008, conforme al PGC 2007. Visto lo cual, parece más razonable fiarnos en 2007 de la serie “actual”.

En el gráfico 5.2 se muestran los resultados de la ratio de endeudamiento calculada para empresas grandes de CBA.

Gráfico 5.2: Ratio de Endeudamiento de empresas grandes CBA



Como se puede ver en el gráfico 5.2, los valores y la evolución son muy parecidos al de total de empresas alcanzando la ratio el punto mínimo en 1996 con los mismos valores de las empresas totales. Por su parte, el punto máximo de la serie “actual” tiene

lugar en 2007 con un valor de 1,98 y el de la serie “anterior” tiene lugar en 2006 con un valor de 1,99. Esta evolución tan similar de la ratio en cuestión, viene a verificar lo comentado en el apartado 4 para la estructura financiera, referente a que las empresas grandes están muy bien representadas en el total de empresas CBA.

En los gráficos 5.3 y 5.4 se representa respectivamente la ratio de endeudamiento de las empresas medianas y pequeñas de la base de datos CBA.

Gráfico 5.3: Ratio de Endeudamiento de empresas medianas CBA

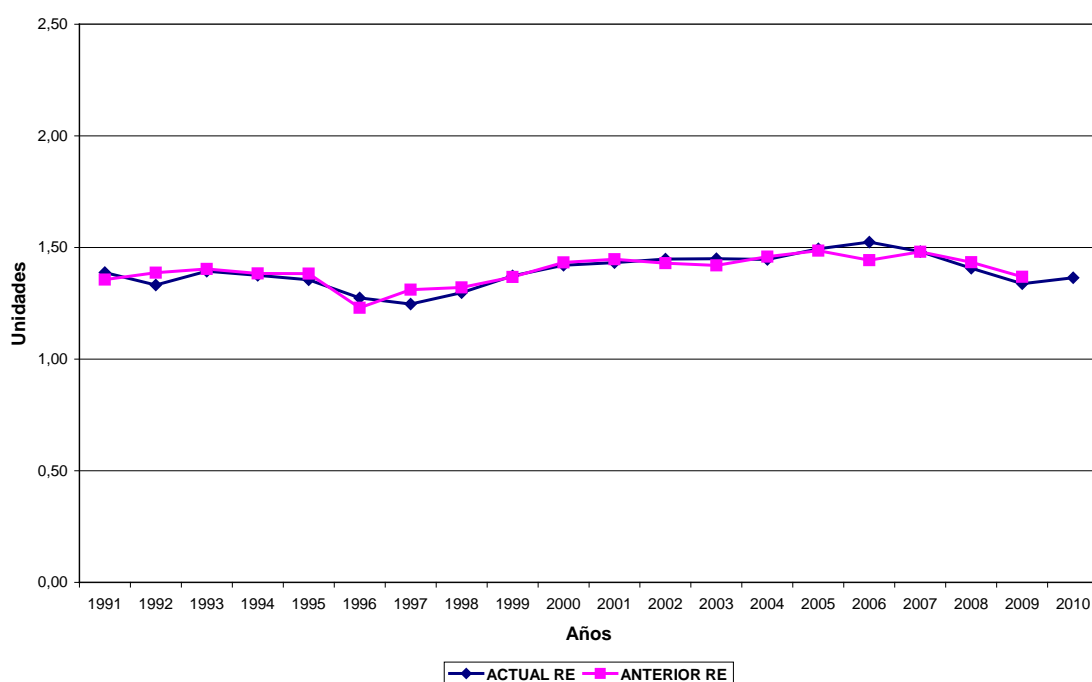


Gráfico 5.4: Ratio de Endeudamiento de empresas pequeñas CBA



Los gráficos 5.3 y 5.4 muestran como en estas empresas no coinciden muy bien las series “actual” y “anterior” en partes del gráfico, sobre todo en las empresas pequeñas en la primera década. Esto puede llevar a pensar que las empresas medianas y pequeñas no están bien representadas en la base de datos CBA. De hecho, como se dijo anteriormente, la Central de Balances considera que los análisis para estas empresas pueden estar sesgados por falta de representatividad de los datos.

También llama la atención, por lo comentado anteriormente del cambio del PGC, que las series “actual” y “anterior” de las empresas medianas sean tan distintas en 2006 y no lo sean en 2007.

Por tanto, procede calcular la misma ratio con los datos de la base de datos Banco de España / Registros Mercantiles. En el gráfico 5.5 se representan los valores de las empresas medianas y en el 5.6, de las empresas pequeñas. Se puede observar en el gráfico 5.5 que, como se comentó anteriormente, para las empresas medianas sólo se dispone de datos desde el año 2002. Aún así, aprovechando la serie “anterior” se puede disponer de un dato para 2001.

Gráfico 5.5: Ratio de Endeudamiento de empresas medianas BE/RM

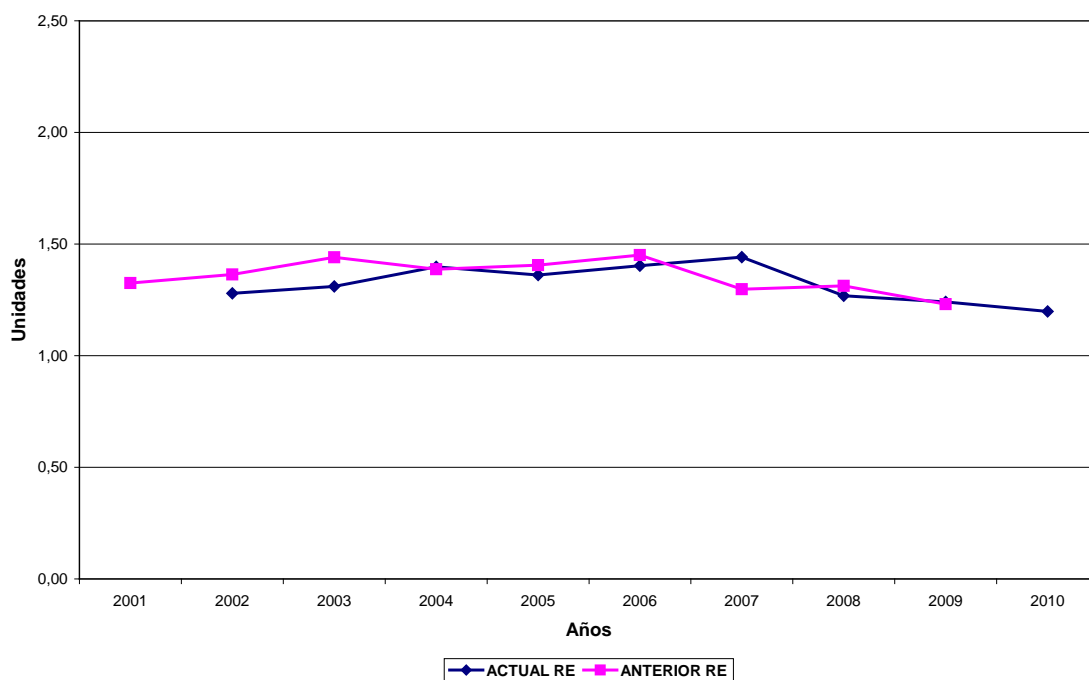
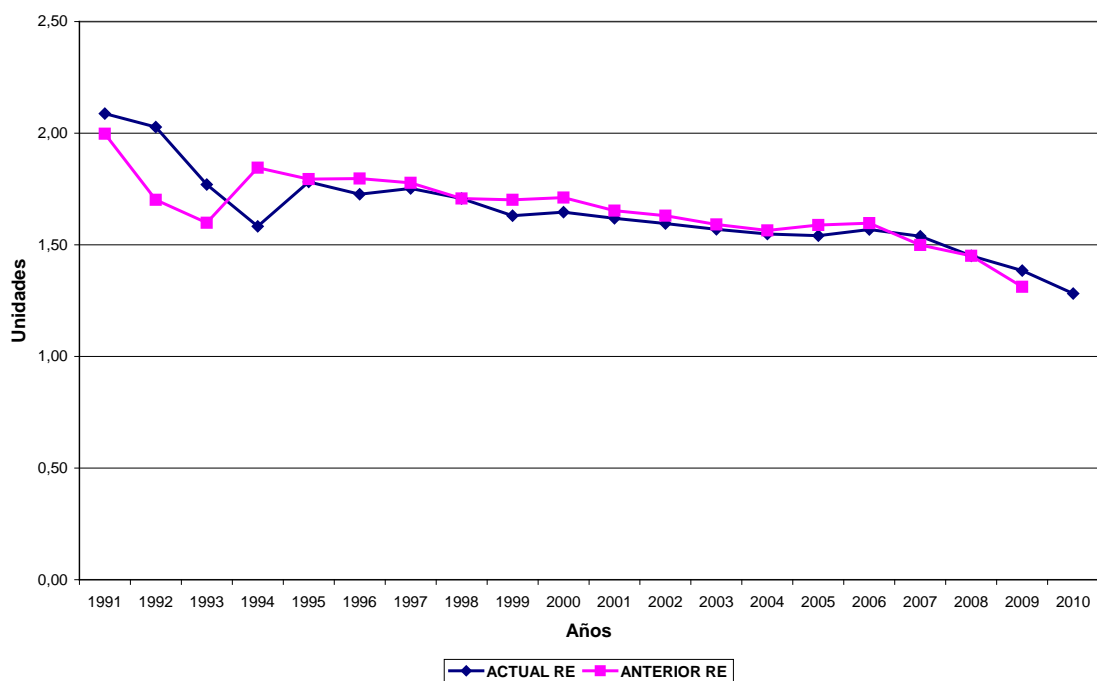


Gráfico 5.6: Ratio de Endeudamiento de empresas pequeñas BE/RM



Observando el gráfico 5.5, se puede llegar a la conclusión de que los resultados de la ratio de las empresas medianas de BE/RM que componen las series, dependen mucho de qué empresas forman parte de la muestra utilizada para calcularlos, debido a que los movimientos de la serie “anterior” parecen estar desplazados un período hacia atrás en

lugar de aproximarse a los resultados de la serie “actual”. Lo mismo ocurre, como puede apreciarse en el gráfico 5.6, en la primera década para las empresas pequeñas, no coincidiendo tampoco las series en la segunda década.

Debido a lo manifestado en el párrafo anterior, se deben tomar los resultados con cautela al igual que en las empresas medianas y pequeñas de la base CBA ya que, sobre todo, el gráfico 5.4 no aporta mucha claridad y ahí está la advertencia de la nota informativa del Banco de España.

A pesar de todo, se pueden sacar conclusiones ya que los valores de las ratios pueden servir de orientación para poder entrever alguna tendencia y para comparar los valores máximos y mínimos de los distintos tamaños de empresas y distintas bases de datos.

Para empezar, está claro que las empresas grandes se mueven en la mayor parte del tiempo en un entorno de un valor de la ratio mayor que 1,5, incluso aproximándose a 2 en algunas épocas (1993 y antes de la crisis actual). Las empresas medianas parece que se mueven cerca (salvo épocas excepcionales) pero por debajo del 1,5 (con la excepción del valor máximo en CBA). En el caso de las empresas pequeñas, su posición también parece estar por encima del 1,5 la mayor parte del período de análisis pero sin aproximarse al 2 salvo unos valores fuera de serie que se detectan al inicio del gráfico 5.6 (que se comentan a continuación), sin olvidar que en estas empresas dicha ratio también se posiciona claramente por debajo del 1,5 en los últimos años del período de análisis.

En el cuadro 5.1 se muestran los valores máximos y mínimos de la ratio de endeudamiento de todos los tipos de empresas de las dos bases de datos. Por su parte, el gráfico 5.6 muestra que el valor máximo de las empresas pequeñas disponibles en la base BE/RM es 2,09 correspondiente a 1991. Sin embargo este valor, al igual que otros

de principios de los 90, no parecen fiables debido a como difieren entre sí en esos años las dos series representadas en dicho gráfico. Por otra parte, si se echa un vistazo al cuadro 2.1 se puede observar que el número de empresas disponibles en la base BE/RM para las empresas pequeñas en los años 1991, 1992, 1993 y 1994 es muy reducido, y más si se compara con el número disponible en años posteriores.

Por tanto, como valor máximo de la ratio de las empresas pequeñas de BE/RM se coge 1,85 que es el calculado con datos de 1995 y corresponde al ejercicio 1994 ya que proviene de la serie “anterior”. Se escoge este valor porque parece razonable después de observar en el cuadro 2.1 el número de empresas disponibles para su cálculo en 1995, además de parecer que a partir de este valor, las series del gráfico 5.6 empiezan a ser más estables.

Cuadro 5.1: Valores máximos y mínimos de las ratios de endeudamiento

Nivel \ Empresas	Total CBA	Grandes CBA	Medianas CBA	Pequeñas CBA	Medianas BE/RM*	Pequeñas BE/RM
Máximo	1,93	1,99	1,52	1,69	1,45	1,85**
Mínimo	1,30	1,30	1,23	1,15	1,20	1,28

* El análisis de estas empresas se hace desde 2001 para la serie “anterior” y 2002 para la serie “actual”

** Este dato ha sido escogido por parecer el más representativo

En definitiva, parece que las empresas grandes han llegado a estar más apalancadas que las empresas medianas y pequeñas mientras que las empresas pequeñas han llegado a estar más apalancadas que las medianas.

Las empresas medianas parecen tener una composición de la estructura financiera más estable en el tiempo que las empresas grandes y pequeñas, y en estas últimas parece que la tendencia es a ganar peso el patrimonio neto (al menos en la última década). En los tres tipos de empresas, disminuye la ratio de endeudamiento con la crisis económica actual.

5.2 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO PARCIAL DEL TOTAL DE EMPRESAS

En este apartado se estudia la evolución de lo que se llamará ratio de endeudamiento con coste, ratio de endeudamiento con coste a largo plazo y ratio de endeudamiento con coste a corto plazo, poniendo siempre como referencia el patrimonio neto. Sólo se estudiarán para el total de empresas de la base de datos CBA.

Antes de nada conviene aclarar alguna cosa sobre algún componente del pasivo no corriente y del pasivo corriente de la base de datos utilizada. Las “deudas con características especiales” incluidas en el pasivo no corriente se empiezan a especificar en 2008 y contiene deudas tanto de largo como de corto plazo. Por su parte, los “pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta” incluidos en el pasivo corriente también se empiezan a especificar en 2008 y contienen deudas a largo y corto plazo y además hay que decir que incluyen una parte de financiación sin coste que es imposible separar. A pesar de esto se van a utilizar igual para calcular las nuevas ratios, según se diga en su momento, ya que a simple vista no parecen muy significativos. En el cuadro 5.2 se expone su impacto a través del cálculo de una ratio con estos conceptos sobre patrimonio neto, con los resultados redondeados a dos decimales.

Al referirse a financiación sin coste, no se quiere decir que no tenga coste, sino que se quiere decir que no tiene coste explícito, y por tanto no tiene por qué ser la financiación más barata.

Cuadro 5.2: Impacto de “Deudas con Características Especiales” y “Pasivos Vinculados con Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta” sobre las ratios de endeudamiento

Concepto \ Ejercicio	2007	2008	2009	2010
ACTUAL DCE/PN		0,00	0,00	0,00
ANTERIOR DCE/PN	0,00	0,00	0,00	
ACTUAL PVANCMV/PN		0,01	0,00	0,00
ANTERIOR PVANCMV/PN	0,00	0,01	0,00	

Aunque en el cuadro 5.2, se observen valores muy bajos, no hay que descartar que puedan tener una influencia significativa en el movimiento de las ratios que tengan cambios suaves en el valor absoluto en los años a los que se refiere el cuadro.

Ratio 2. A continuación se estudia el endeudamiento con coste mediante una ratio de endeudamiento que se define como *Deuda con coste / Patrimonio neto* y que se representa en el gráfico 5.7. En términos del balance de la base de datos empleada, la ratio se definiría como $(Pasivo\ no\ corriente + Pasivos\ vinculados\ con\ activos\ no\ corrientes\ mantenidos\ para\ la\ venta + Financiación\ a\ corto\ plazo\ con\ coste) / Patrimonio\ neto$. Las provisiones no van incluidas en el numerador ya que figuran separadas en el balance y se supone que no tienen coste.

