

# Qué supone el nuevo entorno monetario para la financiación empresarial en España



**Javier Santacruz Cano**

Profesor Colaborador Instituto BME

## Resumen

El presente artículo trata de analizar la situación actual de las condiciones financieras de las empresas en España ante la normalización de los tipos de interés y la acción de la política monetaria para frenar la inflación. Tanto en la actualidad como en los próximos meses, las empresas se enfrentan a un escenario de restricciones en la financiación tras años de saneamiento de sus balances y aprovechamiento de una situación inédita en los costes de financiación. Su preparación previa y la diversificación en sus fuentes de financiación son los elementos clave para gestionar razonablemente las incertidumbres futuras a la espera de una recuperación vigorosa del crecimiento económico a partir de 2024-2025.

## Palabras Clave

Política monetaria, tipos de interés, crédito bancario, restricción financiera, coste de capital

## Introducción

La reaparición de la inflación como preocupación fundamental tanto para la macroeconomía como para la estabilidad financiera, ha puesto fin a una larga época de tipos de interés históricamente bajos. Tal como recuerda en su famoso gráfico el economista Andy Haldane (actualmente en el Banco de Inglaterra y previamente en Bank of America Merrill Lynch<sup>1</sup>), nunca se había llegado a unos mínimos de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo, y no sólo eso, sino de manera tan prolongada en el tiempo.

Desde este escenario base, la acción de la política monetaria para controlar la evolución de los precios se está traduciendo en un incremento sostenido de los costes de financiación, así como de los flujos de financiación hacia la economía real. Poner fin a más de una década de facilidad monetaria sin precedentes no está siendo nada fácil, menos aún tomando en consideración los problemas que se solapan a la ola inflacionista como son varios eventos geopolíticos conflictivos (como es el caso de la invasión rusa de Ucrania o el rebrote de las tensiones nunca resueltas entre China y EE. UU), la salida de la pandemia de 2020 o la profunda reestructuración que se está viviendo en los sectores tecnológicos, entre otros. Por si fuera poco, recientemente se ha sumado la inestabilidad financiera en los mercados de capitales provocada por los problemas de liquidez y solvencia de varias entidades norteamericanas y europeas, varias de ellas acabando

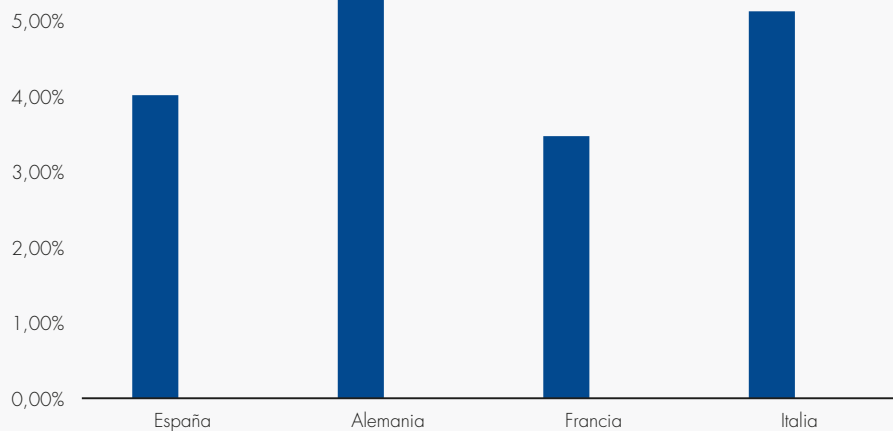
en un proceso de quiebra ordenada.

En los próximos meses se verá la capacidad de los bancos centrales para embridar la inflación y, al mismo tiempo, mantener un escenario equilibrado alejado de tensiones por liquidez y solvencia en los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Especialmente, el Banco Central Europeo (BCE) tiene una tarea compleja en este sentido, dada la considerable heterogeneidad entre los tipos de interés que requieren las diferentes economías que conforman la Eurozona. Mientras que para el promedio de los próximos tres años el tejido productivo de Alemania o Italia requiere de tasas de interés sustancialmente más elevadas (por encima del 5%), economías como la española o la francesa no pueden ir más allá de entre el 3,5% y el 4% sin que no se produzca una tensión relevante en materia de crecimiento y flujos de financiación.

