



CIIF

Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 08/6

Enero, 2008

EL ACCESO A LA FINANCIACION INTERNACIONAL DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

José Manuel Campa

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2007 IESE Business School.

EL ACCESO A LA FINANCIACION INTERNACIONAL DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

José Manuel Campa¹

Resumen:

Este artículo revisa tres aspectos fundamentales del proceso de acceso a la financiación de las empresas españolas, principalmente las no financieras. En la primera parte se revisa la evolución de la integración financiera en Europa en los distintos segmentos del sector financiero al que tienen acceso las empresas. En la segunda parte se revisa la evolución del entorno macroeconómico y mundial que permite a las empresas el acceso a la financiación internacionalmente. La tercera parte revisa la evolución de la estructura de financiación y el coste de financiación de las empresas no financieras españolas.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra de Dirección de Instituciones Financieras y Gobierno Corporativo, IESE

Palabras clave: intermediación financiera, integración de los mercados financieros, coste de financiación.

EL ACCESO A LA FINANCIACION INTERNACIONAL DE LA EMPRESA ESPAÑOLA¹

Introducción

El proceso de integración internacional de la economía española ha tenido consecuencias muy amplias en la capacidad de acceder a la financiación de las empresas españolas. La creación del euro, la integración de los mercados de capitales de deuda y recursos propios, y la capacidad de gestión del sector financiero español, y en particular las entidades bancarias, han hecho que las empresas españolas tengan cada vez más acceso a financiación en los mercados internacionales a precios históricamente bajos y muy competitivos dentro del entorno internacional en el que nos movemos.

Este artículo revisa tres aspectos fundamentales del proceso de acceso a la financiación de las empresas españolas, principalmente las no financieras. En la primera parte se revisa la evolución de la integración financiera en Europa en los distintos segmentos del sector financiero al que tienen acceso las empresas. En la segunda parte se revisa la evolución del entorno macroeconómico y mundial que permite a las empresas el acceso a la financiación internacionalmente. La tercera parte revisa la evolución de la estructura de financiación y el coste de financiación de las empresas no financieras españolas.

La integración financiera en Europa

El mercado financiero europeo se caracteriza por ser un mercado muy segmentado con grados de integración internacional muy altos en ciertos productos, como pueden ser los mercados de renta fija y la banca de inversión, conviviendo con otros segmentos y/o mercados nacionales en los que la penetración internacional es prácticamente inexistente. En un extremo del espectro tenemos los mercados de renta fija, tanto de gobiernos como de corporaciones privadas grandes. Este ha sido un mercado que ha experimentado un grado de integración muy alto durante los últimos años. La creación del euro, con la consiguiente eliminación del riesgo cambiario en Europa y el incremento de la liquidez que supuso acceder a un mercado más grande, ha resultado en un incremento sustancial en las emisiones de deuda, principalmente por corporaciones privadas, en la nueva moneda. La integración de este mercado ha llevado a una convergencia en tipos de interés y a un descenso sustancial del coste efectivo de financiación en dichos mercados.

En los mercados de renta variable –las bolsas–, esta integración se está produciendo de una forma más paulatina. La internacionalización de los mercados primarios de renta variable, las salidas a bolsa, no ha progresado sustancialmente. Las ofertas públicas de adquisición se siguen haciendo fundamentalmente en los mercados de valores nacionales, con alguna excepción en

¹ Este artículo ha sido preparado para su publicación en «Claves de la economía mundial», 2007.

sectores concretos como el tecnológico. Si se ha producido un cambio sustancial en cuanto a la oferta de inversores que acuden a estas salidas a bolsa. Aunque las salidas se hagan en los mercados bursátiles nacionales, la demanda de títulos tiene cada vez más un componente internacional importante, principalmente inversores institucionales como son los fondos de inversión. Esta demanda refleja la alta tasa de internacionalización existente en las carteras y solicitada cada vez más por los inversores que participan en los mercados de renta variable. Por ejemplo, la inversión extranjera en acciones de sociedades cotizadas suponía a mediados de 2006 el 57% del total. El peso de la inversión extranjera en la bolsa española ha estado alrededor del 50% durante los últimos tres años (en el año 2003 suponía el 49,4%). Por el lado del ahorro, los inversores españoles mantienen el 39% de su inversión en renta variable en acciones de empresas españolas, y casi la misma cantidad, un 33,5%, en renta variable de otros países de la zona euro. El predominio de los mercados nacionales por el lado de la oferta refleja un exceso de mercados bursátiles en Europa, con regulaciones específicas y situaciones particulares, que hacen difícil las transacciones grandes de empresas a nivel europeo. Esto dificulta la realización de operaciones de compras y fusiones internacionales dentro de la zona euro. La simplificación de estas operaciones mediante la existencia de una regulación común o de unos principios básicos aplicables a nivel europeo es una de las claras asignaturas pendientes en la integración financiera en Europa y en la que el progreso ha sido muy débil.