Gráfico 5.7: Ratio de Endeudamiento Con Coste

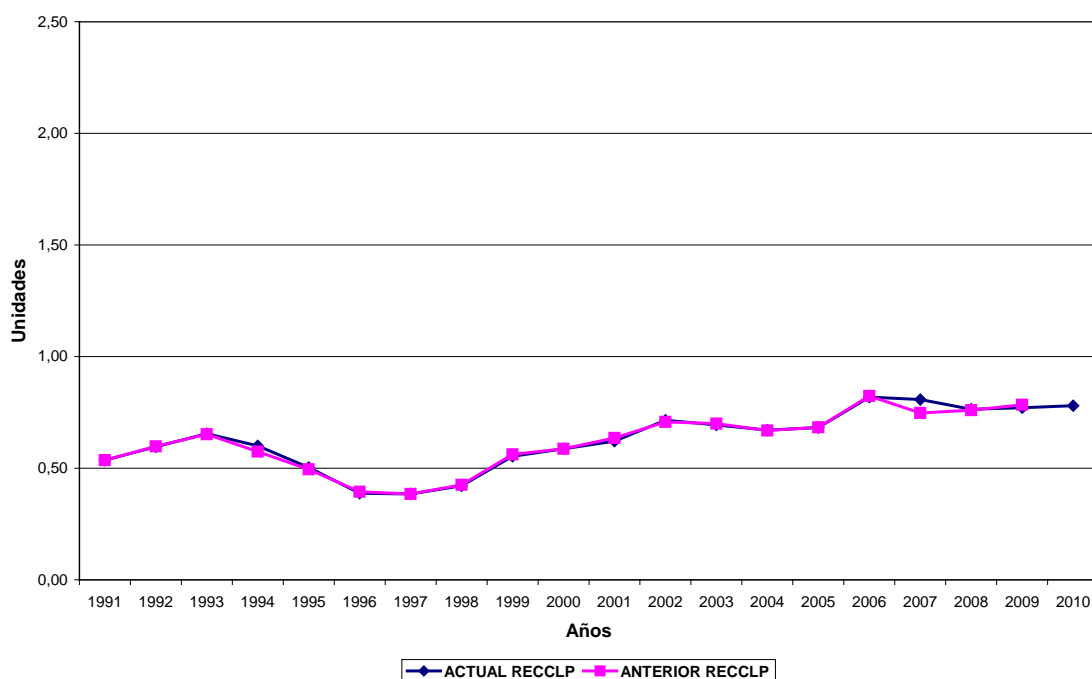


Obviamente el valor absoluto de la ratio representada en el gráfico 5.7 baja con respecto a la ratio que incluye en el numerador la deuda total, pero las tendencias de las series son parecidas a las de dicha ratio. De hecho, salvo en 1993, desde el inicio de la serie hasta 2001 incluido, el valor de la deuda con coste siempre ha estado por debajo del valor del patrimonio neto. Por su parte, el valor mínimo se sigue alcanzando en 1996

con un 0,64 tanto en “actual” como en “anterior” y se repite para esta última en 1997, mientras que el valor máximo en este caso se da en 2008 con un valor de 1,23 en “actual” (sube 0,03 desde 2007) y 1,21 en “anterior”. Se puede decir que la ratio se mantuvo bastante estable durante la primera mitad de los 2000 en torno a 1 (después de crecer considerablemente a finales de los 90), sufriendo una fuerte subida en 2006 que continuó levemente hasta 2008, cambiando entonces de tendencia por efecto de la crisis como lo hizo a partir de 1993.

Ratio 3. En el gráfico 5.8 se representa la ratio de endeudamiento con coste a largo plazo que se define como *Deuda con coste a largo plazo / Patrimonio neto* que expresada en términos de la base CBA sería *Pasivo no corriente / Patrimonio neto*. Recuérdese que el pasivo no corriente no incluye las provisiones.

Gráfico 5.8: Ratio de Endeudamiento Con Coste a Largo Plazo



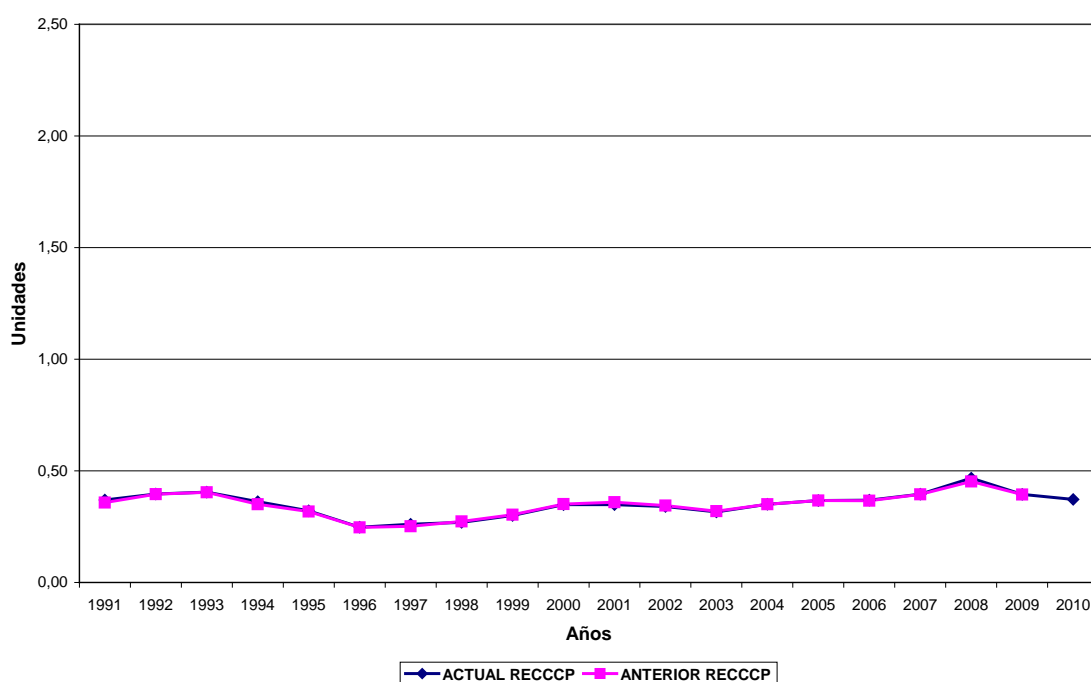
Se puede ver en el gráfico 5.8 que la deuda con coste a largo plazo nunca llega a alcanzar los niveles del patrimonio neto en el período de análisis, llegando la ratio a valer como mínimo 0,38 en 1997 y como máximo 0,82 en 2006, según ambas series. El movimiento de la ratio según la serie “actual” es a disminuir en 2007 y 2008, no

tomando en consideración en 2007 el valor de la serie “anterior” por lo comentado anteriormente del cambio de PGC. A partir del año 2008, es decir en 2009 y 2010, la ratio parece que tiende a crecer, ya que la series “actual” y “anterior” en 2008 marcan un valor de 0,76, mientras que en 2009 “actual” marca 0,77 y “anterior” 0,78, marcando en 2010 la serie “actual” (única disponible) un valor de 0,78.

Por lo demás, las tendencias de la ratio en cuestión son similares grosso modo a las de la ratio de endeudamiento con coste del gráfico 5.7.

Ratio 4. En el gráfico 5.9 se representa la ratio de endeudamiento con coste a corto plazo que se define como *Deuda con coste a corto plazo / Patrimonio neto* que en términos del balance de la base de datos sería *(Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta + Financiación a corto plazo con coste) / Patrimonio neto*.

Gráfico 5.9: Ratio de Endeudamiento Con Coste a Corto Plazo



El gráfico 5.9 muestra que la deuda con coste a corto plazo nunca ha llegado a valer ni la mitad de lo que valía el patrimonio neto, teniendo la ratio un valor mínimo de 0,25 en 1996 según ambas series y repitiéndose este valor en 1997 para la serie

“anterior”, mientras que el valor máximo se alcanza en 2008 con 0,47 según “actual” y 0,45 según “anterior”. Esta ratio aumenta en 2007 y 2008 y disminuye en 2009 y 2010 siguiendo la misma tónica del conjunto de la deuda con coste, pero al contrario de lo que parece para la ratio de largo plazo. Esto indica que en esos años los movimientos en valor absoluto de la deuda con coste a corto plazo fueron más bruscos que los movimientos de la deuda con coste a largo plazo, debido a que esta última tiene más peso, como lo pone de manifiesto el mayor valor de su ratio.

Llama la atención el hecho de que en el año 2007 sean tan similares las series “actual” y “anterior” del gráfico 5.9, lo que viene a indicar que los cambios de criterio entre los dos PGC para el patrimonio neto y para el tipo de deuda de la ratio de dicho gráfico, se compensaron.

Por otra parte, no se puede afirmar a simple vista, aunque lo parezca, que las series del gráfico 5.9 son más estables (más planas) que las series de los gráficos 5.7 o 5.8, porque el denominador para calcular las series de los distintos gráficos ha sido siempre el mismo (el patrimonio neto) y el numerador ha ido disminuyendo, por lo que un mismo cambio porcentual en los valores de la ratio, se va a notar menos en el gráfico 5.9 ya que todos los gráficos tienen la misma escala de valores absolutos.

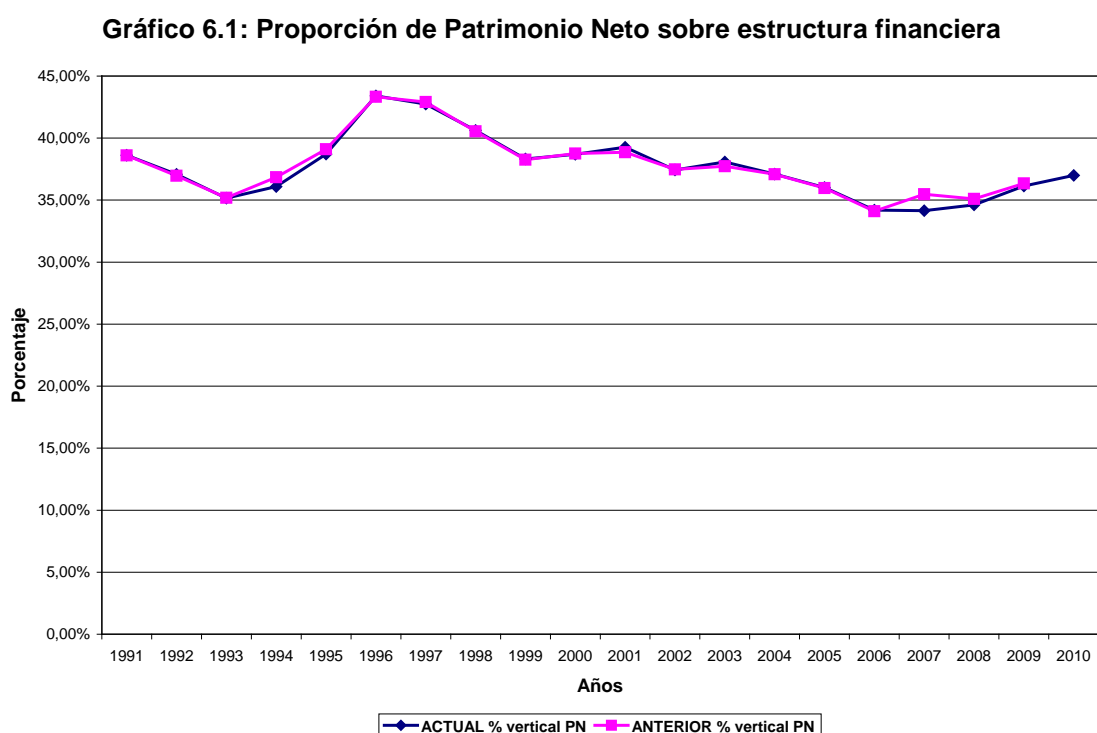
6. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO Y DE OTROS COMPONENTES DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA MEDIANTE PORCENTAJES VERTICALES DE BALANCE

A continuación se estudia el endeudamiento para las empresas totales de la base de datos CBA pero desde otro punto de vista. Concretamente, se calculan los porcentajes verticales (es decir, proporciones) de determinados componentes de la estructura financiera sobre dicha estructura financiera, que ayudan a analizar la

evolución del endeudamiento y que pueden ayudar a explicar algún movimiento causado por las normas contables u otras normas.

El porcentaje 1 se refiere al patrimonio neto y el porcentaje 2 a los “ajustes por cambios de valor”. Por su parte, el porcentaje 3 se refiere a la deuda total, los porcentajes 4 y 5 se refieren respectivamente a la deuda con coste y a la “financiación de entidades de crédito”, mientras que la deuda sin coste tiene su representación en los porcentajes 6 y 7, que se refieren respectivamente a las “provisiones” y a la “financiación a corto plazo sin coste”.

Porcentaje 1. En el gráfico 6.1 se representa la proporción del patrimonio neto sobre la estructura financiera.

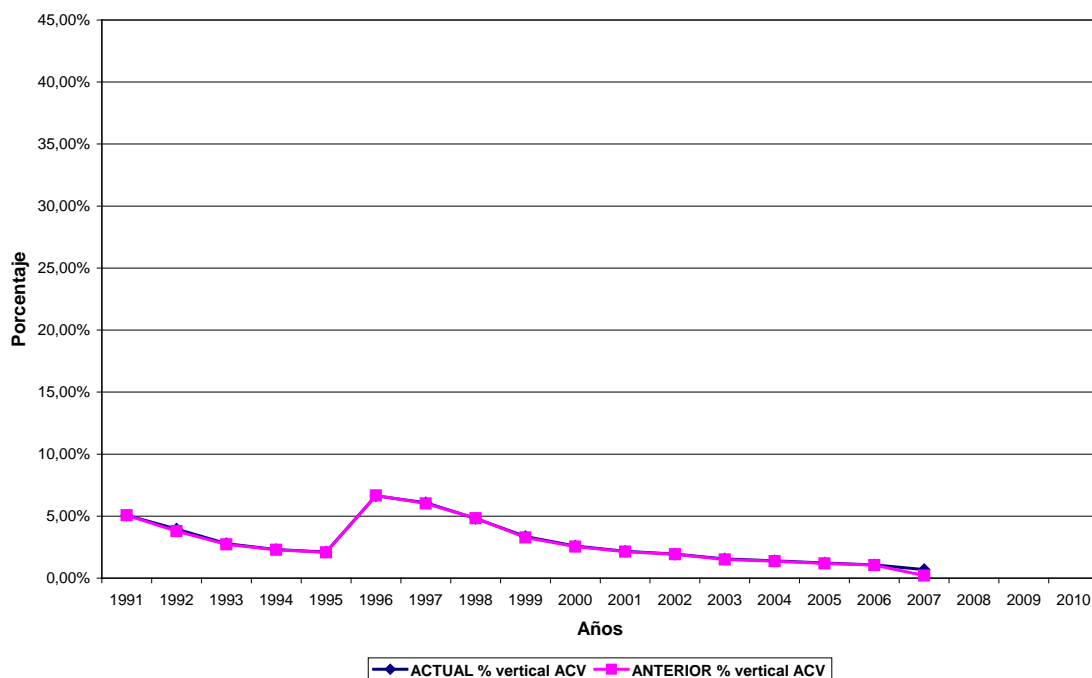


El patrimonio neto nunca ha representado menos del tercio de la estructura financiera ya que los valores más bajos de su proporción alcanzados en 2006 y 2007 estuvieron por encima del 34%, representando la mayoría de los años más del 35%. En cuanto a las tendencias, se ve como decrece hasta 1993 (año de recesión) y hasta antes de la crisis actual, pasando a crecer a partir de dichas fechas.

Por otra parte, el patrimonio neto ha llegado a alcanzar un valor superior al 43% en 1996, sufriendo este mismo año una brusca subida. Dicha subida y por tanto dicho valor pueden tener una explicación que se visualiza en el gráfico 6.2.

Porcentaje 2. El gráfico 6.2 representa la proporción sobre la estructura financiera de los “ajustes por cambios de valor”, que se encuentran dentro del patrimonio neto. Conviene tener en cuenta que es de esperar que “ajustes por cambios de valor”, como se señaló anteriormente, esté compuesto principalmente por ajustes de valor por activos de inmovilizado material hasta 2007 inclusive, habiendo por tanto un salto en la serie “actual” en 2008 y en la serie “anterior” en 2007 por el cambio de PGC. A partir de 2008 las series de las proporciones de “ajustes por cambios de valor” presentan valores negativos, con lo que se eliminan del gráfico 6.2 para que éste siga teniendo la misma escala y por tanto el mismo tamaño, y así sea directamente comparable al gráfico 6.1.

Gráfico 6.2: Proporción de Ajustes por Cambios de Valor (hasta 2007) sobre estructura financiera



El gráfico 6.2 pone de manifiesto que la proporción de los ajustes por cambios de valor también sube fuertemente en 1996. Concretamente suben según “actual” 4,52

puntos porcentuales y según “anterior” 4,58. Por su parte el patrimonio neto sube en el mismo año 4,69 y 4,24 puntos respectivamente. Se puede llegar por tanto a la conclusión de que la subida importante del patrimonio neto del año 1996 la causan los ajustes por cambios de valor. Esto también influirá obviamente en los valores de ratios de endeudamiento que se calcularon en el apartado 5.

Teniendo en cuenta lo que contiene “ajustes por cambios de valor” hasta 2007, esta subida de 1996 está claramente explicada por la revalorización de balances aplicada por el ex ministro Rodrigo Rato también en 1996 con la llegada al gobierno.

Porcentaje 3. En cuanto a la proporción de la deuda total, sería la inversa a la del patrimonio neto que está representada en el gráfico 6.1; por tanto a grandes rasgos se puede decir que salvo en 1996, 1997 y 1998 dicha proporción ha estado siempre por encima del 60%, llegando a pasar del 65% según la serie “actual” en 2006, 2007 y 2008 y según la serie “anterior” sólo en 2006¹.

Hay que decir que las proporciones que están por debajo del 60% en los años 1996, 1997 y 1998, están muy relacionadas con la revalorización de balances aprobada por el gobierno. La proporción mínima de la deuda total de 1996 ha sido del 56,60% según “actual” y 56,67% según “anterior”.

Porcentajes 4 y 5. En el gráfico 6.3 se representa a modo de comparación, la proporción de la deuda con coste y la proporción de uno de sus componentes, que es la financiación de entidades de crédito (esta última financiación será la que expone explícitamente la base de datos CBA en su modelo de balance).