Dado que el actual nivel de los tipos de interés oficiales se sitúa muy próximo al nivel de tolerancia de la economía española al precio del dinero, en los próximos meses es probable que se produzcan más restricciones financieras conforme la facilidad marginal de crédito escale algunos puntos básicos adicionales hasta el momento en que el BCE declare en firme cuál es su tipo de interés terminal. Éste es el marco monetario y financiero básico del que parte una necesaria disquisición sobre las perspectivas financieras para las empresas en España en el presente y en el más inmediato futuro.

<sup>1</sup> [https://static.seekingalpha.com/uploads/2021/5/14/saupload\\_BofA\\_rates\\_5000\\_041521.png](https://static.seekingalpha.com/uploads/2021/5/14/saupload_BofA_rates_5000_041521.png)

**Gráfico 1: Estimación del tipo de interés requerido para cada economía (en %)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea, BCE y BIS<sup>2</sup>.

### **Análisis del impacto sobre la financiación de la última década de políticas monetarias expansivas hasta la actualidad**

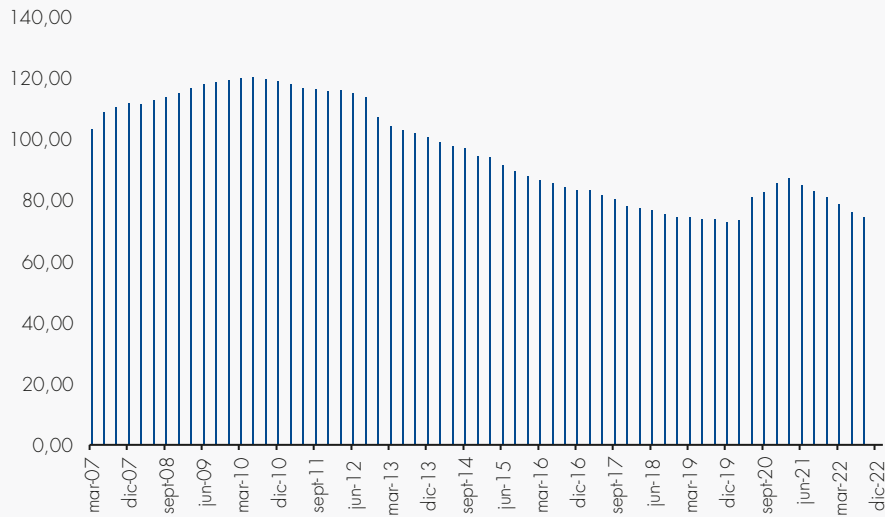
Desde la salida de la crisis financiera de 2007-2008, el tejido productivo en España ha llevado a cabo un intenso proceso de reducción de su endeudamiento, al mismo tiempo que las condiciones de financiación se iban flexibilizando hasta el punto de alcanzar costes históricamente bajos. En este sentido, la necesaria operación de desapalancamiento empresarial ha sido un proceso anticíclico con respecto a los tipos de interés y abundancia de liquidez para la mayoría de las empresas que partían de unos niveles de deuda elevados. Aunque también existen otras empresas que no partían de un nivel

elevado de deuda y que durante la última década han aprovechado las buenas condiciones financieras para expandirse, acudiendo tanto a la financiación vía entidades de crédito como en los mercados de capitales.

Así, desde el máximo marcado en junio de 2010, la ratio de deuda sobre PIB de las sociedades no financieras en España ha descendido del 119,9% hasta el 74,3%, con una trayectoria continuada descendente hasta la pandemia, y desde el primer trimestre de 2021 de nuevo profundizando en su bajada. De este modo, las empresas (y también los hogares) han contribuido decisivamente a amortiguar el crecimiento del endeudamiento público en el mismo período, dejando la ratio total de deuda de la economía española en un nivel similar a la salida de la crisis de 2007-2008.

<sup>2</sup> Realizado a partir de la estimación de la regla de Taylor para cada país. Cálculo propio a partir de los datos del BCE, INE, Eurostat y Comisión Europea.