Un tercer segmento de la integración financiera europea se refiere al proceso de integración y consolidación bancaria. La preponderancia del sector bancario en la intermediación financiera a las empresas en Europa es muy acusada y, por tanto, su integración juega un papel crucial en la integración del sistema. Dentro del mercado bancario conviene distinguir entre dos segmentos: la banca de inversión y la banca comercial. El primero es un segmento altamente integrado a nivel mundial, que opera principalmente desde los grandes centros financieros del mundo, y dominado mayoritariamente por bancos americanos. No existe ningún banco de la zona euro que compita entre los diez primeros dentro de esta liga.

La mayoría de los bancos europeos prefieren un modelo más orientado a la banca universal, multiproducto y multiservicio, con mayor estabilidad de crecimiento y de beneficios que la variabilidad que experimentan los grandes bancos de inversión. Es dentro de la banca comercial donde la integración internacional tiene aún mucho camino por andar. A pesar de la sensación de ser un sector altamente integrado internacionalmente, no existe en él ningún banco con un grado de internacionalización similar al de empresas líderes en otras muchas industrias como la automovilística, bienes de consumo u otras. Los bancos existentes tienen posiciones nacionales o con ámbito regional, como el caso de los grandes bancos españoles en el continente americano, pero no existe un posicionamiento supranacional claro. Una medida de esta falta de integración es la cuota de mercado mundial controlada por las cinco mayores empresas de un sector. Mientras que en banca de inversión es del 90%, en la industria farmacéutica del 70% y en las de bebidas no alcohólicas o la del automóvil rondan el 50%, en banca corporativa esta cuota es del 33%, y en banca minorista es todavía menor.

La oferta de compra por parte del Grupo Santander del banco Abbey en el verano de 2004 abrió el debate en Europa sobre la capacidad de integración del mercado financiero más allá de sus fronteras nacionales. En los dos años transcurridos desde entonces hemos observado varias operaciones corporativas transnacionales, no todas ellas exitosas, pero que han puesto de manifiesto la fragmentación del mercado y las dificultades con las que las instituciones se encuentran para integrarse dentro del mercado europeo. Europa ha seguido un proceso de consolidación y concentración muy importante dentro de la banca comercial durante la última década. Sin embargo, este proceso tiene tres características especiales: responde a una tendencia

mundial en el sector más que a un proceso de integración en Europa, se ha cimentado principalmente dentro de fronteras nacionales y todavía está lejos de reflejar una estructura bancaria homogénea en Europa.

La tasa de compras e integración de empresas dentro del sector bancario en Europa ha seguido un proceso similar al que ha ocurrido en el resto del mundo. Los bancos europeos han copado una cuota inferior al 30% del volumen total de las operaciones mundiales en el sector durante la última década, excepto en el año 2002, y durante los dos últimos años esa cuota ha sido sustancialmente inferior. Además, las compras en el sector por bancos europeos no se han producido principalmente en Europa. Los bancos europeos han invertido más en fusiones fuera de la Unión Europea que dentro de ella. El caso de España es paradigmático, donde en la década de 1993 a 2003, sólo el 28% de las inversiones extranjeras en banca y servicios financieros fueron a la Unión Europea. Los bancos de otros Estados de la Unión Europea han seguido un patrón similar. Han invertido más en comprar bancos en Estados Unidos que en otros países de la Unión.

