

# Estructura financiera empresarial

## ¿Más capital y menos deuda?



**FEF**  
Fundación de Estudios Financieros

Ignacio Gómez Montejo  
ICR

10 de octubre 2012

1. ¿Por qué hay que “desapalancarse”?

2. La situación de las empresas españolas

3. Los mercados: teoría vs práctica

4. Conclusiones

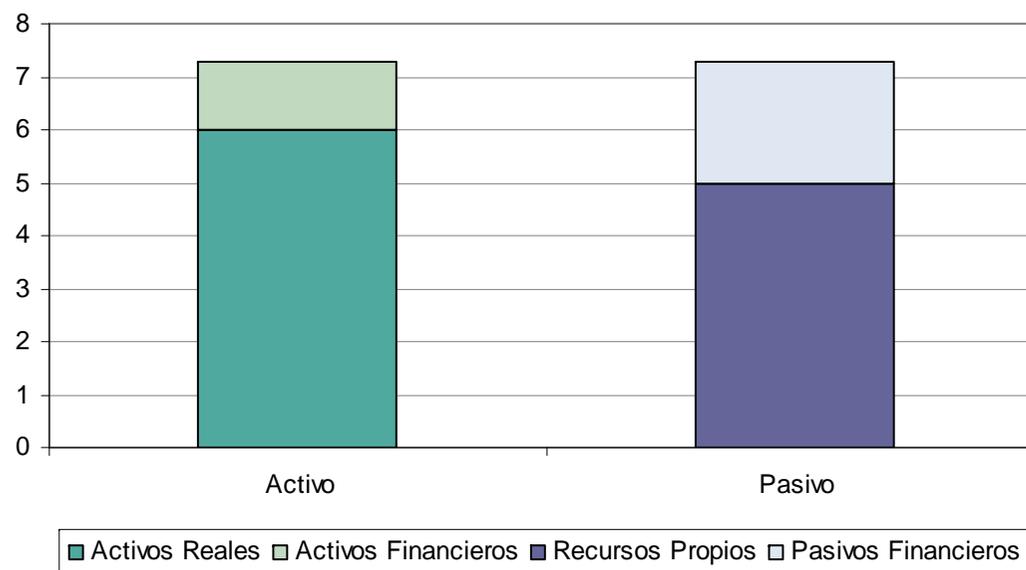
## Balance consolidado del mundo

---



# Balance consolidado de España

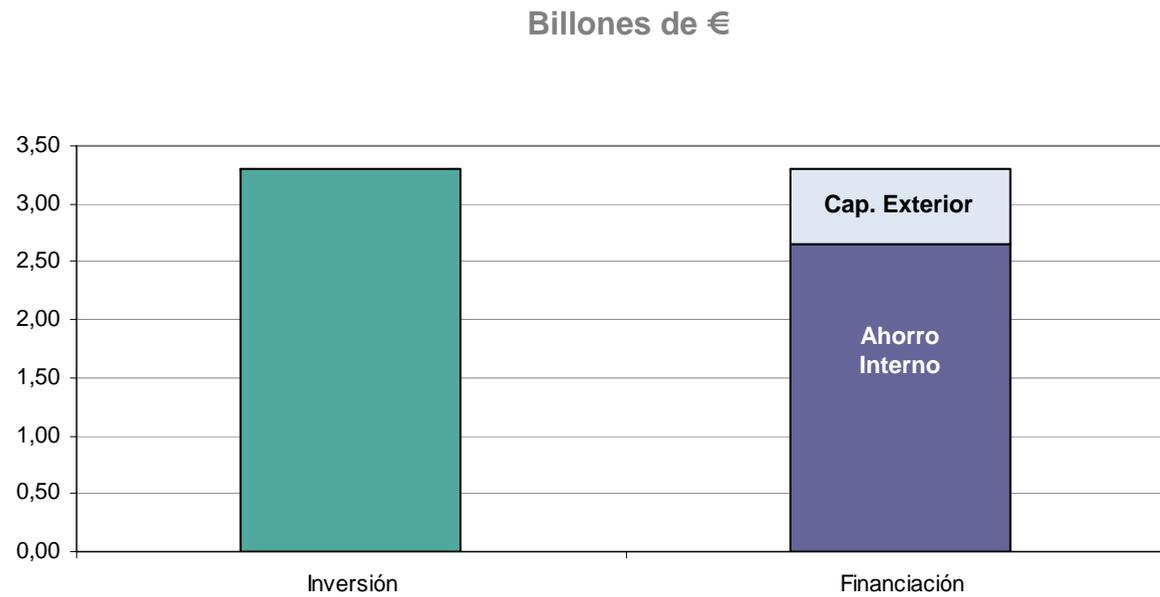
Familias, empresas y sector público. Bill. €