**Gráfico 2: Evolución de la ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras (en % del PIB)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España

Este proceso de reducción de la deuda ha sido posible por la acción simultánea de tres factores: primero, la amortización de pasivos vivos; segundo, un menor recurso al crédito bancario (menor cuantía de nuevas operaciones crediticias) y tercero, una reducción extraordinaria de los costes de financiación. Aquí pueden distinguirse tres etapas bien diferenciadas:

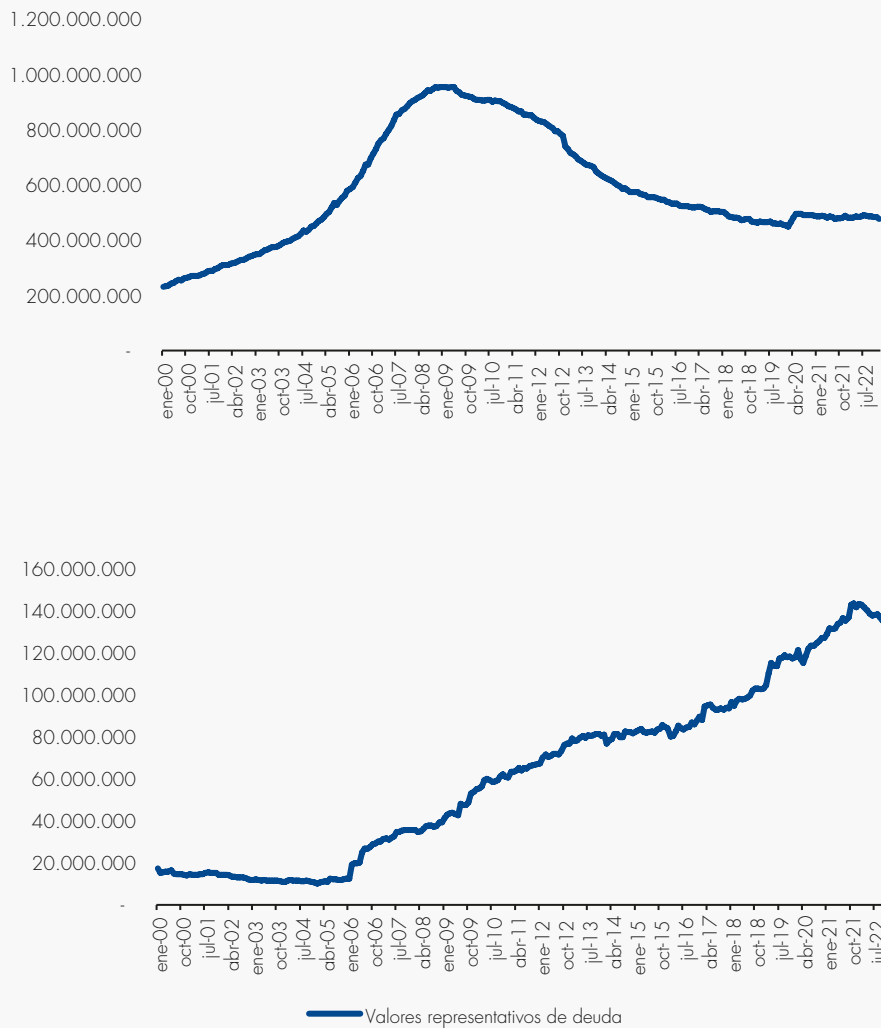
- a) Etapa 1: desde la crisis de 2007-2008 hasta febrero de 2020
- b) Etapa 2: desde marzo de 2020 hasta diciembre de 2021
- c) Etapa 3: desde enero de 2022 hasta la actualidad

En este sentido, en la primera fase de estos años anteriores, el recurso a préstamos de las empresas con entidades de crédito se redujo en 505.643 millones de euros entre abril de 2009 (donde marcó máximos históricos) hasta febrero de

2020, según los datos publicados por el BCE y recogidos por el Banco de España. El volumen total de préstamos concedidos rozó el billón de euros entre los meses de noviembre de 2008 y marzo de 2009.