Hay que tener en cuenta que en la deuda con coste se incluye la “deuda con características especiales” y los “pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta”. Ambas partidas tienen los problemas comentados en el

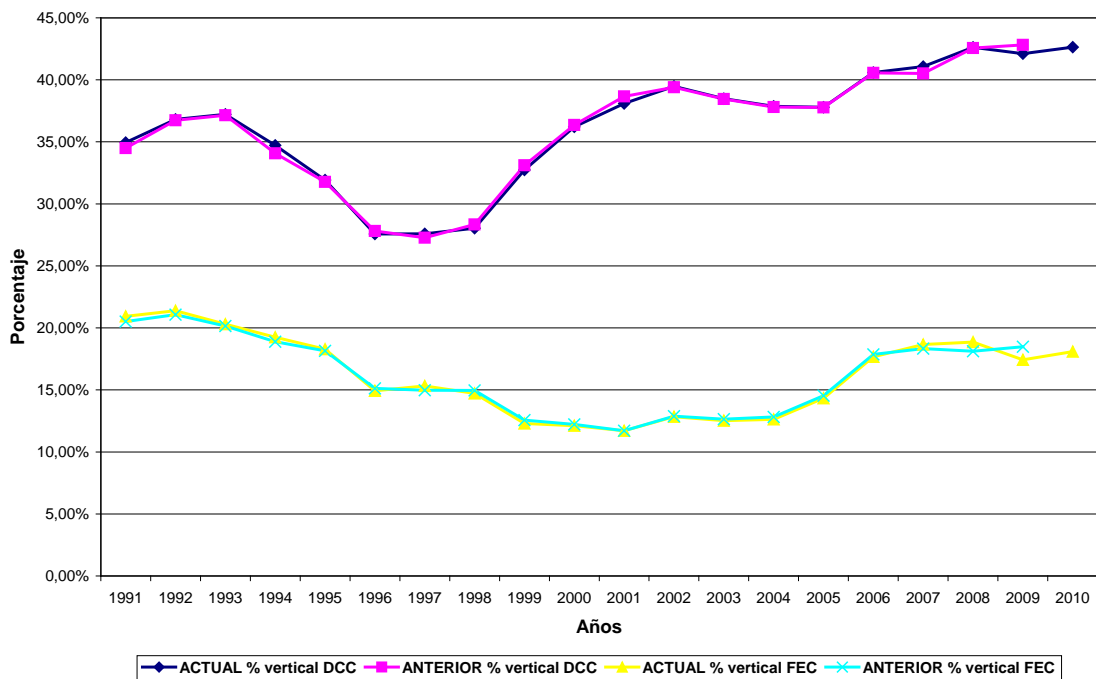
¹ Aunque debido al cambio de PGC comentado anteriormente, el valor de 2007 de la serie “anterior” no es fiable, por lo que el valor correcto estaría probablemente por encima del 65%.

apartado 5.2 y, además, por lo menos los “pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta” incluyen financiación de entidades de crédito que es imposible separar (por lo que esta no se incluirá en la serie de la financiación de entidades de crédito, pero sí en la serie de la deuda con coste). En el cuadro 6.1 se ve cuál es el porcentaje que representan las dos partidas comentadas sobre la estructura financiera.

Cuadro 6.1: Impacto de “Deudas con Características Especiales” y “Pasivos Vinculados con Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta” sobre las proporciones en que estén incluidas dichas partidas

Concepto \ Ejercicio	2007	2008	2009	2010
ACTUAL % vertical DCE		0,02%	0,10%	0,12%
ANTERIOR % vertical DCE	0,02%	0,03%	0,11%	
ACTUAL % vertical PVANCMV		0,19%	0,03%	0,04%
ANTERIOR % vertical PVANCMV	0,00%	0,21%	0,03%	

Gráfico 6.3: Proporción de Deuda Con Coste y de Financiación de Entidades de Crédito sobre estructura financiera



El gráfico 6.3 muestra la muy importante caída de la proporción de la deuda con coste durante 1994, 1995 y 1996 estando estable hasta 1998 y volviendo a subir de forma también muy importante en años posteriores. También se aprecia el crecimiento

en los años previos a la crisis actual e incluso se puede decir que ha crecido en la propia crisis (por lo menos en un año).

En cuanto a los valores máximos y mínimos, hay mucho contraste, al estar el valor mínimo en torno al 27% y 28% y el máximo en torno al del 42% y 43%.

En el gráfico 6.3 también se observa que el fuerte incremento de la proporción de deuda con coste de los años 1999, 2000 y 2001 no ha sido provocado por la financiación de entidades de crédito ya que el peso de ésta última decreció, sino por el resto de la financiación ajena con coste.

En cuanto a la financiación de entidades de crédito, se puede decir que ha ido perdiendo peso después de 1992 hasta 2001 incluido, manteniéndose después bastante estable hasta incrementarse de forma importante en 2005 y 2006, provocando la subida de este último año, *ceteris paribus*, una subida de la deuda con coste en 2006. En cuanto a los años 2009 y 2010 de la crisis actual, se puede decir que la proporción de la financiación de entidades de crédito, sigue una evolución parecida, en términos absolutos, a la deuda con coste.

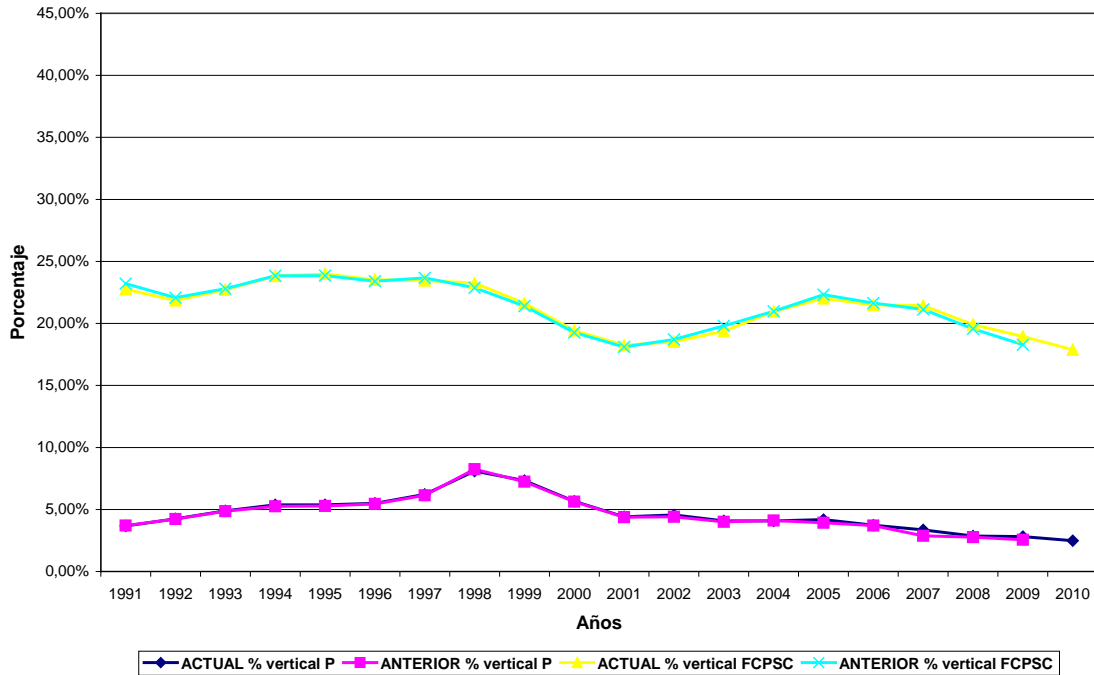
El valor máximo de la proporción de la financiación de entidades de crédito se ha alcanzado en 1992 con más del 21% no repitiéndose los valores máximos de principios de los 90 en ningún momento posterior ya que después de 1993 nunca se ha alcanzado el 20%. Por su parte el valor mínimo se ha alcanzado en 2001 con un 11,71%. La proporción ha estado durante una década seguida en valores sobre el 15% o bastante por debajo.

Porcentajes 6 y 7. A continuación en el gráfico 6.4 se representan por separado los dos componentes de la deuda sin coste, que en términos del balance de la base CBA se denominan “provisiones” y “financiación a corto plazo sin coste”². Recuérdese que

² Por lo tanto para conocer el peso total de la deuda sin coste, habría que sumar las proporciones de los dos componentes.

“provisiones” contiene tanto provisiones de largo como de corto plazo pero no las provisiones por operaciones comerciales, que se incluyen en “financiación a corto plazo sin coste”.

Gráfico 6.4: Proporción de Provisiones y Financiación a Corto Plazo Sin Coste sobre estructura financiera



Con las provisiones pasa algo parecido a lo que pasaba con los ajustes por cambios de valor pero en distinto período, es decir, una fuerte subida que pone los valores de la proporción en niveles fuera de serie. Esta subida de 1998 puede deberse al aumento de provisiones de personal en empresas de mayor tamaño que recuérdese son las que parecen tener una importancia muy relevante en el agregado del total de empresas que se está estudiando.

Por tanto, este hecho afectaría a la ratio de endeudamiento representada en los gráficos 5.1 y 5.2, potenciando movimientos en la misma dirección.

Por lo demás, en conjunto, se ve como hasta 1998 las provisiones tienden a ganar peso en las empresas, mientras que después parece que pasa lo contrario. La externalización de los fondos de pensiones obligada por la normativa seguramente ha

tenido que ver con bajadas en la proporción que se observan posteriormente. La bajada en 2008 en la serie “actual” y en 2007 en la serie “anterior”, muy probablemente se deba al cambio de criterio del nuevo PGC con respecto a las provisiones³.

La proporción de la “financiación a corto plazo sin coste” representada por el gráfico 6.4 tiene unos movimientos algo peculiares sobre todo en la década de los 90. En esta década dicha proporción parece tener unos movimientos que nada tienen que ver con los de la deuda con coste.

El hecho de que la proporción permanezca estable en 1994, 1995 y 1996, años en los que crece la proporción del patrimonio neto y decrece la proporción de la deuda con coste⁴, no debe llevar a pensar que la “financiación a corto plazo sin coste” ha tenido crecimiento nulo, sino que se debe interpretar que en esos años la “financiación a corto plazo sin coste” ha crecido al ritmo al que creció el tamaño de las empresas.

Por otra parte, el hecho de que cayera el valor de la proporción de la financiación a corto plazo sin coste en los años en que más subió la proporción de la deuda con coste (1999, 2000 y 2001), seguramente tenga que ver con el aumento de esta última proporción provocada, por lo menos en parte, por el aumento importante de la deuda con coste en esos años, lo cual se puede corroborar en el gráfico 7.2 que está por encima del crecimiento de la estructura financiera.

También es interesante observar que a pesar de que la proporción de la financiación a corto plazo sin coste se mantiene en unos niveles comparativamente altos a partir de la recesión del 93, en la actual crisis tiene una tendencia descendente que parece iniciarse incluso antes que dicha crisis alcanzando de hecho el nivel más bajo en 2010.

³ Por ejemplo, las provisiones que hasta 2007 se valoraban por el valor de la obligación, y que a partir de 2008 se valoran por el valor actual de las obligaciones ajustándolas cada año por el valor del gasto financiero correspondiente.

⁴ Las provisiones no se tienen en cuenta ya que en dichos períodos su proporción también permaneció estable.

7. EVOLUCIÓN DEL MONTANTE DE DEUDA E INTERESES Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS MEDIOS

En este apartado se estudiará cómo evolucionó el montante de la deuda así como el de los intereses para las empresas totales de la base de datos CBA. También se calculará cual ha sido el tipo de interés medio anual calculado con las deudas con coste y se comparará la evolución de dicho tipo medio con la evolución de un tipo de interés de referencia.

7.1 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA Y DE LOS INTERESES

A continuación se analiza el crecimiento de la deuda total y de la deuda con coste y se compara con el del total de la estructura financiera. En el gráfico 7.1 se muestra el porcentaje de variación acumulado, mientras que en el gráfico 7.2 se muestra el porcentaje de variación interanual.

Gráfico 7.1: Variación acumulada de Estructura Financiera, Deuda Total y Deuda Con Coste

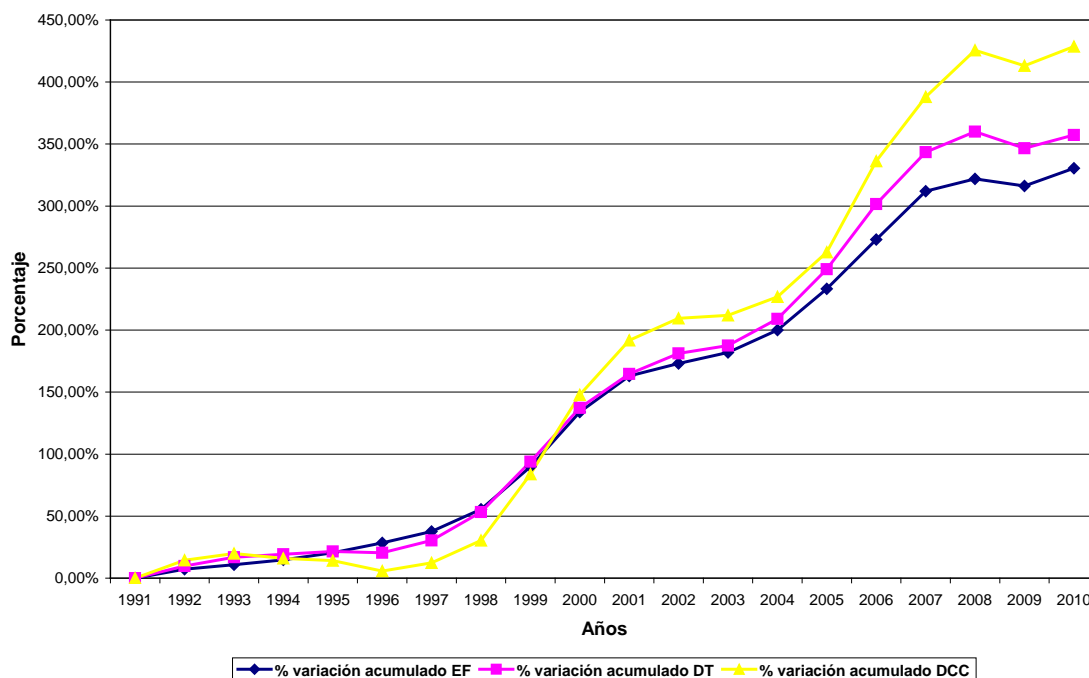
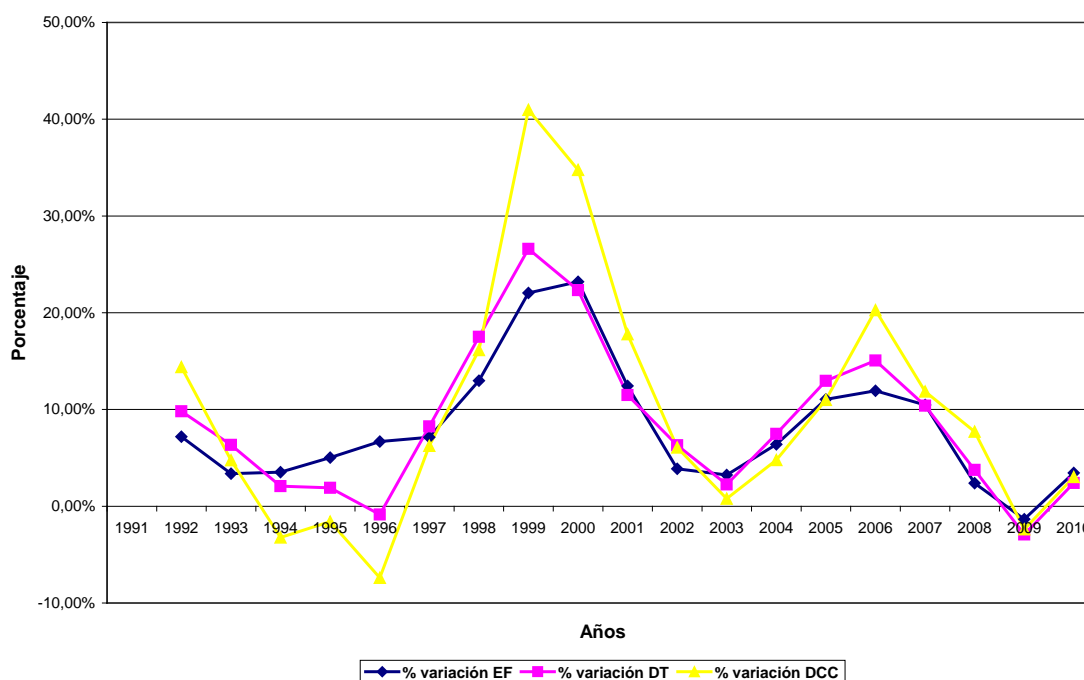


Gráfico 7.2: Variación interanual de Estructura Financiera, Deuda Total y Deuda Con Coste



Los gráficos 7.1 y 7.2 muestran que mientras la estructura financiera desde 1991 sólo experimentó un descenso en 2009, la deuda total experimentó uno más en 1996 y la deuda con coste tres más en 1994, 1995 y 1996, aunque nunca llegaron a niveles de 1991 ya que el crecimiento acumulado nunca llegó al 0%.

Los movimientos de las variaciones acumuladas de la estructura financiera, de la deuda total y de la deuda con coste, a grosso modo, son parecidos, y las deudas presentan la mayor parte del período de análisis valores más elevados en dichas variaciones acumuladas. Los crecimientos más intensos tienen lugar, al igual que se comentó en su momento para la estructura financiera, en los períodos relacionados con la entrada en el euro y con la expansión internacional del crédito. Mientras que hay crecimientos comparativamente débiles o incluso decrecimientos que tienen lugar con períodos de crisis.