La segunda característica es que la mayoría de las transacciones relevantes dentro de la Unión Europea se ha producido entre bancos pertenecientes al mismo país de la Unión Europea. La integración paneuropea apenas se ha producido. La tercera característica de este proceso es que todavía refleja una estructura de intermediación bancaria muy heterogénea dentro de Europa. La estructura de los beneficios que genera la banca por producto en Europa difiere sustancialmente. Existen mercados, como el alemán, en los que los productos más tradicionales, como las cuentas corrientes, todavía suponen más del 50% de los beneficios de la banca, mientras que en los mercados anglosajones y nórdicos, estos productos suponen menos del 20% de los beneficios. Por contrapartida, la gestión de activos y del ahorro a largo plazo supone el 32% de los beneficios del sector financiero en Reino Unido y menos del 15% de los beneficios en Francia y Alemania. Esta heterogeneidad en la composición de las cuentas de resultados del sector refleja las diferencias subyacentes en el funcionamiento de los mercados bancarios nacionales dentro de Europa y supone una dificultad importante a la hora de desarrollarse la integración.

A pesar de esta fragmentación del sector bancario europeo, las empresas españolas cuentan con una ventaja diferencial con respecto a sus competidoras de otros países europeos. El sector bancario español es altamente eficiente, rentable y con capacidad de dirigir recursos financieros al sector productivo de la economía. El sector bancario español cuenta con la mayor rentabilidad sobre activos de los países de la zona euro, junto con Reino Unido, y con la segunda mejor ratio de eficiencia, después de Reino Unido, de la Unión Europea.

Factores que favorecen el acceso a la financiación

Esta efectividad del sector bancario español hace que el acceso a la financiación de las empresas no financieras españolas sea altamente competitivo. A esta efectividad del sector bancario se une un entorno macroeconómico de la zona euro y mundial de gran liquidez que facilita aún más el acceso al crédito. Existen distintos factores que han llevado a este entorno de liquidez mundial y dentro de la economía española.

El primero de ellos es la persistencia de bajos tipos de interés, a pesar de las recientes subidas de tipo de los bancos centrales, que han generado una gran facilidad de acceso al crédito en el sistema financiero mundial. Según estimaciones del Banco Central Europeo, la liquidez de las empresas no financieras europeas se ha incrementado en más de un 100% en los últimos tres

años. Esto es mucho dinero y las empresas lo usan, al menos en parte, para hacer adquisiciones. De enero a septiembre de 2006, el volumen de anuncios de fusiones y adquisiciones en el mundo se había incrementado en un 32% con respecto al mismo período del año anterior. En Europa, el incremento entre estos dos períodos fue del 37,7%. La correlación entre liquidez de las empresas y la cantidad de fusiones y adquisiciones que se financian con efectivo y deuda es muy alta. De 2004 a 2006, el volumen de fusiones y adquisiciones por sociedades no financieras de la zona euro financiadas con efectivo y deuda se ha incrementado en un 400%. Como ejemplo, sirvan las tomas de participación en empresas energéticas que se han producido en otoño de 2007 en España. Este exceso de liquidez, en parte, puede ser coyuntural, no sabemos cuánto durará, pero seguro que entraremos en otro ciclo donde el dinero barato (al menos en términos reales) sea cosa del pasado.

Entre los factores más estructurales se encuentran aspectos de configuración competitiva. Ha habido importantes cambios en el sector de la intermediación financiera y el acceso a la financiación. Las empresas de capital privado, los fondos de capital riesgo y similares están tomando un papel cada vez más activo. Estas empresas operan no sólo en empresas medianas que no cotizan en bolsa, sino que cada vez más han incrementado el tamaño de sus transacciones e invierten en empresas más grandes, e incluso en cotizadas. Este es un fenómeno que ocurre más allá de Europa. La cuota de estas empresas en el volumen de fusiones y adquisiciones mundiales se ha incrementado de menos del 4% en el año 2003 a superar el 18% en los nueve primeros meses de 2007. Pero es un fenómeno que afecta diferencialmente a Europa. En los nueve primeros meses de 2007, estas empresas han incrementado su actividad en Europa en un 42% con respecto al mismo período del año anterior.

Evolución del coste de financiación y la estructura de financiación en las empresas españolas

El coste de financiación de las empresas es una variable resumen que refleja la evolución del acceso a la financiación de las sociedades. La medición de este concepto para las sociedades se enfrenta a varias dificultades. Las empresas tienen una amplia gama de instrumentos de financiación (préstamos, emisiones de renta fija, acciones), cuyo precio puede evolucionar de forma diferenciada. Además, el coste de algunas de estas fuentes, como por ejemplo los recursos propios, no es explícito. Por tanto, la evaluación sistemática del coste de financiación de las empresas no es directa. Además, el coste de las distintas fuentes de financiación también afecta la estructura de financiación que la empresa desea utilizar. Su grado de endeudamiento, la estructura del mismo y su capacidad de pago, son variables determinantes para evaluar la situación financiera de la empresa.