En paralelo, una proporción significativa de empresas empezó a buscar una mayor diversificación de sus fuentes de financiación acudiendo a los mercados de capitales vía emisión de títulos-valor de deuda. En el mismo período en que se redujo en más de medio billón de euros el volumen total de préstamos, la financiación vía valores representativos de deuda creció en 77.454 millones de euros. Es una proporción aún reducida con respecto al total, pero es un buen indicador de cómo en los últimos años ha aumentado la capacidad de las empresas para emitir bonos e instrumentos de deuda análogos para cubrir sus necesidades de financiación.

**Gráficos 3 y 4: Evolución de los préstamos de entidades de crédito (izq.) y valores representativos de deuda de las sociedades no financieras (der.) (en miles de euros)**

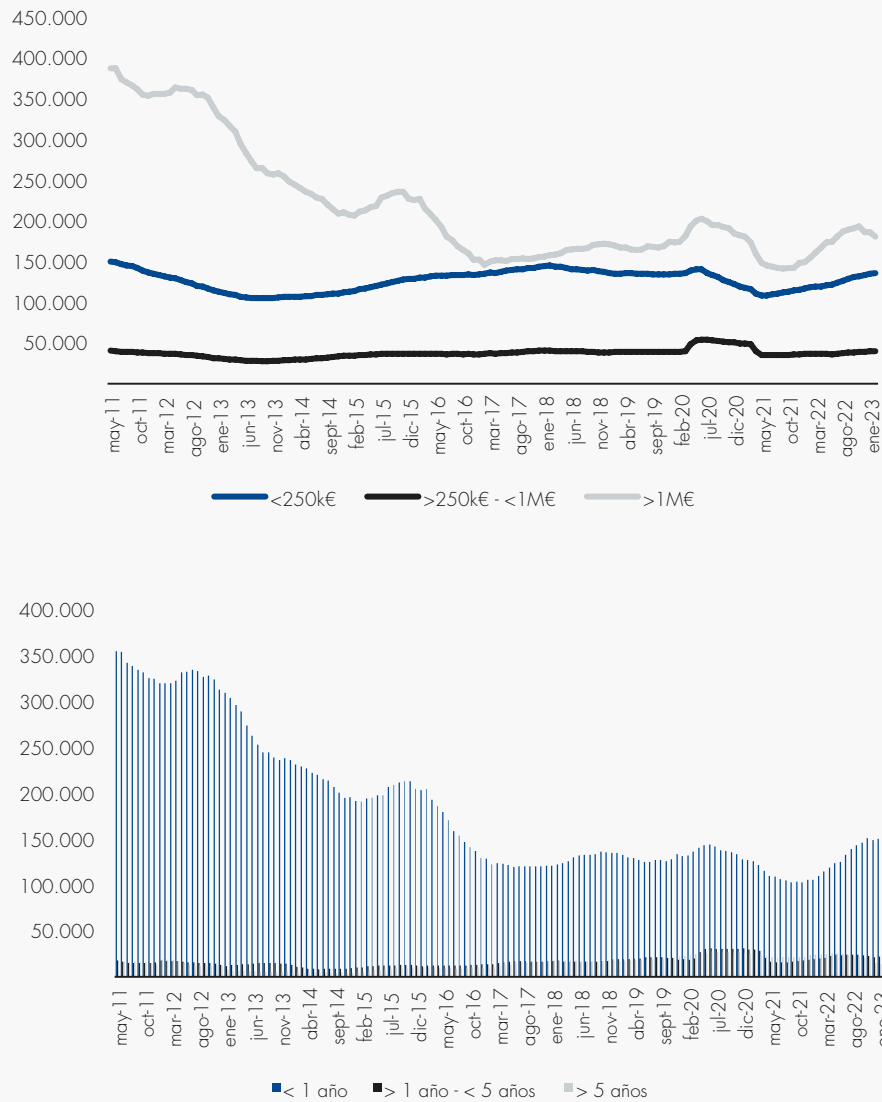


FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco Central Europeo

Mientras tanto, las nuevas operaciones de crédito en términos anuales bajaron desde 577.897 millones de euros anuales en mayo de 2011 a 347.707 millones en febrero de 2020, un volumen muy inferior a las amortizaciones de préstamos existentes. En un análisis por cuantías de préstamo, la gran mayoría en 2011 son operaciones de más de un millón de euros y con un vencimiento inferior a un año.