Por su parte, en las variaciones interanuales destacan las deudas con coste, pasando de decrecer un 7,39% en 1996 a crecer un 40,97% en 1999 y un 34,76% en

2000, movimientos muy distintos a los de las otras dos series del gráfico. En el año 2006 se produjo el siguiente crecimiento interanual más importante de las deudas con coste.

En cuanto al crecimiento acumulado en el período analizado, la estructura financiera presenta como se dijo anteriormente un valor en 2010 de 330,53%, las deudas totales de 357,36% (aunque su valor más alto se da en 2008 con 360,06%) y las deudas con coste de 428,66%.

El gráfico 7.3 presenta la evolución del montante de los intereses por financiación recibida y gastos asimilados mediante el porcentaje de variación acumulado y el gráfico 7.4 mediante el porcentaje de variación interanual.

Gráfico 7.3: Variación acumulada de Intereses por Financiación Recibida y Gastos Asimilados

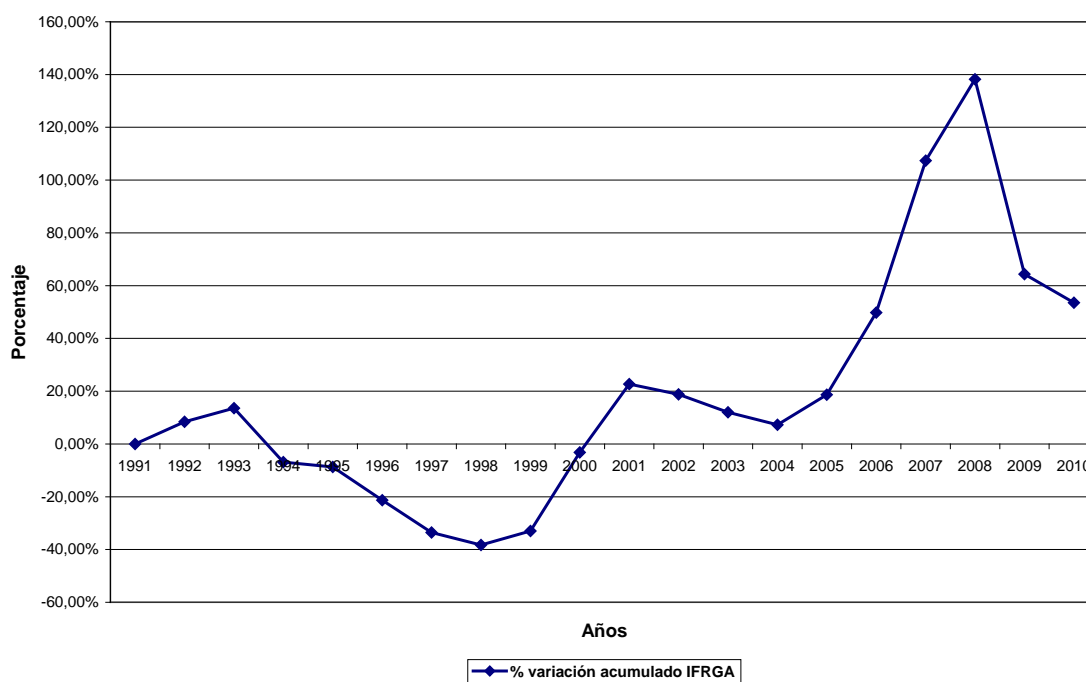
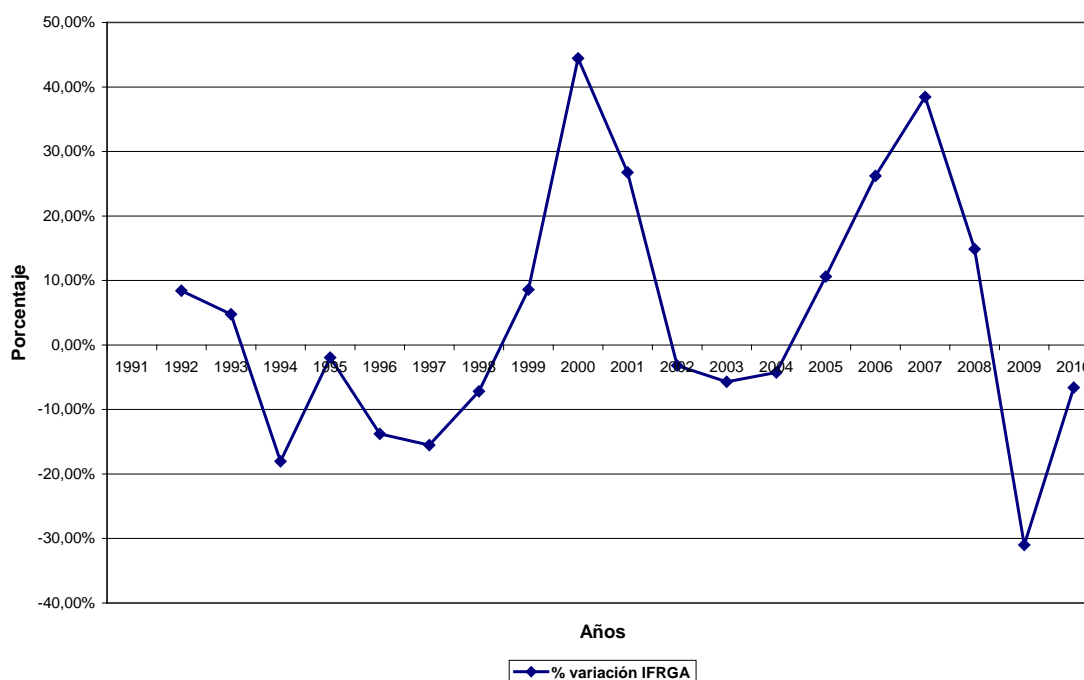


Gráfico 7.4: Variación interanual de Intereses por Financiación Recibida y Gastos Asimilados



El gráfico 7.4 ilustra que, salvo los casos de 1992 y 1993, las únicas tasas positivas de crecimiento interanual de los intereses se producen en los períodos de *boom* en el crecimiento acumulado de las deudas ilustrado en el gráfico 7.1. También llama la atención la tasa tan alta del 2000 de 44,45%, y las de 2001, 2006 y 2007, siendo ésta última del 38,46%, así como la tasa tan baja del -31% del año 2009.

En cuanto a la variación acumulada representada en el gráfico 7.3, llama la atención que el montante de los intereses no llegara a los niveles de 1991 entre 1994 y 2000 (ambos incluidos) y que en 1998 llegara a ser un 38,29% menor. En 2004 después de diversos movimientos sólo fue un 7,26% mayor, pasando en 2008 a serlo un 138,21%. Dicho crecimiento acumulado cae a menos de la mitad en 2009 debido a una variación interanual del -31% en el montante de los intereses.

En definitiva, el montante de intereses empieza a decrecer después de 1993 (año de recesión) hasta 1998 incluido; pasa a crecer durante los años 1999, 2000 y 2001 (años de fuerte crecimiento acumulado de la deuda); vuelve a decrecer después de 2001

(seguramente relacionado con el estallido de la burbuja tecnológica) hasta 2004 incluido; pasando luego a un nuevo período de crecimiento (nueva etapa con fuertes crecimientos acumulados de la deuda) hasta cambiar de tendencia en 2009, con la mayor caída del período de análisis, en dicho año.

El montante de los intereses no ha sido en el período de análisis una variable estable, lo que seguramente sea debido a que depende de otras dos variables que tampoco lo parecen, como son los tipos de interés y el nivel de deuda.

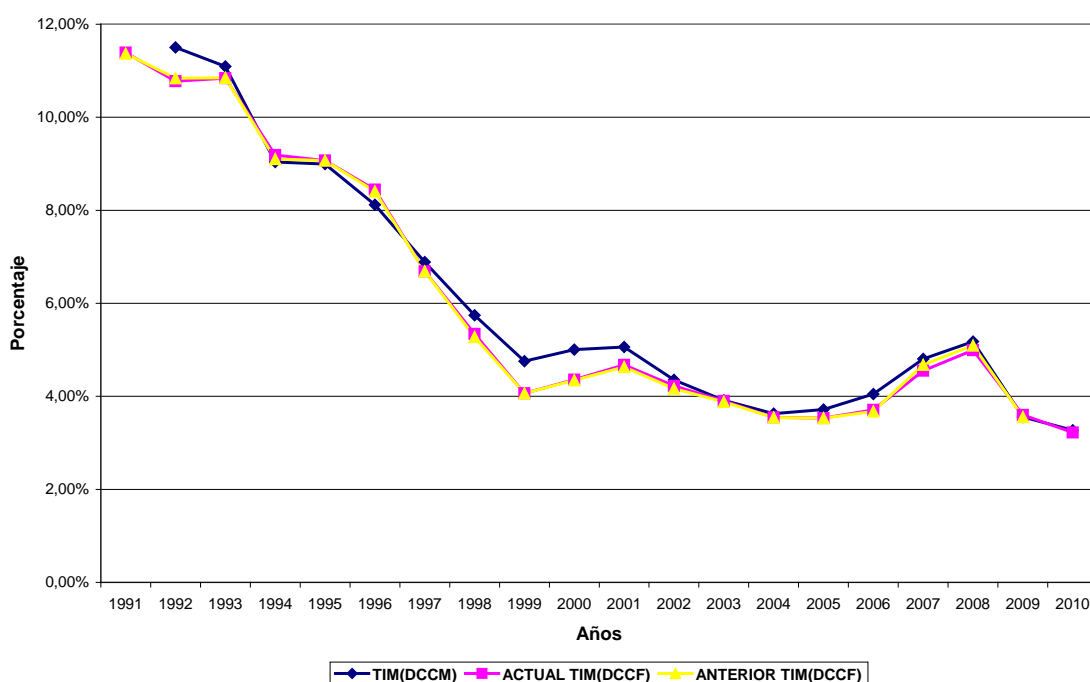
7.2 TIPOS DE INTERÉS MEDIOS Y TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA

Parece interesante saber el tipo de interés medio anual pagado por las empresas. Este tipo medio se calculará dividiendo los “intereses por financiación recibida y gastos asimilados” entre la deuda con coste media. La deuda con coste media consiste en la suma de la deuda con coste que presenta el balance al final del ejercicio y de la deuda con coste que hay al principio de dicho ejercicio (que coincide con la del final del ejercicio inmediatamente anterior) y el resultado de la suma se divide entre 2. El cálculo de la deuda con coste media se hace para evitar de alguna manera lo que se comenta en el párrafo siguiente.

Para utilizar sólo la deuda con coste del final del ejercicio hay que tener en cuenta que parte de los intereses de dicho ejercicio se corresponden a deudas que se amortizan en el mismo, con lo cual ya no aparecerán en el balance del final; aunque tampoco es menos cierto que también se puede dar el efecto contrario, es decir, que figuren deudas en el balance que no existieran durante la mayor parte del ejercicio. Por tanto para corregir de alguna manera los efectos de esta realidad, se calcula la deuda con coste media como se comenta en el párrafo anterior.

De todas formas, en el gráfico 7.5 se representa el tipo de interés medio (TIM) calculado con la deuda con coste media y también el TIM calculado con la deuda con coste de final de ejercicio. Esto permitirá comparar los dos TIM. Asimismo permitirá saber si en el segundo tipo de interés se mueven de forma similar la serie “actual” y la serie “anterior”⁵, ya que en el TIM calculado con la deuda con coste media, sólo se ha utilizado la serie “actual” porque es imposible hacer lo mismo con la serie “anterior”.

Gráfico 7.5: Tipo de Interés Medio calculado con Deuda Con Coste Media y con Deuda Con Coste Final



Como se puede ver en el gráfico 7.5, las series “actual” y “anterior” del TIM calculado con la deuda con coste final, van parejas como era de esperar. Por su parte el TIM calculado con la deuda con coste media que es el que se va a utilizar, se separa bastante de las otras dos series en algunas épocas, como también era de esperar que no fueran idénticas.

En el gráfico 7.5 se observa cómo ha cambiado la situación en los años 90 pasando de un TIM en 1992 (primer disponible) del 11,50% a un TIM en 1999 de

⁵ Como lo vienen haciendo las demás series calculadas para el total de empresas a partir de la base de datos CBA.

4,76% ya que no han parado de decrecer. Por su parte, el tipo más alto de los 2000 se encuentra en 2008 con un valor del 5,18%, mientras que el tipo más bajo se encuentra en 2010 con un valor de 3,27%.

Como se puede ver, el contraste entre 2008 y 2010 no es despreciable, produciéndose el mayor ajuste en 2009 de un -31,27% ya que el TIM pasó de un 5,18% a un 3,56%. Que la caída del tipo de interés en 2009 de un 31,27% fuera mayor que la caída del montante de intereses de un 31% viene a indicar que la caída de dicho montante fue totalmente causada por la bajada del TIM. También viene a indicar que la deuda con coste media ha subido de valor en 2009 con respecto a 2008, ya que amortigua algo la caída del montante de intereses; esto a pesar de que la deuda con coste de final de ejercicio representada en los gráficos 7.1 y 7.2 sufre una caída en 2009 pero que es perfectamente compatible con la subida de la deuda con coste media.

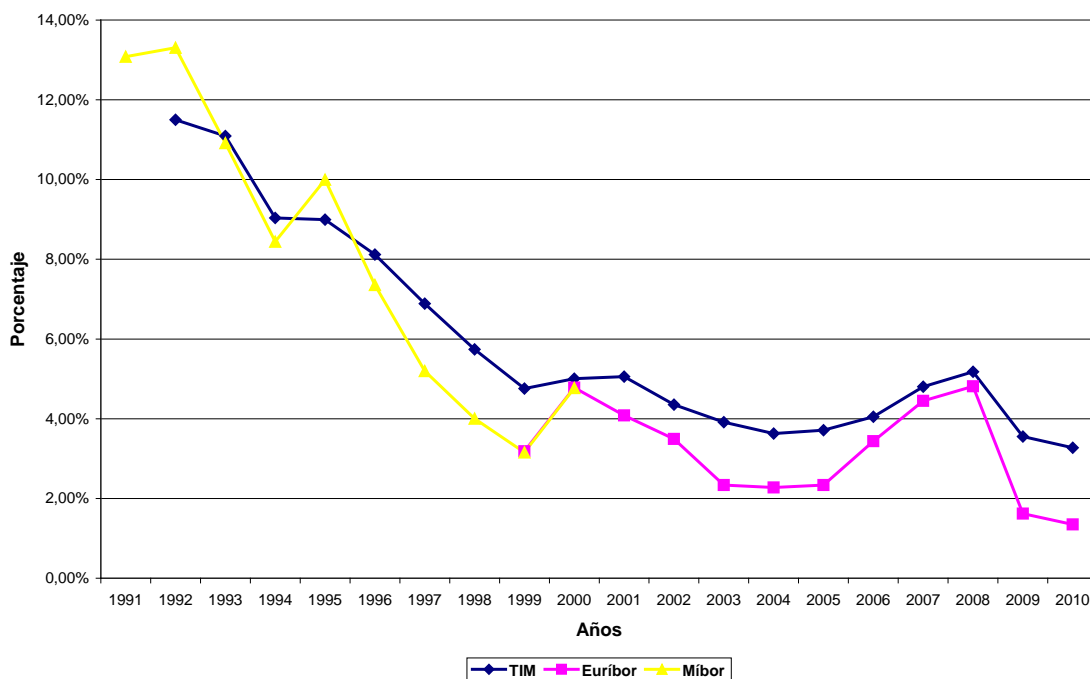
Comparando el gráfico 7.2 con el gráfico 7.4 se concluye que las bajadas del montante de intereses en los años 1997 y 1998 se deben a la bajada del tipo de interés ya que en esos años la deuda con coste crece y el montante de intereses decrece. Es cierto que el gráfico 7.2 sólo se refiere a la deuda con coste del final del ejercicio, pero conceptualmente la deuda con coste media también habría aumentado en esos años, ya que al ser una media de algo que va creciendo de un año para otro, la media también iría aumentado.

Por otra parte, a pesar de que los tipos de interés están más bajos que a principios de los 90, en 2001 se supera el montante de intereses por la mayor deuda y en 2008, como se dijo anteriormente, se acumula un crecimiento del 138,21% con respecto a 1991, produciéndose la mayor parte en los años 2006, 2007 y el propio 2008 con crecimientos acumulados espectaculares.

El gráfico 7.6 compara el TIM con un tipo de interés de referencia para los préstamos a tipo de interés variable. Este tipo de referencia es el mÍbor a un año hasta el año 1999 incluido, y a partir del 2000 es el eurÍbor a un año. De todas formas para el año 1999 y 2000 se representan los dos tipos de referencia para poder observar lo bien que se enlazan, no pudiendo decir que exista salto entre las series.

Tanto el eurÍbor como el mÍbor son, como se dijo en el párrafo anterior, a un año y los datos de estos tipos que se representan en el gráfico 7.6 son anuales para que sean comparables al tipo medio calculado anteriormente. Dichos datos anuales del tipo de interés de referencia, han sido calculados por media aritmética a partir de los datos medios mensuales proporcionados por el Banco de España.