Coste neto anual de los capitales externos: 3% PIB

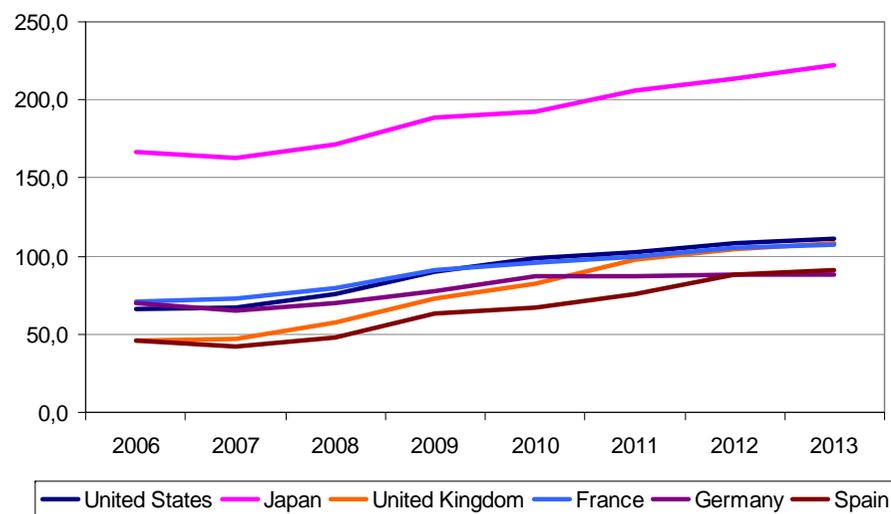
# Inversiones y Financiación España 2000-2011

---

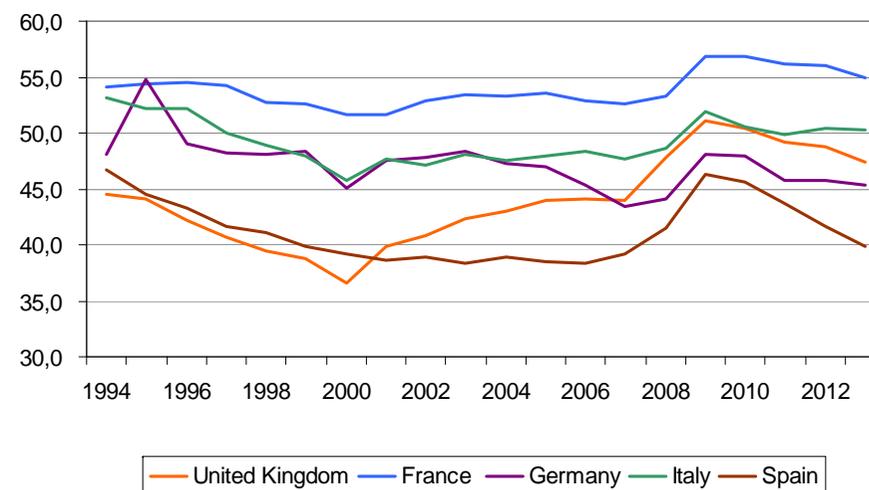


# Las Administraciones públicas

### Deuda Pública Neta (% PIB)



### Gasto Público (% PIB)



1. ¿Por qué hay que “desapalancarse”?