Predomina, por tanto, la financiación a corto plazo con volúmenes estables de financiación durante todo el período de menos de 250.000 euros y entre 250.000 euros y un millón. Aunque en los últimos años se ha producido un incremento sostenido de la financiación bancaria a más de 5 años (8.900 millones antes de la pandemia).

**Gráficos 5 y 6: Importe anual de las nuevas operaciones de crédito por cuantía individual de crédito (izq.) y Clasificación de las operaciones de más de un millón de euros por vencimiento (der.) (media móvil 12 meses, en millones de euros)**



FUENTE: Elaboración propia a partir del Banco de España

El tercer factor que completa este análisis es la paulatina reducción de los tipos de interés aplicados a la financiación empresarial, tanto en términos medios del saldo vivo como de las nuevas operaciones. Así, el tipo de interés medio ponderado del

saldo vivo de crédito a sociedades no financieras ha descendido desde el 3,9% en noviembre de 2011 hasta el 1,77% previo a marzo de 2020. De igual modo, el TEDR (Tipo Medio Ponderado) de las nuevas operaciones ha descendido significativamente

**Gráfico 7: Tipo medio ponderado (TEDR) de las nuevas operaciones de crédito y saldo vivo (en %)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España

Todo el análisis y cálculos realizados hasta este punto llegan hasta el mes previo a la pandemia, ya que ésta supuso un giro radical desde el punto de vista de la financiación empresarial. En este sentido, los mecanismos de ayudas públicas para compensar el enorme coste para el tejido productivo de las medidas para detener la expansión del COVID-19 fueron el elemento de giro de la composición financiera de las empresas españolas (Fase 2).

Mecanismos como los créditos avalados por el ICO, así como las facilidades financieras dadas por las propias entidades y otras promovidas por el sector público, provocaron que, en los dos trimestres en que se dio la peor situación de la pandemia, el volumen de préstamos bancarios aumentara en 40.133 millones, unas emisiones de deuda de 5.715 millo-

nes y nuevas operaciones de crédito por importe de 49.256 millones de euros. A partir de ese momento, el volumen de préstamos bancarios se mantuvo estable en torno a los 475.000 millones de euros y las emisiones de valores representativos de deuda superaron los 140.000 millones de euros en diciembre de 2021.

Esta canalización del dinero hacia el mercado tan rápida y en tan poco tiempo es uno de los factores fundamentales que está detrás del actual fenómeno inflacionista<sup>3</sup>. Como todo proceso acelerado de subida de los precios, siempre existe uno o varios detonantes que sirven para revelar tensiones de fondo que o no estaban bien diagnosticadas, o bien intencionadamente no se les estaba prestando atención. Durante años, la inflación apenas existió porque el crecimiento del dinero en circulación

<sup>3</sup> Borio, C., B. Hofmann and E. Zakrajšek (2023): "Does money growth help explain the recent inflation surge?", *BIS Bulletin*, n° 67, January 2023. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull67.pdf>

(medido por su agregado monetario más ancho, la M3) era compensado con una caída importante de la velocidad de circulación del dinero (V), tal como puede inferirse a partir de los datos publicados por el BCE<sup>4</sup>. Esta tendencia se revierte después de la pandemia hasta la actualidad, multiplicando el efecto inflacionista sobre la economía real.

Desde diciembre de 2021 hasta la actualidad (Fase 3), es muy notable el cambio en las condiciones financieras: la subida de tipos de interés ha llevado a que el coste medio ponderado de las nuevas operaciones pase de un 0,83% en febrero de 2022 (colateralmente la fecha en que comienza la guerra en el Este de Europa) a un 3,87% en febrero de 2023. En sólo un año, el coste ha aumentado en 300 puntos básicos, llevando el coste medio del saldo vivo al 3,11% según el último dato publicado por el Banco de España (también correspondiente a febrero de este año).