Gráfico 7.6: Tipo de Interés Medio y tipo de interés de referencia (EurÍbor y MÍbor)



Se puede observar que la serie del tipo de referencia se corta en 1993 y 1995 con la serie del tipo medio lo que en principio tendría que parecer raro. Esto puede tener muchas explicaciones, que van desde que las deudas de las empresas en su conjunto no tienen como referencia el tipo de referencia utilizado, hasta la forma empleada para calcular el tipo medio.

De todas formas, un análisis visual del gráfico 7.6 pone de relieve que, a grosso modo, el TIM de las empresas sí tiene como referencia de algún modo al euríbor y al mÍbor, que es en definitiva lo que interesa. Por tanto, si se considera que los tipos de interés de referencia euríbor y mÍbor siguen indirectamente los pasos de la política monetaria, se puede decir que la bajada de TIM de los 90 ha sido promovida por las autoridades monetarias.

Por otra parte, llama mucho la atención el movimiento del año 2009 del euríbor con una caída del 66,32%, que ha más que duplicado la caída ya importante del TIM de un 31,27%.

Por último, los tipos bajos a finales de los 90 y mediados de los 2000 parece que animan el crecimiento de la deuda con coste. También se observa que una vez avanzados los períodos de fuerte incremento de la variación acumulada de la deuda⁶ (gráfico 7.1), los tipos interés tienden a crecer, pudiendo decirse de algún modo que se cumple la ley de la oferta y la demanda, sin tener en cuenta cómo ha influido la política monetaria.

8. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO MEDIANTE PORCENTAJES CON DATOS DE BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

En este apartado se estudia el endeudamiento del total de empresas de la base de datos CBA con porcentajes de lo se viene llamando deuda total y deuda con coste, sobre distintas rúbricas de la cuenta de resultados. Para calcular el porcentaje se pone la deuda en el numerador y la rúbrica de la cuenta de resultados en el denominador. Por tanto, si un porcentaje alcanza el valor 100%, quiere decir que hace falta un año de funcionamiento de la empresa para devolver toda la deuda con el valor de la rúbrica

⁶ Léase principios de los 2000 y años previos a la crisis actual.

utilizada de la cuenta de resultados, ceteris paribus. Si el porcentaje alcanza el valor 200% quiere decir que hacen falta dos años y así sucesivamente.

Antes de nada hay que tener en cuenta que puede darse el caso de que haya empresas en la base de datos (con sus fuentes de financiación) que se dediquen a financiar a su vez a otras empresas del mismo grupo de sociedades. El dinero que invertirían las empresas que financian no produciría valor para las rúbricas de la cuenta de resultados que se incluyen en el denominador de los porcentajes, ya que, lo que produciría serían ingresos financieros que no están incluidos en dichas rúbricas. Por tanto los porcentajes calculados hay que tomarlos con cautela, ya que no se sabe en qué medida se da el caso comentado, y si es igual para todos los ejercicios.

El porcentaje 1 se calcula para la deuda total y la deuda con coste poniendo en el denominador el “valor de la producción”, el porcentaje 2 se calcula poniendo en el denominador el “valor añadido bruto al coste de los factores”, el porcentaje 3 el “resultado económico bruto de la explotación” y el porcentaje 4 el “resultado económico neto de la explotación”.

Porcentaje 1. En los gráficos 8.1 y 8.2 se representan respectivamente para la deuda total y la deuda con coste, los porcentajes calculados poniendo en el denominador el valor de la producción tal y como lo presenta la cuenta de resultados de la base CBA⁷.

⁷ Recuérdese que en el valor de la producción no fueron deducidos los gastos para poder obtenerla.

Gráfico 8.1: Porcentaje de Deuda Total sobre Valor de la Producción

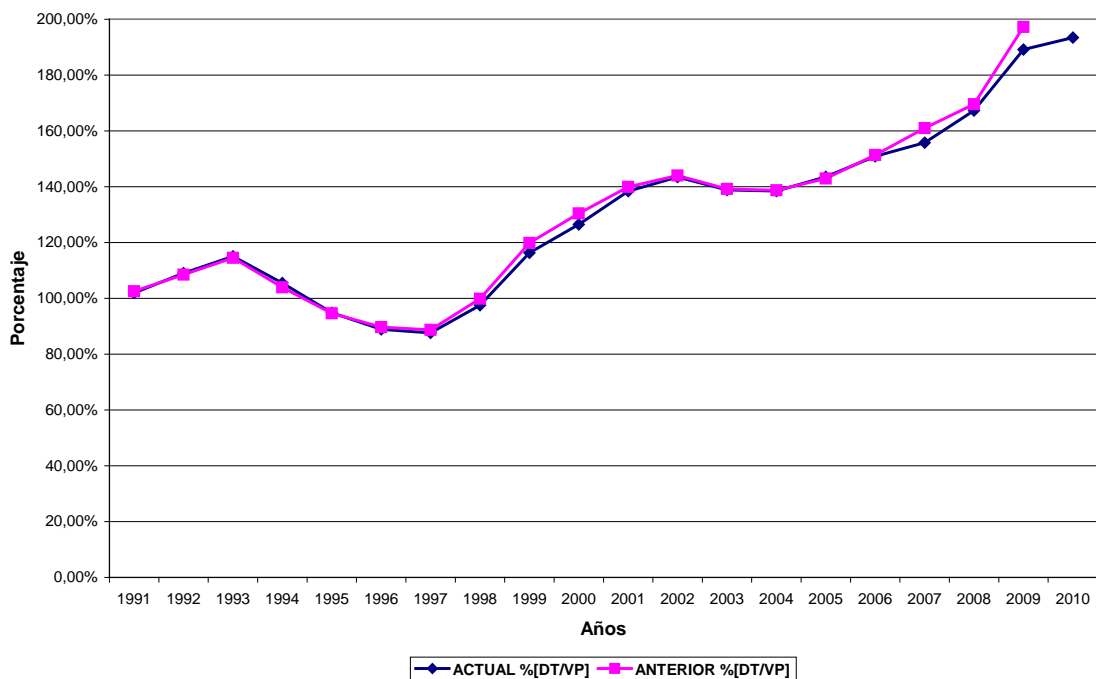
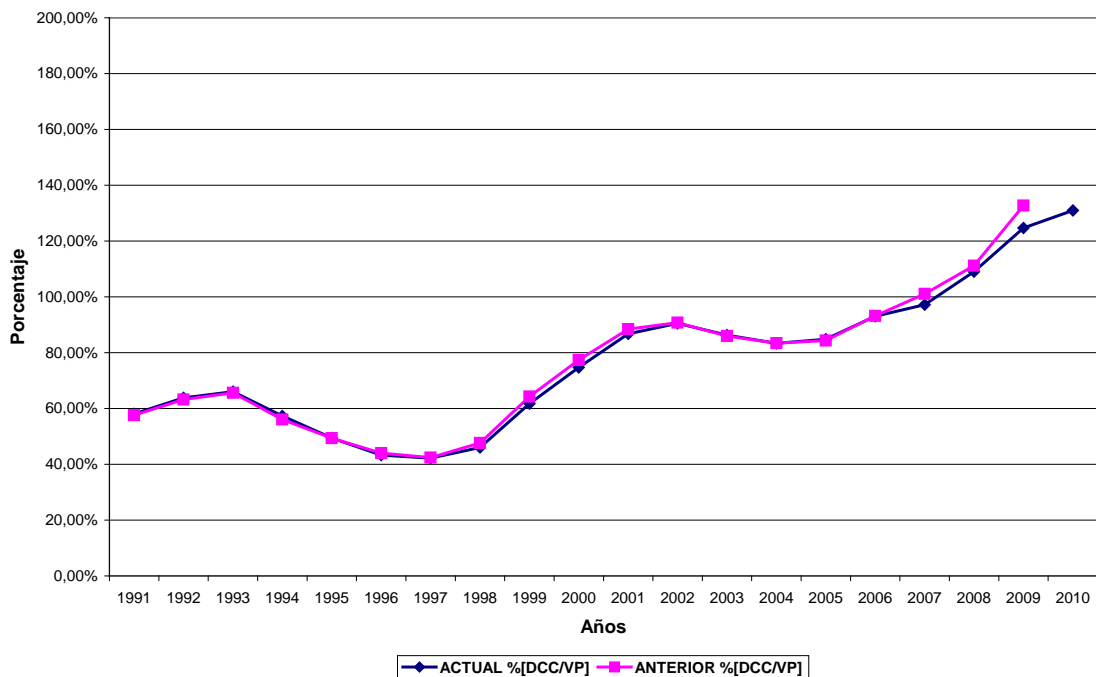


Gráfico 8.2: Porcentaje de Deuda Con Coste sobre Valor de la Producción



En el gráfico 8.1 se observa que se pasa de deber en 1997 (valor mínimo) sobre un 90% de la producción anual, a deber a finales del período de análisis, después de una evolución diversa, entre un 190% y un 200%. Por tanto, al final del período de análisis, las empresas en su conjunto tendrían que tener casi dos años de actividad para poder

pagar sus deudas, pero sin hacer frente a los gastos de los factores productivos durante esos dos años. Por su parte, también ha aumentado el porcentaje referente a la deuda con coste, pasando de más de un 40% de la producción en 1997 (valor mínimo) a aproximadamente un 130% al final del período de análisis, siendo por tanto más importante el incremento en términos relativos que en el caso de la deuda total. Por consiguiente, para pagar las deudas con coste al final del período de análisis haría falta sobre un año y cuatro meses de funcionamiento de las empresas sin atender a los costes.

También se observan tres etapas, ya familiares, donde el porcentaje crece. La subida continúa una vez empieza la crisis actual, lo que es debido al menos en 2009 a la caída del valor de la producción ya que en este año según los gráficos 7.1 y 7.2 el montante de la deuda ha caído.

Porcentaje 2. En los gráficos 8.3 y 8.4 se representan los porcentajes calculados poniendo en el denominador el valor añadido bruto al coste de los factores (VABCF), que recuérdese, constituye el valor de la producción minorado en los consumos intermedios.

Gráfico 8.3: Porcentaje de Deuda Total sobre VABCF

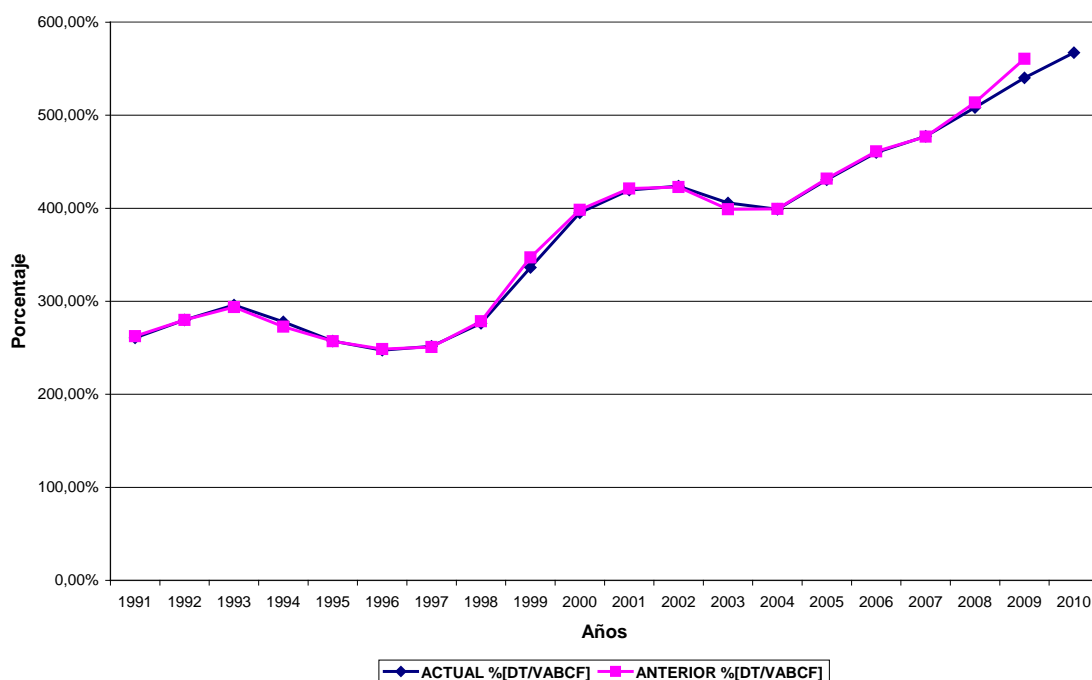
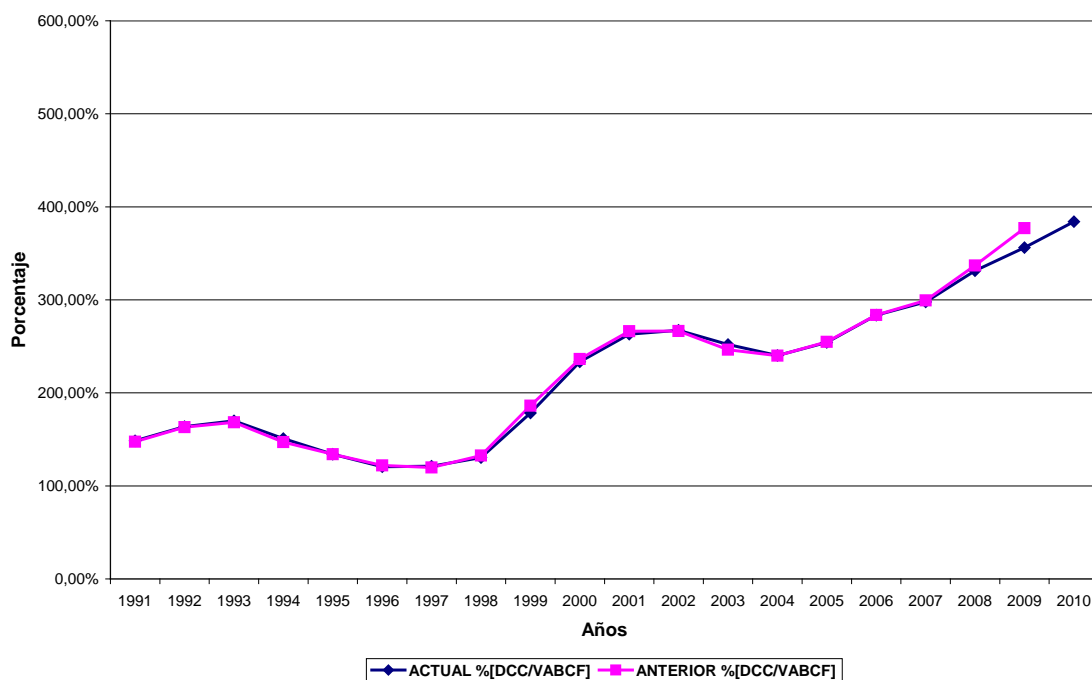


Gráfico 8.4: Porcentaje de Deuda Con Coste sobre VABCF



En los gráficos 8.3 y 8.4 se ve, como es obvio, que los porcentajes aumentan al disminuir el denominador y que las tendencias siguen siendo crecientes en el conjunto del espacio temporal estudiado.

Los valores más altos vuelven a estar a finales del período de análisis y las empresas tendrían que funcionar para devolver la deuda total más de 5 años y medio sin pagar a los trabajadores ni haciendo frente a las amortizaciones, entre otros gastos. En el caso de las deudas con coste harían falta casi 4 años.

Las divergencias entre los valores máximos y mínimos vuelven a ser abismales como se puede ver en dichos gráficos.

Porcentaje 3. Los gráficos 8.5 y 8.6 muestran el porcentaje calculado con el resultado económico bruto de la explotación (REBE), que recuerdese, se diferencia del VABCF en que dicho resultado económico ya tiene deducidos los gastos de personal tal y como los presenta la base CBA.