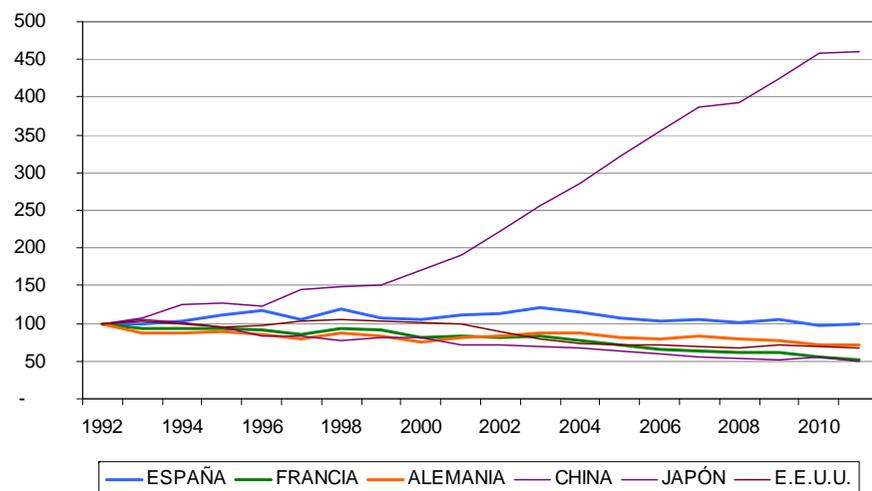
2. La situación de las empresas españolas