Por su parte, el importe de las nuevas operaciones de crédito ha comenzado a descender, notándose especialmente en el volumen de préstamos de más de 250.000 euros y repuntando ligeramente al principio de este año los créditos de menos de 250.000 euros. Del mismo modo, proporcionalmente, se registra un descenso mayor en los préstamos de más largo plazo (de más de 5 años), primando los préstamos más a corto plazo. Y en el caso de los mercados de renta fija, el importe emitido ha empezado a descender, situándose el último dato de enero de 2023 en 134.202 millones de euros.

Por consiguiente, se está dibujando un escenario con una menor demanda de crédito, volviendo a la dinámica

previa a marzo de 2020, y unos costes de financiación creciendo a un ritmo importante, los cuales probablemente vayan más allá del nivel de tipos que el BCE considere como "terminal". Esta dinámica es común a la mayoría del tejido empresarial español, si bien en una parte medida en términos de número de empresas (la correspondiente a las empresas grandes y algunas medianas), los resultados de 2022 son razonablemente buenos tal como ha publicado recientemente el Banco de España en su Encuesta basada sobre los datos de Central de Balances.

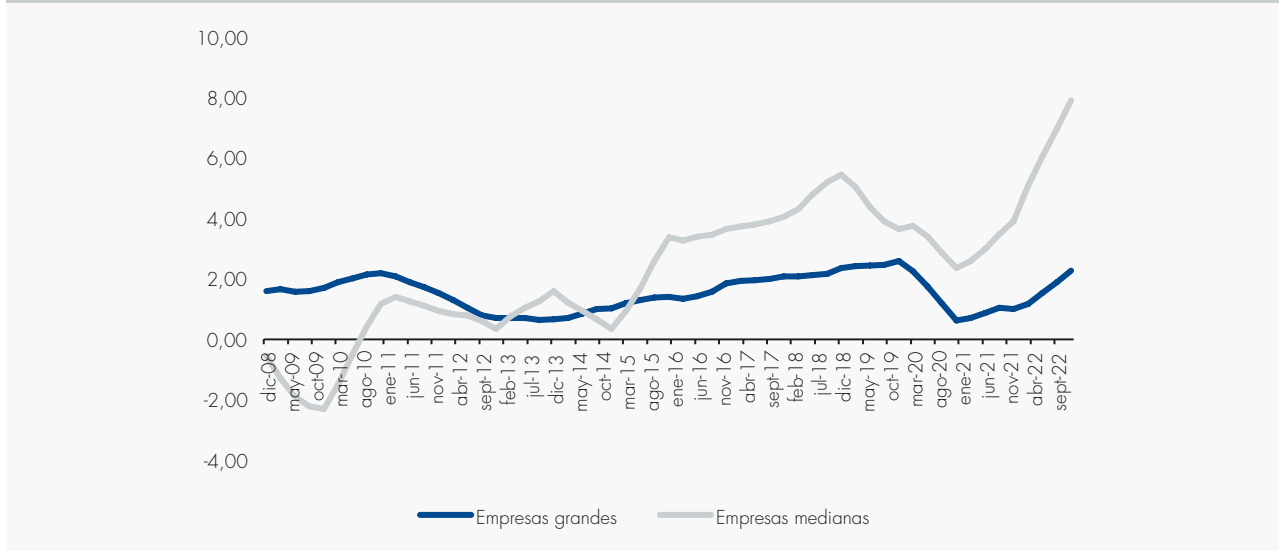
Concretamente, la diferencia entre rentabilidad y coste de la deuda es un factor que ayuda a entender el potencial que tiene la empresa mediana en la economía española, y hasta qué punto es necesario su impulso. Tomando los datos de Central de Balances trimestral, se observa cómo el diferencial entre rentabilidad y coste de la deuda es muy superior en la empresa mediana frente a la grande, con un resultado extraordinario en los últimos diez años. Coincide esta trayectoria con el gran impulso exportador de España y la transformación de su sector exterior después de la Gran Recesión.