Gráfico 8.5: Porcentaje de Deuda Total sobre REBE

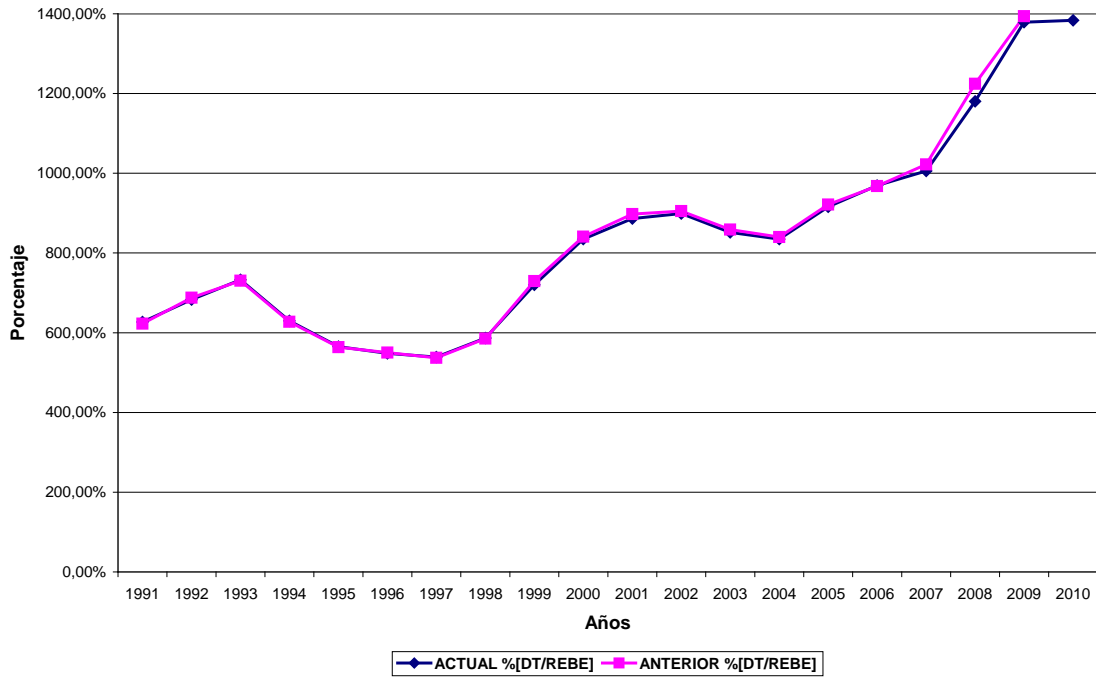
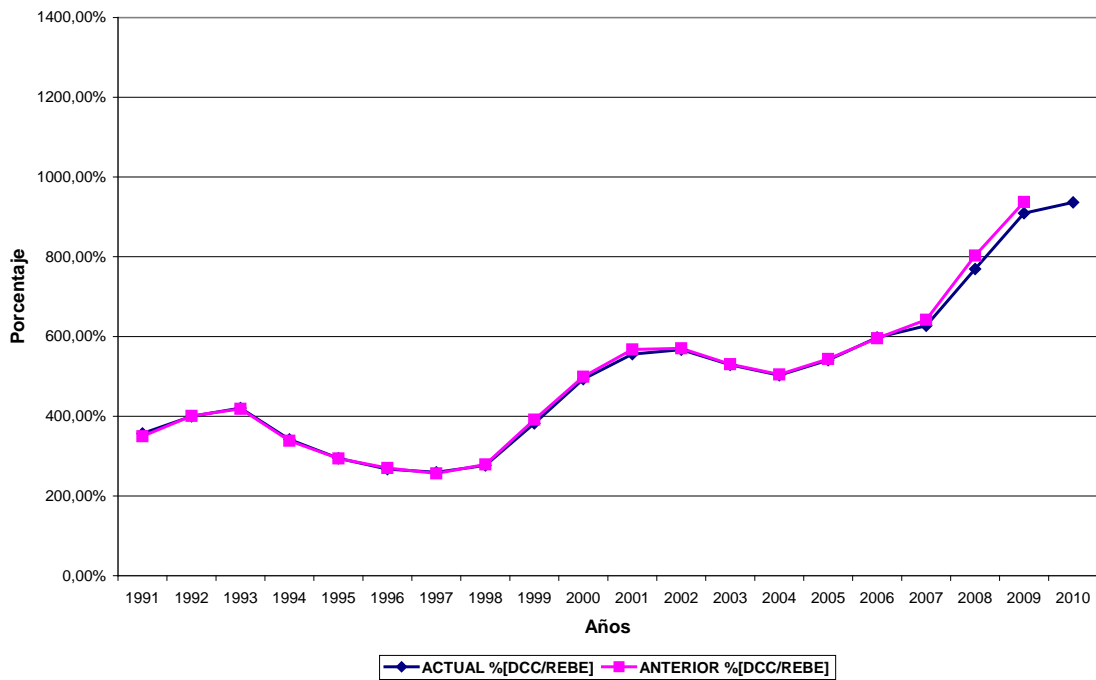


Gráfico 8.6: Porcentaje de Deuda Con Coste sobre REBE



Los gráficos 8.5 y 8.6 muestran que la tendencia en el período de análisis también es a crecer, pero aquí lo que llama mucho la atención es el crecimiento espectacular de los años 2008 y 2009 y después la contención de 2010. Si el crecimiento se produjera sólo en 2008, se podría desconfiar del cambio de la norma contable, pero el hecho de

que el crecimiento espectacular persista en 2009 y el hecho de que las series “actual” y “anterior” vayan tan parejas en 2008, lo viene a desmentir.

Por tanto, la única explicación que parece ser válida es la más evidente, es decir, comparando el gráfico 8.5 con el gráfico 8.3 y comparando el gráfico 8.6 con el gráfico 8.4, se llega a la conclusión de que la evolución del REBE en 2008 y 2009, ha sido más desfavorable (crece menos o decrece más) con respecto a años anteriores que el VABCF. Sin embargo en el año 2010 la conclusión es totalmente la contraria. Esto se puede corroborar en los cuadros 8.1 y 8.2 que muestran la variación interanual relativa (no absoluta) de los porcentajes de los gráficos comentados.

Cuadro 8.1: Variación interanual del porcentaje de Deuda Total sobre VABCF y sobre REBE

Concepto \ Ejercicio	2008	2009	2010
% variación de ACTUAL %[DT/VABCF]	6,49%	6,27%	5,02%
% variación de ANTERIOR %[DT/VABCF]	7,69%	9,15%	
% variación de ACTUAL %[DT/REBE]	17,39%	16,81%	0,33%
% variación de ANTERIOR %[DT/REBE]	19,79%	13,81%	

Cuadro 8.2: Variación interanual del porcentaje de Deuda Con Coste sobre VABCF y sobre REBE

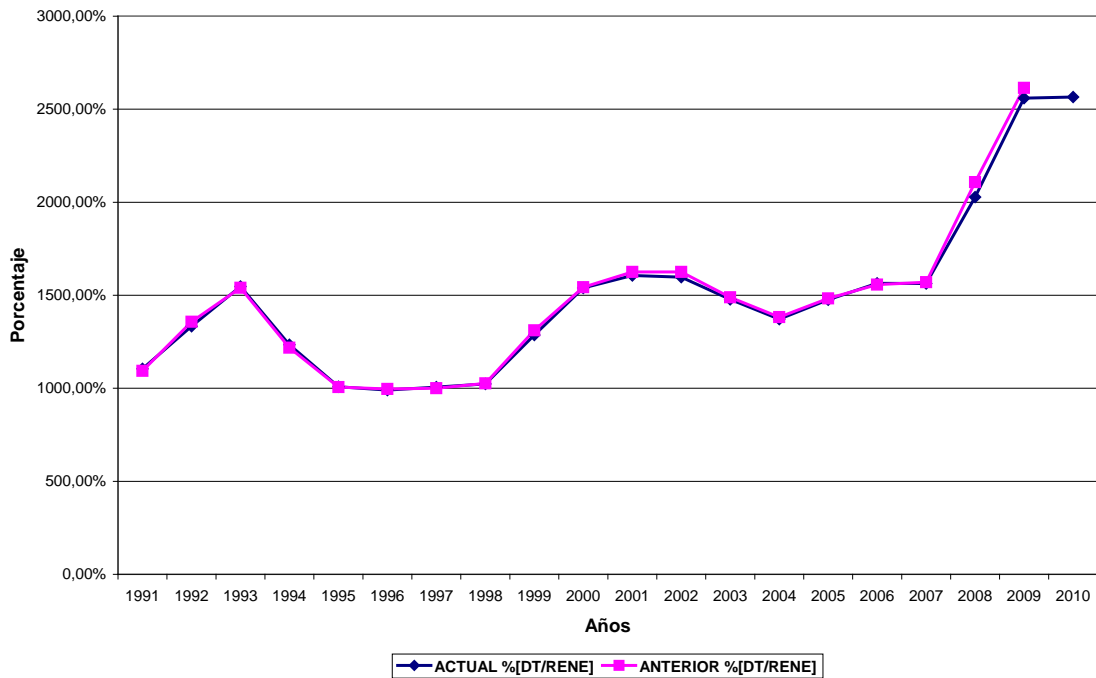
Concepto \ Ejercicio	2008	2009	2010
% variación de ACTUAL %[DCC/VABCF]	11,32%	7,49%	7,80%
% variación de ANTERIOR %[DCC/VABCF]	12,48%	11,97%	
% variación de ACTUAL %[DCC/REBE]	22,71%	18,14%	2,99%
% variación de ANTERIOR %[DCC/REBE]	25,11%	16,74%	

La causa de este fenómeno es que la evolución de los gastos de personal no ha sido proporcional a la evolución del VABCF en los períodos en cuestión. Recuérdese que en la cuenta de resultados, los gastos de personal tienen signo contrario al VABCF y por tanto si por ejemplo el VABCF ha subido en los años 2008 y 2009, los gastos de personal han subido en mayor proporción, y si por el contrario el VABCF ha bajado, los gastos de personal o bien han bajado en menor proporción o incluso han subido. En el año 2010 sería al contrario, es decir, si el VABCF ha subido, los gastos de personal o bien han subido en menor proporción o incluso han bajado y si el VABCF ha bajado, los gastos de personal han bajado en mayor proporción.

Sea como fuere, los gastos de personal han sido contraproducentes en 2008 y 2009 para el valor del porcentaje de deuda sobre REBE, mientras que en 2010 pasaron a ser favorables para mejorar el valor del porcentaje.

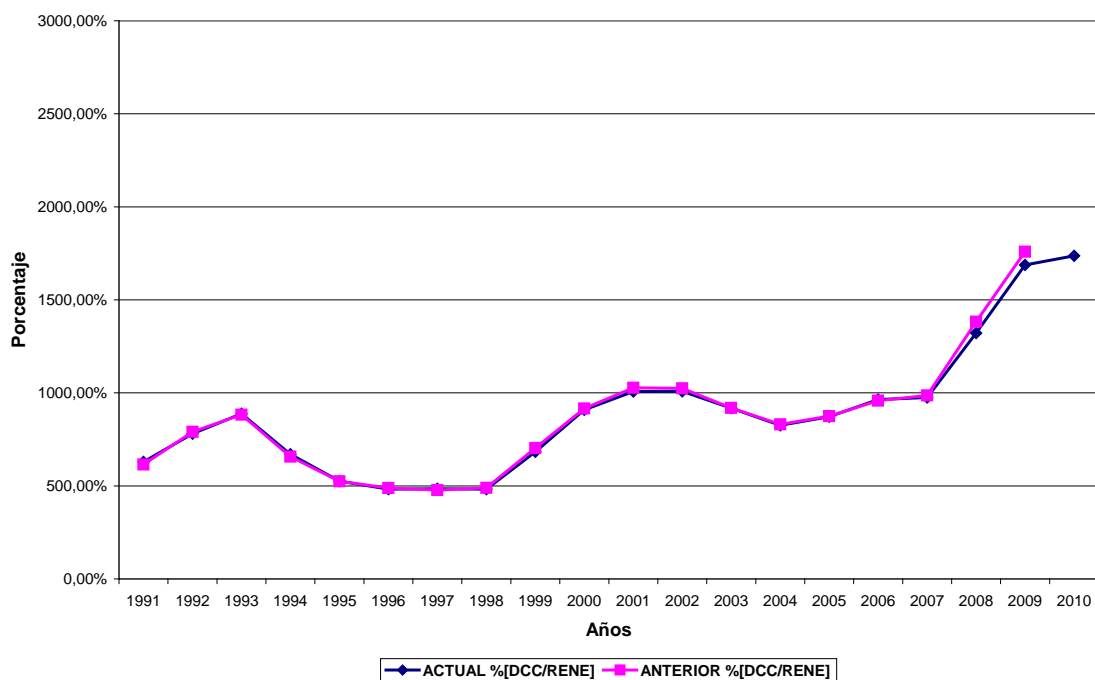
Porcentaje 4. En los gráficos 8.7 y 8.8 se representan los porcentajes calculados con el resultado económico neto de la explotación (RENE). Recuérdese que este resultado de explotación es el REBE una vez deducidas “amortizaciones netas”⁸ y “deterioro y provisiones de explotación”.

Gráfico 8.7: Porcentaje de Deuda Total sobre RENE



⁸ Amortizaciones deducidas las subvenciones.

Gráfico 8.8: Porcentaje de Deuda Con Coste sobre RENE



En los gráficos 8.7 y 8.8 se ve que continúa el efecto 2008 y 2009, pero lo que hay que saber es si sólo se arrastra el efecto de los gastos de personal, o si también influyen las amortizaciones netas y el deterioro y provisiones de explotación. Para saberlo, se calcula la variación interanual relativa de los porcentajes representados en los gráficos 8.5, 8.6, 8.7 y 8.8, que se presenta en los cuadros 8.3 y 8.4.

Cuadro 8.3: Variación interanual del porcentaje de Deuda Total sobre REBE y sobre RENE

Concepto \ Ejercicio	2008	2009	2010
% variación de ACTUAL % [DT/REBE]	17,39%	16,81%	0,33%
% variación de ANTERIOR % [DT/REBE]	19,79%	13,81%	
% variación de ACTUAL % [DT/RENE]	29,66%	26,25%	0,25%
% variación de ANTERIOR % [DT/RENE]	34,24%	24,02%	

Cuadro 8.4: Variación interanual del porcentaje de Deuda Con Coste sobre REBE y sobre RENE

Concepto \ Ejercicio	2008	2009	2010
% variación de ACTUAL % [DCC/REBE]	22,71%	18,14%	2,99%
% variación de ANTERIOR % [DCC/REBE]	25,11%	16,74%	
% variación de ACTUAL % [DCC/RENE]	35,54%	27,69%	2,91%
% variación de ANTERIOR % [DCC/RENE]	40,21%	27,22%	

Se observa muy claramente en los cuadros 8.3 y 8.4 que donde está como denominador el RENE, en los años 2008 y 2009, creció más el porcentaje que representan los gráficos que donde está como denominador el REBE. Esto se interpreta

como que las amortizaciones netas y el deterioro y provisiones de explotación no tienen una evolución proporcional al REBE en los años 2008 y 2009, sino que aún favorece más el crecimiento de los porcentajes en cuestión en dichos años.

9. RATIOS DE COBERTURA DE INTERESES

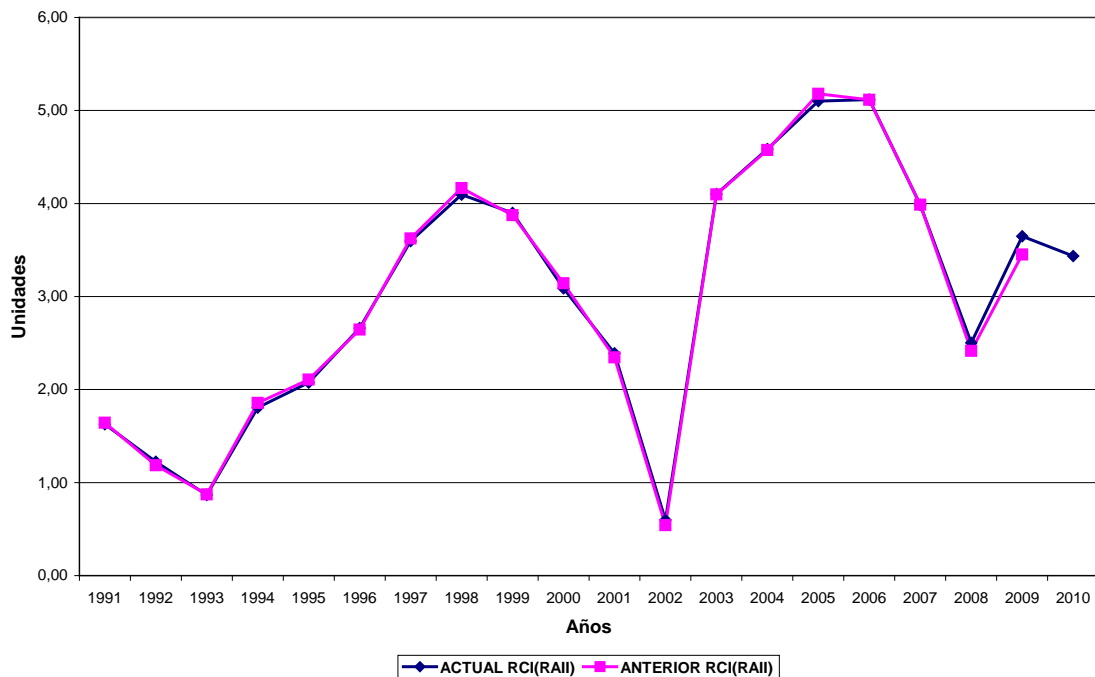
En este apartado se estudiarán dos ratios de cobertura de intereses para el total de empresas de la base de datos CBA. Para ello se colocarán los “intereses por financiación recibida y gastos asimilados” en el denominador y en el numerador los resultados calculados a partir de los datos proporcionados por la cuenta de resultados⁹, concretamente dos resultados distintos: en la ratio 1, los resultados antes de intereses e impuestos, y en la ratio 2, el resultado ordinario neto antes de intereses.

Estos ratios vienen a decir cuantas veces se puede hacer frente a los intereses de la deuda con el resultado utilizado en cada momento. Por ejemplo si la ratio tiene un valor igual a 2, quiere decir que la mitad de ese resultado se utilizaría para hacer frente a los intereses y la otra mitad quedaría disponible para hacer frente a otros gastos no incluidos en el resultado en cuestión o también, si se trata de un resultado final, para aplicar por la empresa como le parezca más oportuno (reservas, distribución de dividendos...).

Ratio 1. La ratio de cobertura de intereses que se representa en el gráfico 9.1 se define como *Resultado antes de intereses e impuestos / Gastos financieros por intereses* que en términos de la cuenta de resultados utilizada se calcularía como *(Resultado antes de impuestos + Intereses por financiación recibida y gastos asimilados) / Intereses por financiación recibida y gastos asimilados*.

⁹ Téngase en cuenta que si un resultado de la cuenta de resultados ya tiene deducidos los intereses por financiación recibida y gastos asimilados, estos se sumarán a dicho resultado para calcular el resultado a utilizar en la ratio en cuestión.