3. Los mercados: teoría vs práctica

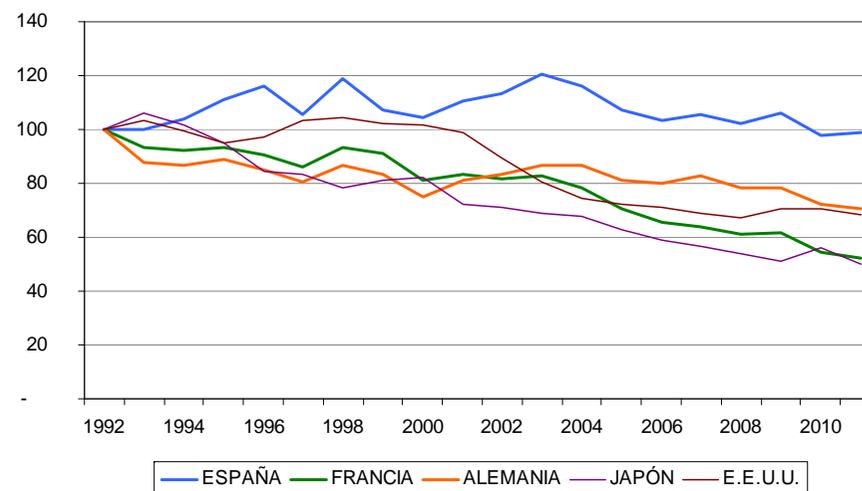
4. Conclusiones

# Cuota de exportación sobre total exportaciones

## Efecto China



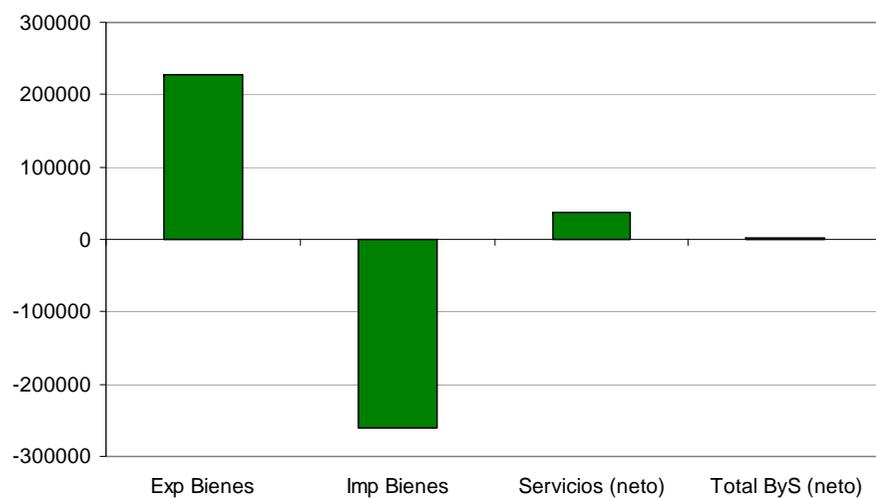
## Detalle países OCDE



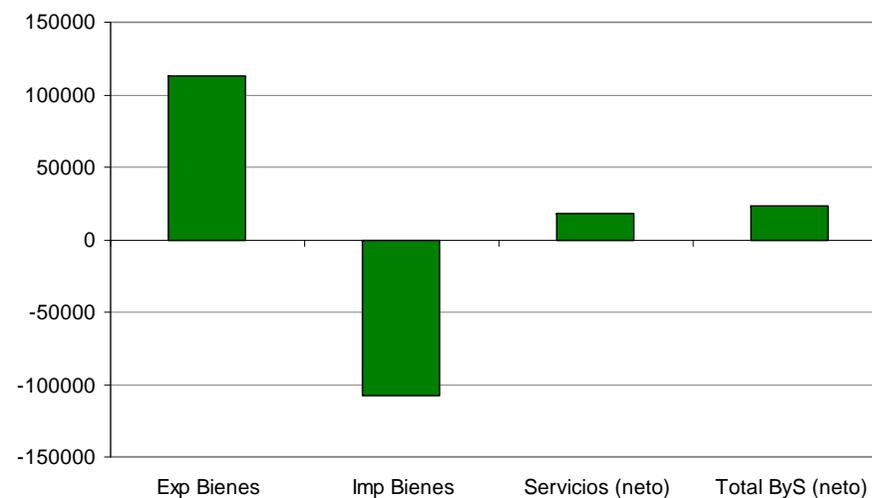
(Base 1992 = 100)

# Comercio exterior de bienes y servicios

Últ 12 meses vs Resto del Mundo (M€)

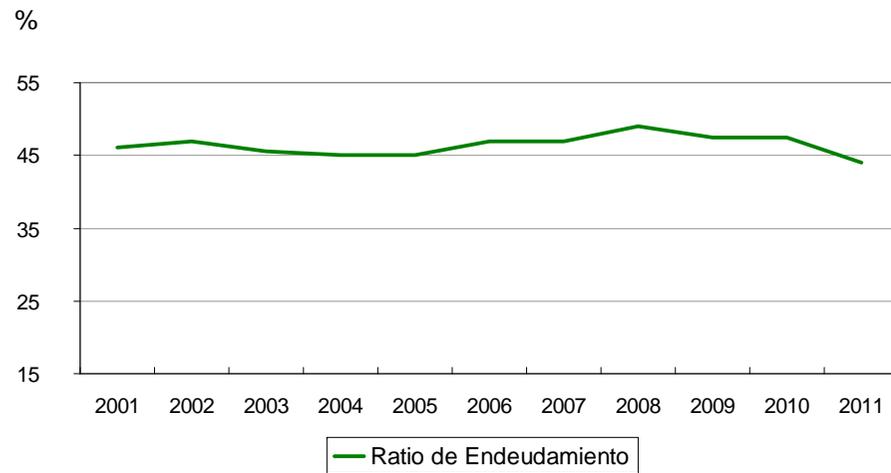


Últ 12 meses vs Zona Euro (M€)

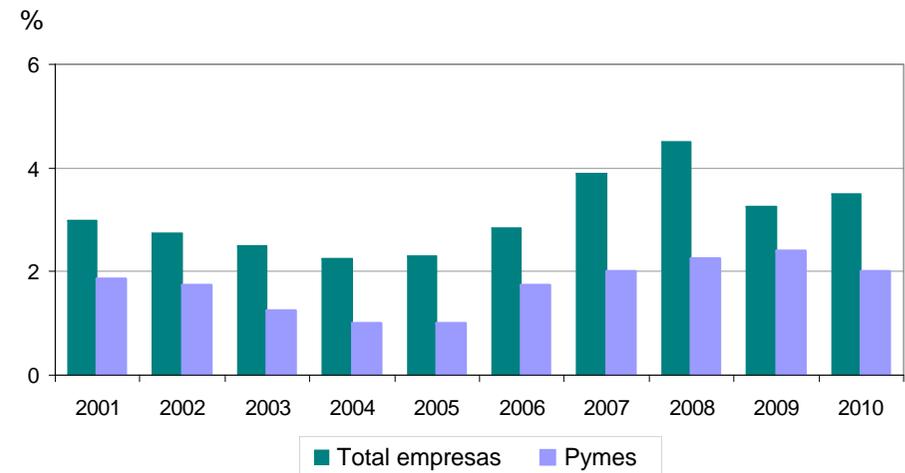


# Situación financiera de las empresas (I)

Ratio de endeudamiento  
(recursos ajenos con coste / activo neto)