En estos casos, un mix de financiación equilibrado y sus mejores resultados con respecto a 2021 ayudan a contener los costes de capital. Sin embargo, lo más probable en el caso de las pequeñas empresas y microempresas es que la situación sea mucho más compleja. A falta de datos más concretos facilitados por el Banco de España, es esperable un escenario negativo, teniendo en cuenta que esta institución ya preveía a finales de 2021 que más de un 25% de las pymes tenían un serio riesgo de viabilidad financiera futura.

<sup>4</sup> Monetary developments in the euro area: February 2023 (europa.eu).



**Gráfico 8: Diferencial rentabilidad - coste de la deuda (en %)**



FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España

### Perspectiva para los próximos meses de la financiación empresarial

Observando los últimos datos de inflación y en un momento en el que están rebrotando las tensiones financieras en torno al sector bancario, es evidente que la política monetaria modulará sus siguientes avances, lo cual es una buena noticia en términos del incremento de costes de financiación para las empresas. Sin embargo, el rasgo característico de los próximos meses será la prudencia tanto en la oferta como en la demanda de crédito.

Así lo refleja la última edición de la Encuesta de Préstamos Bancarios del BCE<sup>5</sup> en la que refleja que en el primer trimestre de 2023 dos quintos de los bancos españoles en términos netos han endurecido tanto su per-

cepción del riesgo como reducida su tolerancia ante los riesgos crecientes. No se detectan dificultades desde el punto de vista de los balances, dado que el desapalancamiento empresarial antes analizado permitió un saneamiento fundamental de las carteras de crédito para ganar tanto en solvencia como en estabilidad financiera a medio plazo.

En suma, parece evidente que la estructura de financiación de las empresas sufrirá tensiones en los próximos tiempos, pero sobre una base aprendida en los años posteriores a la crisis de 2007-2008. La experiencia de estos últimos años apunta a que será difícil volver a ver costes tan bajos como los que han existido durante más de una década, lo cual no significa que no existan oportunidades en un corto espacio de tiempo. Se espera que en los próximos meses

<sup>5</sup> The euro area bank lending survey – Fourth quarter of 2022 (europa.eu)

se pueda avanzar en materia de una mayor integración financiera a nivel europeo bajo iniciativas como Capital Markets Union y Banking Union, en fase de construcción en algunas de sus partes esenciales.

Poder ampliar a nivel europeo las posibilidades de financiación de las empresas españolas es una cuestión de gran interés, tanto en términos de diversificación de las fuentes de financiación como también desde el punto de vista de la competitividad, más

aún en el caso de las empresas que tienen posiciones activas de comercio exterior.

Por último, con respecto a la financiación pública, todavía está por ver el impacto real de los fondos de recuperación y resiliencia para la mayoría del tejido productivo español, pero incluso aunque estos fondos no llegasen, la economía española y sus empresas serán capaces de retomar su senda de crecimiento a largo plazo.

### Ideas fuerza

Las facilidades monetarias de la pasada década supusieron una caída extraordinaria del coste de financiación, mientras que las empresas dedicaron sus esfuerzos a reducir sustancialmente su deuda, comenzando además a diversificar sus fuentes de financiación vía mercados de capitales

El endurecimiento de las condiciones financieras está llevando a las empresas a demandar menos crédito y disponer de menor oferta de crédito, dependiendo más de sus recursos propios y con una perspectiva nada sencilla desde el punto de vista de crecimiento en 2023 con respecto a lo esperado en 2022

Existe una disparidad notable entre la situación financiera de las pequeñas empresas y las medianas y grandes. Esto obligará a poner el foco especialmente en las pequeñas en los próximos meses

**Javier Santacruz Cano** (Madrid, 1990) es economista, analista financiero y profesor de Finanzas en el Instituto de Bolsas y Mercados Españoles (BME). Especializado en macroeconomía y mercados financieros, dirige proyectos de inversión en el sector energético, infraestructuras y agroalimentación. Miembro de varios grupos de expertos nacionales e internacionales, es investigador de la Fundación de Estudios Financieros, socio director de Long Tail Risk Partners (UK), director del Máster Universitario en Economía y Gestión de Empresas en IUNIT y colaborador habitual en medios de comunicación.