Gráfico 9.1: Ratio de Cobertura de Intereses calculada con Resultado Antes de Intereses e Impuestos



Garrido Miralles, P e Íñiguez Sánchez, R (2012, p. 372) dicen que se considera que no hay problemas cuando la ratio en cuestión toma valores superiores a 3 aunque también reconocen que empresas con resultados estables pueden permitirse ratios con valores inferiores.

Según el gráfico 9.1, el número de años de los 20 de los que se dispone, en que se cumple dicha recomendación, es 11, con lo cual se cumple la recomendación la mayor parte del tiempo. Aunque lo que parece más importante es que en 2009 y 2010, años de crisis, se cumple dicha recomendación, no como pasó en la primera mitad de los años 90 con valores tan bajos y en el año 2002 con un valor menor que 1.

En el gráfico 9.1 se observa que después de 1993 la ratio, que partía de posiciones muy bajas, ha ido mejorando hasta superar en 1998 el valor 4 (influyendo seguramente la bajada de los tipos de interés). También se observa como el crecimiento de la deuda de finales de los 90 y principios de los 2000 no ha ido acompañada de una evolución proporcional del resultado antes de intereses e impuestos con el montante de los

intereses, ya que después de 1998 la ratio ha ido bajando continuamente hasta hacer entrar al total de empresas conjuntamente en pérdidas antes de impuestos en 2002 por atender al servicio de la deuda. Esto último sólo había pasado antes en el año 1993 y de forma menos importante.

Es muy interesante el movimiento ocurrido entre 2002 y 2003, pues se pasa de estar en pérdidas por culpa de los intereses, a que los resultados antes de intereses e impuestos cuadrupliquen el valor de dichos intereses. Como se puede observar en el gráfico 7.4, en 2002 el montante de los intereses cayó un 3,19% por tanto la caída de la ratio en dicho año ha sido causada por el resultado antes de intereses e impuestos. En 2003 aunque el montante de los intereses cayó un 5,70% (que provocaría una subida en la ratio de un 6,04%, *ceteris paribus*), el resultado antes de intereses e impuestos ha subido un 613,06%, por tanto, sin hacer más cálculos y mirando el gráfico 9.1 se sabe que el crecimiento espectacular de la ratio en dicho año ha sido causado en inmensa mayoría por dicho resultado.

Todo parece indicar a simple vista que los movimientos exagerados del resultado antes de intereses e impuestos en 2002 y 2003 y por tanto de la ratio de cobertura de intereses, han sido provocados por algún resultado extraordinario.

Por otra parte, el crecimiento de 2004 y 2005 lleva a la ratio a niveles fuera de serie llegando a superar el valor 5 en el propio 2005 y en 2006. También es muy importante el movimiento que lleva, en sólo dos años, a no cumplir en 2008 con el valor de la recomendación de 3 y pasando a hacerlo en 2009.

Como se observa en el gráfico 7.4 el montante de intereses ha crecido en 2007 un 38,46% y en 2008 un 14,88% mientras que en 2009 ha decrecido un 31%. Por su parte, el resultado antes de intereses e impuestos ha crecido en 2007 un 7,87%, ha decrecido en 2008 un 27,90% y ha vuelto a crecer en 2009 un 4,16%. Por tanto, aunque en 2007

numerador y denominador hayan evolucionado en la misma dirección, la proporción ha sido extremadamente distinta, de ahí la importante bajada de la ratio de cobertura de intereses en ese año. En 2008 aunque el montante de los intereses creció menos que en 2007, el resultado incluido en el numerador ha pasado a decrecer y de forma muy importante, por tanto la caída de la ratio ha vuelto a ser también muy importante. En cambio en 2009 se ha recuperado en parte el valor de la ratio gracias al crecimiento de los resultados y a la importante caída del montante de los intereses.

Ratio 2. El gráfico 9.2 representa la ratio de cobertura de intereses calculada poniendo en el numerador el “resultado ordinario neto” aumentado en “intereses por financiación recibida y gastos asimilados”, ya que para calcular el resultado ordinario neto ya han sido deducidos dichos intereses. Por tanto la ratio se define como *Resultado ordinario neto antes de intereses / Gastos financieros por intereses* que en términos de la cuenta de resultados utilizada se calcularía como $(\text{Resultado ordinario neto} + \text{Intereses por financiación recibida y gastos asimilados}) / \text{Intereses por financiación recibida y gastos asimilados}$. El gráfico 9.2 sólo se presenta a efectos de aclarar los movimientos de 2002 y 2003 observados en el gráfico 9.1.

Gráfico 9.2: Ratio de Cobertura de Intereses calculada con Resultado Ordinario Neto Antes de Intereses



Comparando los gráficos 9.2 y 9.1 se concluye que el valor fuera de serie del año 2002 y la subida impresionante en el año 2003, así como el valor menor que 1 de 1993, de la ratio calculada con el resultado antes de intereses e impuestos, fueron causados por conceptos incluidos en los puntos 6 (resultados por enajenaciones y deterioro) y/o 7 (variaciones del valor razonable y resto de resultados) de la cuenta de resultados utilizada. Recuérdese que las variaciones del valor razonable de instrumentos financieros se empiezan a especificar a partir de 2008 y que además en la cuenta de resultados utilizada, incluyen gastos financieros por actualización de provisiones.

10. EVOLUCIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS INTERNOS

En este apartado se estudiará la evolución del montante de los fondos propios internos (o autofinanciación de enriquecimiento) incluidos en el patrimonio neto y se comparará con la evolución del montante de la estructura financiera para las empresas totales de la base CBA mediante porcentajes de variación acumulados y mediante

porcentajes de variación interanual. También se estudiará qué proporción representan dichos fondos propios internos (FPI) en la estructura financiera.

En principio se denomina como FPI o autofinanciación de enriquecimiento a los fondos propios generados por la empresa, aunque habrá que atenerse a la información disponible en la base de datos utilizada. En la base de datos se dispone de las partidas “beneficios no distribuidos” y “resto de reservas y otros fondos” e incluso se puede tener en cuenta “ajustes por cambios de valor”.

Como se comentó anteriormente “beneficios no distribuidos” consiste en el resultado del ejercicio minorado en la propuesta de distribución de dividendos. Por su parte “resto de reservas y otros fondos” contiene reservas, resultados de ejercicios anteriores (tanto remanente como resultados negativos de ejercicios anteriores) y otras aportaciones de socios (lo más común es que sean para compensar pérdidas). Las “otras aportaciones de socios” no parece razonable incluirlas en los FPI ya que no son generadas por la empresa, pero no hay más remedio que incluirlas, ya que en la base de datos utilizada, la máxima desagregación disponible consiste en “resto de reservas y otros fondos”.

Por otra parte, se hace mención a “ajustes por cambios de valor” ya que como también se comentó anteriormente, la serie hasta 2007 inclusive, es de esperar que esté compuesta principalmente por ajustes de valor por activos de inmovilizado material¹⁰. Por tanto se calcularán dos series de FPI, una calculada como *Beneficios no distribuidos* + *Resto de reservas y otros fondos* que se denominará “reservas” y otra calculada como *Beneficios no distribuidos* + *Resto de reservas y otros fondos* + *Ajustes por cambios de valor* que se denominará “reservas + ajustes por cambios de valor” (R+ACV). De todas formas estas series no se representarán en ningún gráfico, sino las series de los

¹⁰ Por su parte, en el PGC 2007 (que se aplica a partir de 2008 incluido) se refiere principalmente a cambios de valor de instrumentos financieros.

porcentajes de variación acumulados, de variación interanual y de las proporciones o porcentajes verticales.

Primero se representa la evolución de las reservas y de R+ACV además de la estructura financiera para comparar dichas evoluciones. En el gráfico 10.1 se hace mediante los porcentajes de variación acumulados y en el gráfico 10.2 mediante los porcentajes de variación interanual. La evolución de R+ACV sólo se representa hasta 2007 ya que comprende los años de los ajustes por cambios de valor que más parecen interesar.

Gráfico 10.1: Variación acumulada de Estructura Financiera, Reservas y R+ACV (hasta 2007)

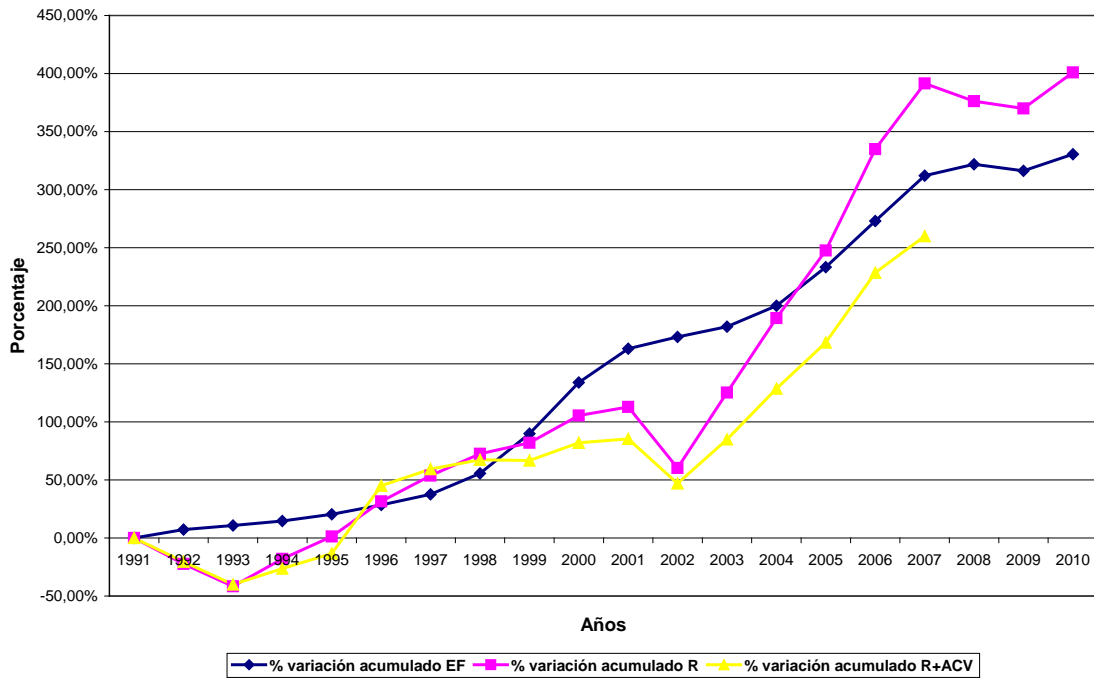
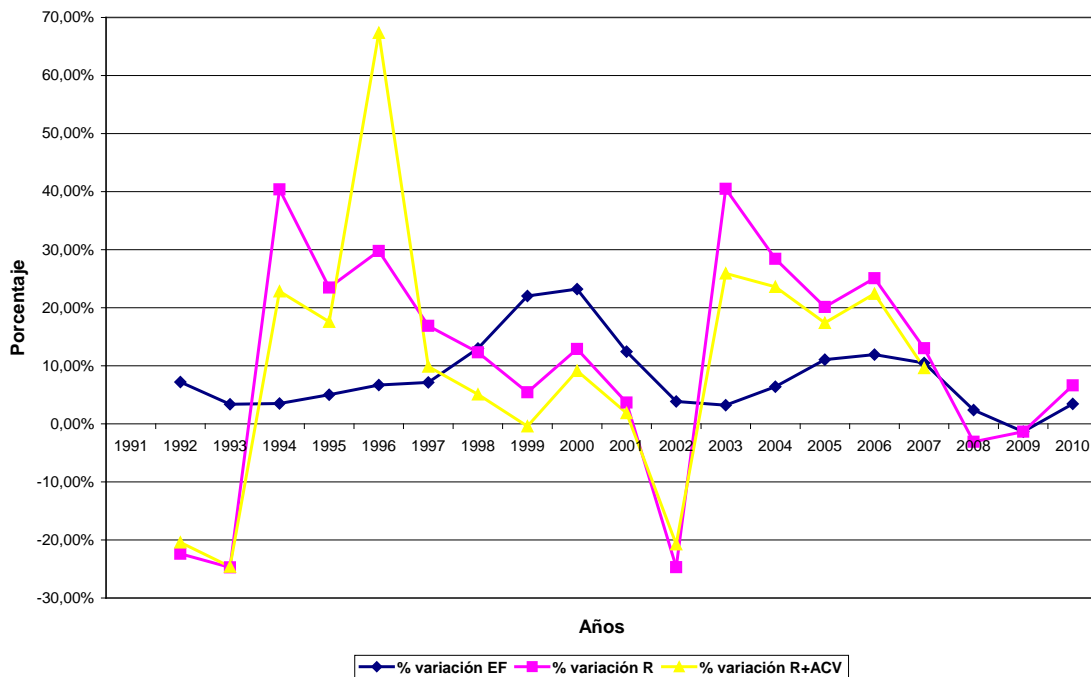


Gráfico 10.2: Variación interanual de Estructura Financiera, Reservas y R+ACV (hasta 2007)



Con los gráficos 10.1 y 10.2 se puede asegurar que las reservas han crecido por encima del tamaño de las empresas en 10 de los 19 años de los que se dispone aunque el crecimiento acumulado sólo consiga estar por encima en ocho años que no tienen por qué coincidir. Esto no debe llevar a pensar que en los mismos años en los que crece dicha financiación interna por encima de la estructura financiera, ha crecido la deuda total menos que dicha estructura financiera, ya que la deuda y la autofinanciación de enriquecimiento no son las únicas fuentes de financiación de las empresas. Obviamente hay que tener en cuenta el capital y la prima de emisión entre otras fuentes que haya en el patrimonio neto.

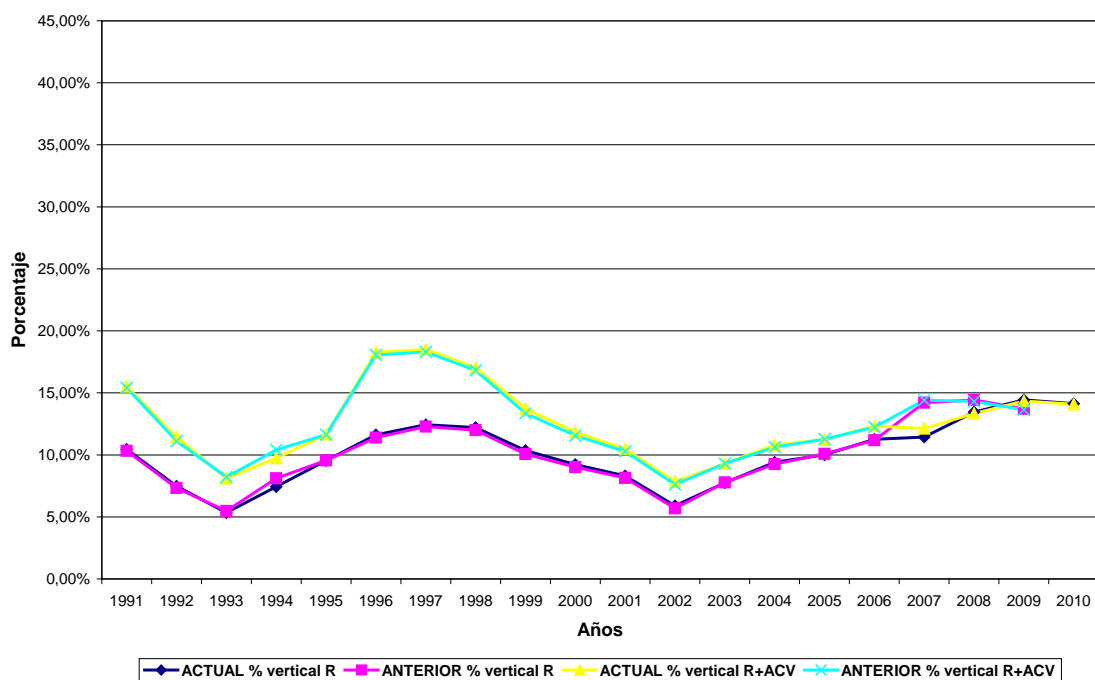
Para saber en qué años las empresas han preferido incrementar la autofinanciación de enriquecimiento con respecto a la deuda y viceversa, habría que hacer un gráfico con las series de la variación interanual de ambos tipos de financiación, o bien comparar los porcentajes de variación interanual de los FPI (gráfico 10.2) con los porcentajes de variación interanual de la deuda (gráfico 7.2).

Los FPI han contribuido al crecimiento de las empresas, ya que crecieron por encima de su tamaño, desde 1994 a 1997 incluidos, años en que la ratio de endeudamiento y la ratio de endeudamiento con coste decrecen y/o alcanzan de los valores más bajos. En cambio, dichos FPI también han contribuido al crecimiento de las empresas entre 2003 y 2007 incluidos (o 2006 si se tienen en cuenta los ajustes por cambios de valor), años en que han crecido las ratios de endeudamiento y endeudamiento con coste y/o el montante de la deuda, salvo en 2003 en que han decrecido ambas ratios de endeudamiento.

El resto de los años, salvo en 2009 y 2010, la variación interanual de los FPI ha estado por debajo de la variación interanual de la estructura financiera. En 2009 los FPI, han decrecido en la misma proporción que la estructura financiera mientras que en 2010 han crecido por encima. Recuérdese que la serie de los FPI calculada con los ajustes por cambios de valor, sólo está disponible hasta 2007.