Con respecto al coste de financiación de la empresa española, independientemente de las dificultades antes mencionadas, una cosa está clara: el coste ha bajado sustancialmente en la última década. Alonso y Marqués (2006) estiman que el coste de los recursos propios de las empresas no financieras españolas ha bajado de un 12% en el año 1996 a fluctuar en una banda entre el 6 y el 8% entre 2001 y 2004. En los dos últimos años se ha incrementado ligeramente a entre el 8 y el 9% debido principalmente al incremento en los tipos de interés (véase Figura 1).

La evolución del coste de financiación de las empresas no financieras españolas ha sido muy favorable en el contexto comparado internacional. Las empresas españolas han pasado de tener

un diferencial de coste adicional en sus recursos de casi el 2% con respecto de las empresas de la zona euro y de Estados Unidos en 1996, a encontrarse en niveles muy similares, e incluso en algunos momentos marginalmente inferiores, con respecto a sus principales competidoras de los países desarrollados en el último lustro. El coste medio ponderado de financiación de las empresas españolas ponderando el coste de cada fuente de financiación por su saldo en el balance de las entidades ha bajado sustancialmente y se encuentra actualmente un poco por encima del 6%, marginalmente superior al de las empresas de otros países del euro y por debajo del de las empresas de Estados Unidos.

Este descenso en el coste de los recursos de las empresas no financieras ha resultado en un incremento del grado de apalancamiento. Las sociedades no financieras españolas han incrementado su deuda como porcentaje de sus recursos generados (medidos como el resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros) en más de un 200% en la última década (véase Figura 2). Sin embargo, este incremento en la deuda no ha supuesto un incremento sustancial en su carga financiera debido al descenso del coste de financiación. Sí se observa que la carga financiera se ha incrementado en los últimos cinco años. Esto se debe principalmente a que ante la bajada inicial de tipos durante el último lustro del siglo pasado, las empresas no incrementaron su endeudamiento sustancialmente, con lo que la carga financiera se iba reduciendo. Sin embargo, en los últimos cinco años el incremento sucesivo del endeudamiento ha llevado a crecimientos de la carga financiera.

Es importante distinguir el crecimiento de la deuda por sectores productivos dentro de las empresas financieras. En los últimos cuatro años, el incremento del crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria ha estado creciendo a tasas por encima del 40% anual. En contraste, la tasa de crecimiento del crédito a otras actividades productivas lo hacía por debajo del 10%, excepto en el último año, en que ha crecido al 15% (Banco de España, 2006). En el año 2006, el crédito a la construcción y promoción inmobiliaria ya suponía el 50% del total del crédito concedido a actividades productivas. Por tanto, existe una diferencia sustancial entre el grado de apalancamiento de las actividades ligadas a la promoción y construcción inmobiliaria y de otras actividades no financieras. Así, según estimaciones de la Central de Balances del Banco de España, la carga financiera neta de las sociedades no financieras no vinculadas al sector inmobiliario o a la construcción apenas se ha incrementado.

Este incremento de la financiación apalancada de las empresas no financieras ha venido fundamentalmente del exterior. El saldo de los activos netos de las sociedades no financieras con respecto al exterior es negativo y supone aproximadamente el 25% del PIB. Este número no ha variado sustancialmente durante la última década, pero sí lo ha hecho de forma muy significativa su composición. A finales del siglo pasado, el saldo deficitario más importante venía determinado por las acciones. En neto, la tenencia de fondos propios por extranjeros de empresas españolas era muy superior al saldo de acciones de empresas extranjeras por españoles (de aproximadamente -20% del PIB). Este saldo neto ha disminuido en más de la mitad, siendo ahora superior al -5% del PIB. Por el contrario, el saldo neto de la deuda con el exterior de las empresas españolas era a noviembre de 2005 del -15% del PIB, un incremento de casi 10 puntos porcentuales con respecto a hace cinco años. En resumen, las empresas españolas han incrementado su apalancamiento gracias al menor coste de financiación que proviene de los mercados financieros internacionales.