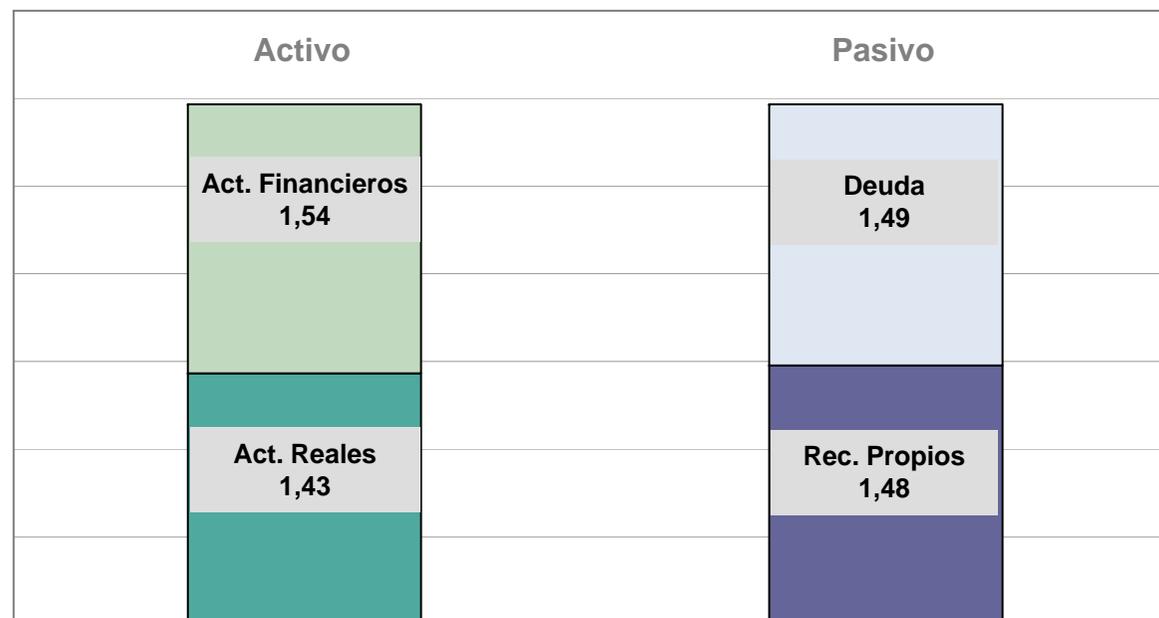
Gastos financieros sobre producción



# Situación financiera de las empresas (II)

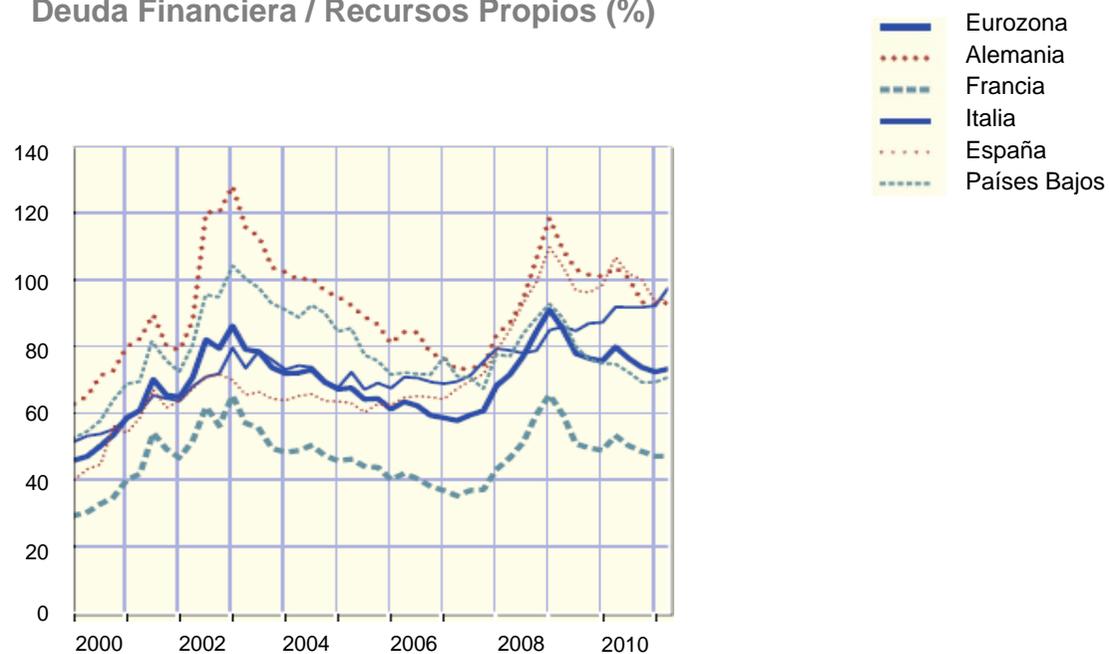
---

Balance agregado (no consolidado)  
Billones de €



# Situación financiera de las empresas (III)

Deuda Financiera / Recursos Propios (%)



## ***La situación de las empresas: Resumen***

---

- ✓ Las empresas españolas en su conjunto, son competitivas
  - No es precisa ninguna “devaluación interna”
  
- ✓ La crisis ha afectado muy seriamente a su rentabilidad
  - Pero modestamente a su endeudamiento
  
- ✓ El endeudamiento actual es históricamente casi normal
  - Pero algo elevado frente a la media de la eurozona

1. ¿Por qué hay que “desapalancarse”?

2. La situación de las empresas españolas

3. Los mercados: teoría vs práctica

4. Conclusiones

# ¿Qué dice la teoría financiera?

---

Miller - Modigliani