En el gráfico 10.3 se representa el peso que tienen las reservas y las R+ACV en el total de la estructura financiera. En este caso sí se representa toda la serie calculada con los ajustes por cambios de valor, para poner de manifiesto la importancia relativa de estos en los ejercicios en los que se aplica el PGC 2007.

Gráfico 10.3: Proporción de Reservas y R+ACV sobre estructura financiera



El gráfico 10.3 muestra como el peso de la autofinanciación de enriquecimiento no ha sido estable en el período de análisis. Los años 1993 y 2002, años de beneficios no distribuidos negativos en el conjunto de las empresas, son los años en que menor peso ha tenido los FPI, aunque también ha habido beneficios no distribuidos negativos en 1992 y 2008. Desde 1994 hasta 1997 incluidos, los FPI no han dejado de ganar peso en la estructura financiera, pasando después a una etapa de pérdida de peso hasta 2002, retomando de nuevo en 2003 una tendencia creciente.

Llama la atención la diferencia existente entre las series “actual” y “anterior” de las reservas y de las R+ACV en el año 2007. Esto indica que ha cambiado el criterio del PGC o de la base de datos con respecto a los conceptos que incluyen dichas series. Es probable que conceptos que hasta 2007 se incluían en “ajustes por cambios de valor” pasaran a incluirse ahora en lo que se viene denominando “reservas”, aunque esto no explicaría el total del salto, debido a que la serie “actual” de las R+ACV, no se aproxima en 2007 a la serie “anterior” de las reservas. Otra cosa interesante, es que las series “actual” de las reservas y de las R+ACV coinciden muy bien entre ellas en los

últimos tres años y lo mismo pasa con las series “anterior”. Esto pone de manifiesto la poca influencia de los ajustes por cambios de valor en esos últimos años, presentados según el PGC 2007.

Por último, observando los gráficos 10.2 y 10.3, llaman la atención las incoherencias que existen para los últimos años del período de análisis. Por ejemplo, según el gráfico 10.2, en el año 2010 las reservas ganarían peso en la estructura financiera (al tener un crecimiento mayor) y en el gráfico 10.3, se observa todo lo contrario.

11. CONCLUSIONES

A continuación se presentan las principales conclusiones extraídas con la realización de este trabajo:

1. El tamaño de las empresas españolas en general, ha crecido ininterrumpidamente desde 1991 a 2010, con la excepción de 2009. El crecimiento más intenso en términos acumulados tiene lugar entre los años 1998 y 2001 y entre 2004 y 2007 coincidiendo con los períodos de entrada en el euro y expansión internacional del crédito, mientras que las subidas interanuales más importantes con diferencia, se produjeron en 1999 con un 22,04% y en 2000 con un 23,20%.

2. La evolución del tamaño de las empresas grandes tiene un comportamiento casi idéntico al del total de empresas. Por su parte el crecimiento acumulado de las empresas pequeñas al final del período de análisis ha sido menor al de las empresas grandes, mientras que el de las empresas medianas no se puede asegurar, ya que según la base de datos CBA dicho crecimiento es similar y según BE/RM el crecimiento es menor. Lo que sí se puede asegurar a grosso modo, es que las empresas medianas y pequeñas han crecido de forma más regular en el tiempo no viéndose tan afectadas por la crisis de los 90 y de principios de los 2000 y sí por la actual.

3. Salvo en 1996, 1997 y 1998, la ratio de endeudamiento de deuda total de las empresas españolas en general, estuvo siempre por encima del valor 1,5 pero nunca llegó a 2, lo que viene a decir que, salvo en esos tres años, la proporción de la deuda total estuvo siempre por encima del 60% de la estructura financiera. De hecho, se puede decir que la proporción alcanza el 65% en 1993, 2006, 2007 y 2008, años relacionados o previos a crisis económicas. Por su parte, el valor mínimo de la ratio de endeudamiento se alcanza en 1996 y los valores máximos en 2006 y 2007.

4. En épocas de bonanza las empresas españolas en general, suelen financiarse más con recursos ajenos en proporción a los propios, mientras que se inicia un proceso de desapalancamiento en épocas de crisis como después de la recesión de 1993 y a partir de 2008 incluido.

5. Los valores y la evolución de la ratio de endeudamiento de las empresas grandes son similares a los de las empresas en general. Las empresas grandes se mueven en la mayor parte del tiempo en un entorno de un valor de la ratio mayor que 1,5, incluso aproximándose a 2 en algunas épocas (1993 y antes de la crisis actual). Las empresas medianas parece que se mueven cerca pero por debajo del 1,5, salvo épocas excepcionales. La posición de las empresas pequeñas, parece estar por encima del 1,5 la mayor parte del período de análisis pero sin aproximarse al 2, aunque en estas empresas dicha ratio se posiciona claramente por debajo del 1,5 en los últimos años de dicho período de análisis.

6. Observado las ratios máximas y mínimas, parece que las empresas grandes han llegado a estar más apalancadas que las empresas medianas y pequeñas mientras que las empresas pequeñas han llegado a estar más apalancadas que las medianas. Las empresas medianas parecen tener una composición de la estructura financiera más estable en el tiempo que las empresas grandes y pequeñas, y en estas últimas parece que la tendencia

es a ganar peso el patrimonio neto (al menos en la última década). En los tres tipos de empresas, disminuye la ratio de endeudamiento con la crisis económica actual.

7. Si se considera que una ratio óptima de endeudamiento es la que equilibra los recursos propios y ajenos, es decir, con un valor en torno a 1, las empresas españolas en general estarían sobreendeudadas durante el período de análisis. Esto también se aplica a las empresas grandes y en la mayor parte del período de análisis a las empresas pequeñas, no estando tan claro en el caso de las empresas medianas.

8. Desde el inicio de la serie en 1991 hasta 2001 incluido, salvo en 1993, el valor de la deuda con coste de las empresas españolas en general siempre ha estado por debajo del valor del patrimonio neto, aunque con valores muy distintos, y a partir de 2002 incluido ha pasado a estar por encima. Los valores mínimos de la ratio de endeudamiento con coste se alcanzan en 1996 y 1997 mientras que el valor máximo se alcanza en 2008. En épocas de bonanza, las empresas suelen financiarse más con deuda con coste en proporción al patrimonio neto, mientras que se inicia un proceso de desapalancamiento en épocas de crisis como sucedió después de 1993 y después de 2008.

9. La proporción de la deuda con coste sobre el total de la estructura financiera no tiene las mismas tendencias de la ratio de endeudamiento con coste para todos los años del período de análisis: en años de expansión internacional del crédito, la ratio de endeudamiento con coste inicia una tendencia creciente en 2004, mientras que la proporción sobre la estructura financiera decrece en dicho año y en el siguiente por efecto de la deuda sin coste, y en 2009 y 2010 (años de crisis), la ratio decrece y la proporción se puede decir que por lo menos crece en uno de los años.

10. La deuda con coste a largo plazo nunca llega a alcanzar los niveles del patrimonio neto en el período de análisis. En 2009 y 2010, la ratio de endeudamiento

con coste a largo plazo (calculada como se indicó en el apartado 5.2) parece que tiende a crecer. Por su parte, la deuda con coste a corto plazo nunca ha llegado a valer ni la mitad de lo que valía el patrimonio neto y la ratio de endeudamiento con coste a corto plazo sí parece decrecer en 2009 y 2010 como lo hace la ratio del conjunto de la deuda con coste. De ser correctos dichos movimientos de 2009 y 2010, en principio supondría mayor estabilidad para las empresas, debido a que se reduce la proporción de la deuda con coste con respecto al patrimonio neto mediante la reducción de la de corto plazo, aumentando a la vez la de largo plazo, que es una fuente de financiación más estable que la de corto plazo.

11. Para el agregado del total empresas, todo parece indicar que la revalorización de balances de 1996 ha tenido una influencia significativa en las ratios de endeudamiento correspondientes, lo que pone de manifiesto como una norma cambia la situación de las empresas de manera artificial. Por su parte, el aumento de las provisiones en 1998 también influye en la ratio de endeudamiento que las incluya, y puede deberse a provisiones de personal de empresas de mayor tamaño obligadas por una norma.

12. Sobre la financiación de entidades de crédito, se puede decir que ha ido perdiendo peso en la estructura financiera después de 1992 hasta 2001 incluido, incrementándose de forma importante en 2005 y 2006, influyendo significativamente la de 2006 en la subida de la proporción de la deuda con coste del mismo año. De esto se deriva, que el aumento de la proporción de la deuda con coste en años relacionados con la entrada en el euro ha sido causada por otro tipo de deuda con coste, mientras que en la última etapa de bonanza económica del período de análisis, sí parece tener una influencia significativa en dicha proporción el crecimiento del peso de la financiación de entidades de crédito.

13. Desde 1991, el montante de la deuda total experimentó descensos en 1996 y 2009 y la deuda con coste en 1994, 1995, 1996 y 2009, aunque nunca llegaron a niveles de 1991; sin embargo, la estructura financiera sólo ha descendido en 2009. Los movimientos de sus variaciones acumuladas, a grosso modo, son parecidos, pero la mayor parte del tiempo está por encima el crecimiento acumulado de las deudas. Los crecimientos acumulados más intensos de las deudas tienen lugar, al igual que para la estructura financiera, en períodos relacionados con la entrada en el euro y con la expansión internacional del crédito. Destacan los crecimientos interanuales de las deudas con coste, de un 40,97% en 1999 y un 34,76% en 2000, porcentajes muy distintos a los de la deuda total y estructura financiera en dichos años, a pesar de que estos también fueron muy importantes.

14. Si no fuera por los años 1992 y 1993, se podría decir que las únicas tasas positivas de crecimiento interanual del montante de los intereses se producen en años de *boom* del crecimiento acumulado de las deudas. Las tasas de crecimiento son muy variopintas como la tasa del 2000 del 44,45%, la de 2007 del 38,46% o la del 2009 que es del -31% y que está causada por la caída en este año de los tipos de interés un 31,27%. Por tanto el montante de los intereses no ha sido una variable nada estable ya que así también lo pone de manifiesto el crecimiento acumulado. Por otra parte, en 2001 se supera el montante de intereses de principios de los 90, después de estar desde 1994 a 2000 incluidos por debajo del nivel de 1991, debido a la mayor cantidad de deuda ya que los tipos de interés están más bajos.

15. El tipo medio de interés aplicado a las empresas ha descendido de forma importante en la década de los 90 y se ha mantenido así durante la primera década del nuevo siglo, alcanzándose el tipo más bajo de toda la serie en 2010, con un valor de 3,27%. Si se considera que los tipos de interés de referencia euríbor y míbor siguen

indirectamente los pasos de la política monetaria, se puede decir que la bajada de los tipos medios ha sido promovida por las autoridades monetarias, ya que dichos tipos medios de las empresas tienen como referencia de algún modo al euríbor y al míbor. Los tipos bajos son buenos para minorar la carga financiera de las empresas (sobre todo en épocas de crisis) y para estimular su crecimiento, pero las consecuencias negativas consistieron en que también se ha estimulado el sobreendeudamiento.

16. Los tipos de interés bajos de finales de los 90 y mediados de los 2000 parece que animan el crecimiento de la deuda con coste, y una vez avanzados los períodos de fuerte incremento del crecimiento acumulado de la deuda (principios de los 2000 y años previos a la actual crisis), los tipos interés tienden a crecer, pudiendo decirse de algún modo que se cumple la ley de la oferta y la demanda, sin tener en cuenta cómo ha influido la política monetaria.

17. Se puede decir que hasta 1993 incluido, además de en las dos épocas del *boom* del crecimiento de la deuda y en la crisis actual, el valor de la producción, el VABCF, el REBE y el RENE han evolucionado de forma que el valor de la deuda total y de la deuda con coste siempre han ido ganando peso con respecto al valor de dichas rúbricas. Por otra parte los valores más bajos del peso de la deuda se alcanzan sobre mediados o segunda parte de los años 90 mientras que los más altos, a finales del período de análisis en plena crisis actual. Sin embargo la deuda parece que ha perdido peso después de la recesión 1993 y después de 2002. En definitiva, parece que las empresas no han incrementado la productividad lo suficiente en partes del período de análisis, con respecto a la deuda.

18. Los gastos de personal respecto al VABCF han sido contraproducentes en 2008 y 2009 ya que han contribuido a elevar el valor del porcentaje de deuda (total y con coste) sobre REBE, mientras que en 2010 pasaron a ser favorables ya que

contribuyeron a moderar el valor del porcentaje. Por su parte las amortizaciones netas y el deterioro y provisiones de explotación respecto al REBE también han sido contraproducentes en 2008 y 2009 ya que han contribuido a elevar el valor del porcentaje de deuda sobre RENE.

19. Si se considera que no hay problemas cuando la ratio de cobertura de intereses, calculada con el resultado antes de intereses e impuestos, toma valores superiores a 3, las empresas españolas en su conjunto no tendrían problemas en 11 de los 20 años del período de análisis. Después de la recesión de 1993 la ratio inicia una tendencia creciente hasta volver a entrar en 1999, año de entrada en el euro, en una tendencia decreciente, por lo que el importante crecimiento acumulado de la deuda de estos años no ha ido acompañada por una evolución proporcional del resultado con el montante de intereses. En años centrales de la década de los 2000, la ratio toma unos buenos valores llegando incluso a superar el 5, coincidiendo con la bonanza económica. Por su parte, en la crisis actual, sólo se ha incumplido la recomendación del valor superior a 3 en 2008, ya que en 2009 se vuelve a cumplir por influencia significativa de la bajada de los tipos de interés.

20. Los FPI han contribuido al crecimiento de las empresas (entendiendo que crecieron por encima del tamaño de dichas empresas) en dos contextos económicos diferentes: de 1994 a 1997 incluidos, años en que la ratio de endeudamiento y la ratio de endeudamiento con coste decrecen y/o alcanzan de los valores más bajos y entre 2003 y 2007 incluidos (o 2006 si se tienen en cuenta los ajustes por cambios de valor), años en que han crecido dichas ratios de endeudamiento y/o el montante de la deuda, salvo en 2003 en que han decrecido las ratios de endeudamiento comentadas. Esto ayudó a mejorar o a empeorar en menor medida las ratios de endeudamiento en dichos años.

21. En definitiva si se consideran como las ratios más importantes la ratio de endeudamiento y la ratio de cobertura de intereses, las empresas españolas en su conjunto estarían sobreendeudadas durante los 20 años del período de análisis según la primera ratio, y sólo 9 años de los 20 según la ratio de cobertura de intereses. A grosso modo, en los 90 coinciden bastante bien los períodos en que ambas ratios mejoran o empeoran su valor, mientras que en los 2000 no se puede decir lo mismo, ya que por ejemplo en el 2004, 2005 y 2006, años en que la ratio de cobertura de intereses ha mejorado y/o mantenido su valor en niveles buenos, la ratio de endeudamiento ha empeorado debido a la expansión internacional del crédito. Por otra parte, al contrario de lo que pudiera parecer, las empresas han tenido en esos tres años como una fuente de crecimiento a la autofinanciación de enriquecimiento, posiblemente debido a la buena marcha de la economía.

REFERENCIAS

- Archel Domench, P., Lizarraga Dallo, F., Sánchez Alegría, S. y Cano Rodríguez, M. (2012). *Estados contables. Elaboración, análisis e interpretación* (4ª edición). Madrid: Pirámide.
- Cuñat, V. (1997). Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas. Disponible en <ftp://ftp.cemfi.es/mt/97/t9708.pdf>
- Departamento de Mercados Financieros del Área de Estudios y Análisis Económico de La Caixa (2012). Endeudamiento empresarial: primar la prudencia y asegurar la liquidez. Disponible en http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201204box_esp.pdf
- Fraile Izquierdo, A. y Martínez Carrascal, C. (2010). El endeudamiento de las sociedades no financieras españolas. Evolución temporal y comparación con el área del euro. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/10/May/Fich/art3.pdf>
- Garrido Miralles, P. e Íñiguez Sánchez, R. (2012). *Análisis de estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera* (2ª edición). Madrid: Pirámide.
- Jódar Rosell, S. y Martínez Carrascal, I. (2012). El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas? Disponible en http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/201204box_esp.pdf
- Nadal, A. (2012). La crisis y su impacto en el endeudamiento de las empresas españolas. Disponible en

http://www.clubgestionriesgos.org/es/jornadas/undecimas_jornadas/programa/2.

[1 La crisis y su impacto en el endeudamiento de las empresas españolas..](#)

[ppt](#)

- Rivero, J. (2002). *Contabilidad financiera*. Madrid: Edisofer s.l.

FUENTES DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 4.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 4.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 4.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA y BE/RM

Gráfico 4.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA y BE/RM

Gráfico 4.5: Elaboración propia a partir de datos de CBA y BE/RM

Gráfico 5.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.5: Elaboración propia a partir de datos de BE/RM

Gráfico 5.6: Elaboración propia a partir de datos de BE/RM

Gráfico 5.7: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.8: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 5.9: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 6.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 6.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 6.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 6.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.5: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 7.6: Elaboración propia a partir de datos de CBA y Banco de España

Gráfico 8.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.5: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.6: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.7: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 8.8: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 9.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 9.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 10.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 10.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Gráfico 10.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 2.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA y BE/RM

Cuadro 2.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 2.3: Elaboración propia a partir de datos de BE/RM

Cuadro 2.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 2.5: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 5.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA y BE/RM

Cuadro 5.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 6.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 8.1: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 8.2: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 8.3: Elaboración propia a partir de datos de CBA

Cuadro 8.4: Elaboración propia a partir de datos de CBA