Conclusiones

Las sociedades no financieras españolas han experimentado un descenso sustancial en su coste de financiación en la última década. Este descenso en el coste de financiación se debe fundamentalmente a tres factores: la integración de España en la Unión Monetaria Europea, la alta liquidez existente en los mercados mundiales y la mayor integración de los mercados financieros internacionales. El grado de integración de los mercados financieros internacionales no es homogéneo, y existe una menor integración en el sector de banca comercial, el intermediario principal para el acceso al crédito de la mayoría de las empresas españolas. Sin embargo, la eficiencia de nuestro sector bancario ha facilitado la canalización del crédito hacia actividades productivas, sobre todo de construcción y de promoción inmobiliaria.

Este descenso en el coste de financiación ha estado unido a un incremento en el grado de endeudamiento de las empresas financieras. Este incremento ha sido grande en cuanto al volumen de deuda de las empresas, pero no ha incrementado sustancialmente su carga financiera con respecto a la de hace una década debido al descenso en el coste de financiación. Este incremento en el endeudamiento se ha producido gracias a la facilidad de acceder a los mercados financieros internacionales y está siendo cubierto fundamentalmente con incrementos en el endeudamiento neto exterior de nuestra economía.

Referencias:

Sánchez, Alonso y Marqués Sevillano (2006), «Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, págs. 43-50.

Banco de España (2006), «Informe de Estabilidad Financiera», noviembre.

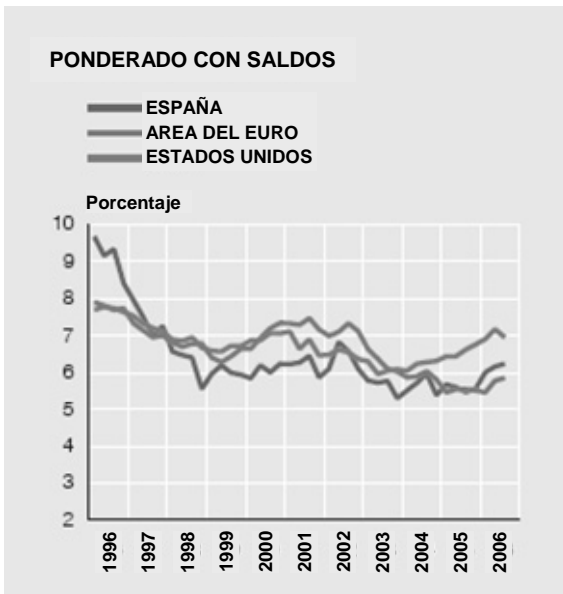
Maza, L. A. y A. del Río (2006), «La financiación del déficit exterior de la economía española», *Boletín económico del Banco de España*, Banco de España, marzo, págs. 73-84.

Figura 1:

A.- Coste de financiación de las empresas no financieras españolas por tipo de recurso



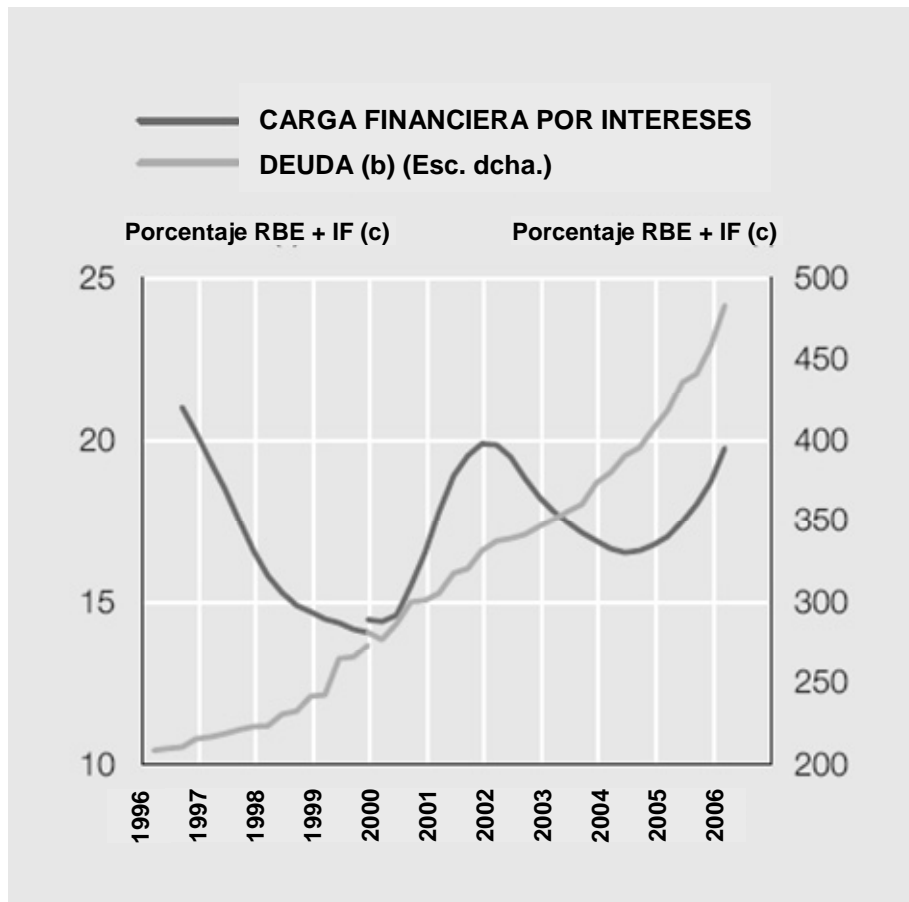
B.- Comparativa internacional del coste de financiación de empresas no financieras