La estructura financiera de la empresa es indiferente para su valoración

⇒ Es imposible crear valor sustituyendo deuda por capital o viceversa

Dos hipótesis previas

1. Neutralidad fiscal
2. Eficiencia de los mercados

# ¿Qué dice la teoría financiera?

---

Miller - Modigliani

La estructura financiera de la empresa es indiferente para su valoración

⇒ Es imposible crear valor sustituyendo deuda por capital o viceversa

Dos hipótesis previas

1. Neutralidad fiscal → Falsa
2. Eficiencia de los mercados → Falsa

# ¿Qué dice la teoría financiera?

---

Miller - Modigliani

La estructura financiera de la empresa es indiferente para su valoración

⇒ Es imposible crear valor sustituyendo deuda por capital o viceversa

Dos hipótesis previas

1. Neutralidad fiscal → Falsa
2. Eficiencia de los mercados → Falsa

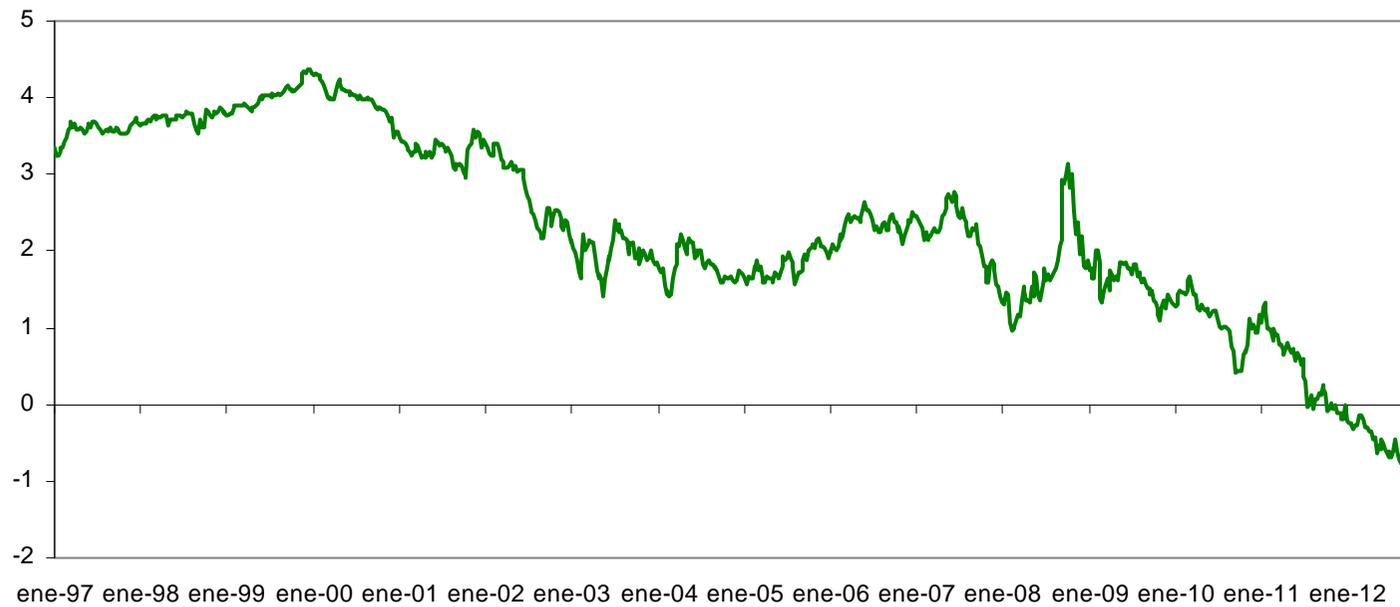
⇒ La no-neutralidad fiscal → preferencia por > deuda