Fuente: Alonso y Marqués (2006).

Figura 2:

Posición de endeudamiento de las empresas no financieras españolas (a)

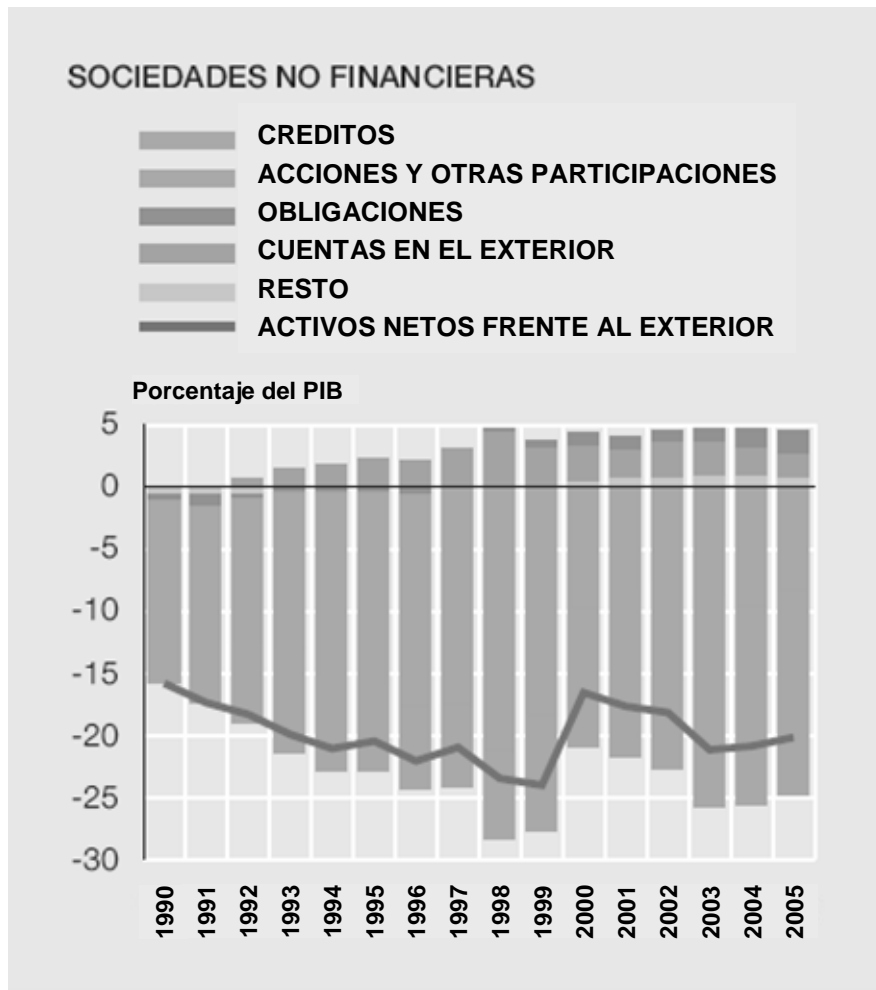


Fuente: Banco de España (2006).

- (a) Existe un cambio metodológico en el año 2000 que produce una discontinuidad.
- (b) Recursos ajenos con coste.
- (c) RBE+IF= Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

Figura 3:

Activos netos frente al exterior: sociedades no financieras



Fuente: Maza y del Río (2006).