⇒ Pero la ineficiencia de los mercados → ?

# La cifra clave

---

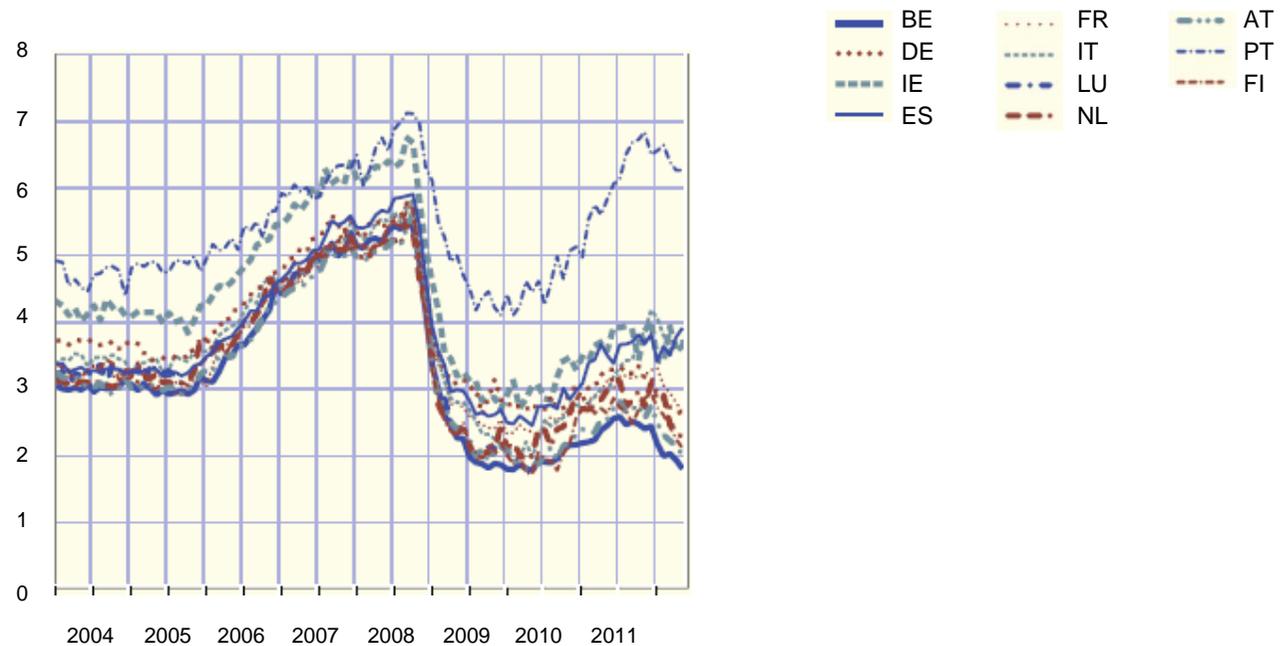
TIPS Genérico 10 años



Los tipos reales sin riesgo están en mínimos históricos

# Coste de la deuda: España vs Eurozona

% Tipo medio de interés de nuevos créditos a empresas



Los CDS bancarios confirman que el "spread España" ~ 2%

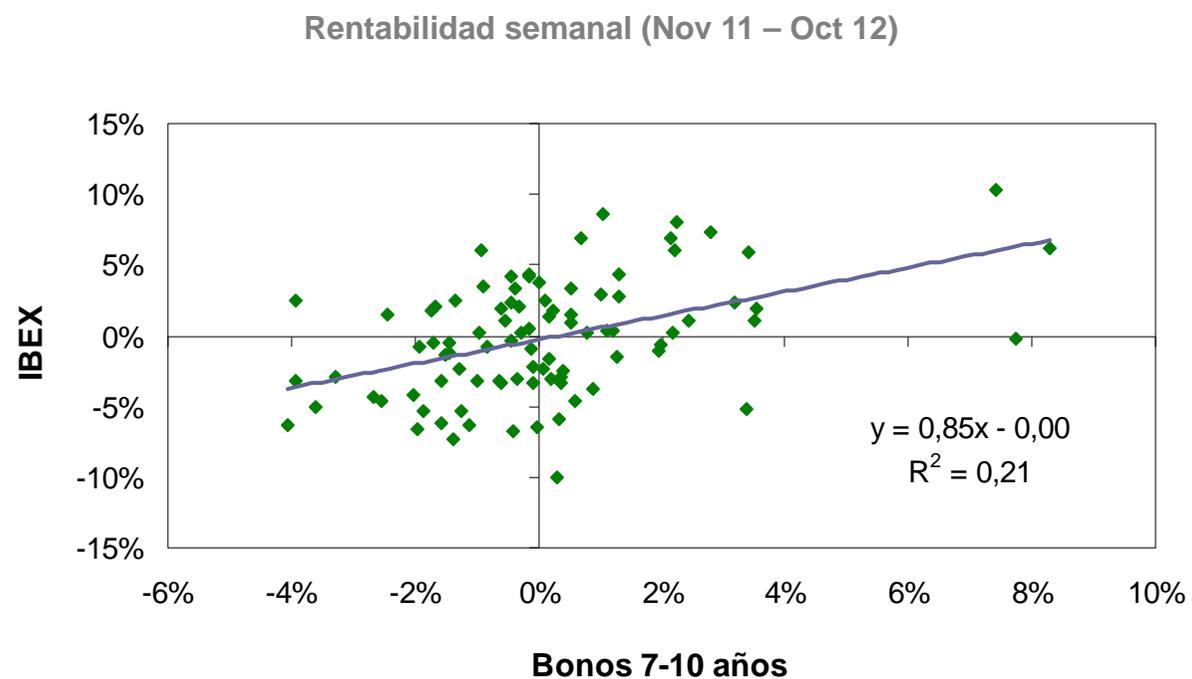
## Coste de capital (acciones): España vs Eurozona

---

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

- ⇒ Las valoraciones bursátiles promedio no son muy diferentes
- ⇒ Aunque habría que matizarlas mucho (estructura, extraordinarios...)

## El IBEX y la deuda



- La correlación en el último año ha sido baja y decreciente
- Mostrando la creciente desconexión con la deuda pública

## ¿Por qué la “prima España” es menor en bolsa?

---

- Una razón importante es la mayor lejanía de los flujos
- Una inversión en bolsa con rentab. por div. inicial del 5%, creciente al 3%
  - Rentabilidad esperable a LP: 8%
  - Plazo medio de flujos actualizados: 22 años
- Además las acciones ~ activos reales → protección anti inflación (?)

⇒ La bolsa está “viendo más allá” de la crisis

⇒ Con los matices señalados

1. ¿Por qué hay que “desapalancarse”?

2. La situación de las empresas españolas

3. Los mercados: teoría vs práctica

4. Conclusiones

## ***En Conclusión (I)***

---

- España, en su conjunto, no está excesivamente endeudada
- Las empresas españolas son competitivas internacionalmente
  - No hay ninguna necesidad de “devaluación interna”
- La crisis ha dañado muy seriamente su rentabilidad
  - Pero no ha desequilibrado en exceso su balance
- El coste de capital en el mundo está en mínimos históricos
  - Por exceso de ahorro
  - La excepción son las “islas de la eurozona”

## ***En Conclusión (II)***

---

- El sistema fiscal favorece deuda sobre capital
- Pero las distorsiones por la crisis son más intensas en renta fija que en bolsa
- Por ello las empresas españolas que necesiten financiación deberían:
  - Emitir capital con preferencia a deuda
    - Pero con un horizonte limitado y reversible post-crisis
  - O bien emitir fuera de España si posible
    - Filiales exteriores...



**FEF**  
Fundación de Estudios Financieros