

**Banca**

# Ascenso y caída de la deuda empresarial en España

Invertia, El Español (España)

**Adrián Santos**

Tras varios años de estabilidad, la deuda mundial inició una senda de crecimiento sostenido desde la crisis financiera de 2008. Las políticas monetarias acomodaticias y los déficits fiscales de los años sucesivos impulsaron la deuda de los gobiernos, cuyos costes de financiación se redujeron, especialmente en los países desarrollados. Sin embargo, es menos conocido el fuerte crecimiento que experimentó la deuda empresarial durante ese mismo periodo, escalando a nivel global desde el 73% del PIB en 2008 hasta máximos del 102% en 2020, en plena pandemia. La recuperación de la producción y el endurecimiento de las condiciones financieras han suavizado unos niveles que, a mediados de 2023, se encontraban en el 98% del PIB.

No obstante, estas cifras esconden algunas dinámicas que merece la pena destacar. Una de ellas responde a los cambios en las estructuras de financiación de las sociedades no financieras y, en particular, al incremento del endeudamiento a través de títulos de deuda en detrimento del crédito bancario. Este, en los años previos a la crisis de 2008, fue el principal motor de crecimiento de la deuda privada no financiera. Sólo algunos países como Estados Unidos, con un acceso de las empresas a los mercados de capitales consolidado desde décadas atrás, contaban con saldos significativos de papel comercial; en el trimestre de la quiebra de Lehman Brothers, los títulos corporativos representaban algo más de un cuarto de todo el endeudamiento empresarial del país. A raíz de la crisis financiera, los mercados globales comenzaron a acoger a un número creciente de empresas, especialmente en países emergentes, que empezaron a financiarse mediante emisiones de deuda. A modo de ejemplo, los bonos corporativos en China pasaron de representar un 3% del total de la deuda empresarial en 2008 a un 17% en 2019.

El factor regional es otra de las dinámicas relevantes para entender el fuerte crecimiento de la deuda empresarial en la última década. Las dos actuales potencias mundiales, Estados Unidos y China, explican una porción significativa del crecimiento de la deuda corporativa durante este periodo. De nuevo, es especialmente llamativo el caso del país asiático, cuyas empresas registraron un 166% de deuda sobre PIB en 2023, frente al 94% de hace tan sólo quince años, siendo el tercer país del mundo con mayor deuda corporativa.

Por contra, el endeudamiento de las empresas en Europa ha sido relativamente estable, aunque heterogéneo. Mientras las francesas y alemanas han incrementado su deuda en los últimos años, las empresas de los países periféricos iniciaron un fuerte proceso de desapalancamiento para corregir los desajustes previos a la crisis. Entre 2010 y 2023, las empresas de España, Italia, Grecia y Portugal han pasado de atesorar el 10% de la deuda corporativa global a sólo el 3%.

En España, tanto la intensidad del crecimiento de la deuda como el desapalancamiento posterior encuentran muy pocos precedentes históricos. Japón en los años 80 y 90 y Países Bajos e Irlanda, cuyas particularidades los hacen de difícil comparación, se asemejan a la intensidad de la reducción de deuda de las empresas españolas. El caso más equiparable al de España es el de la vecina Portugal, aunque partiendo desde niveles de deuda más elevados. En 2010, las empresas españolas alcanzaron su récord de endeudamiento, que representaba un 120% del PIB en términos consolidados, 42 puntos porcentuales más que las empresas de la eurozona. Trece años después, las sociedades españolas han reducido esa cifra a cerca de la mitad, registrando un 65% de deuda sobre PIB en el tercer trimestre del 2023, en niveles no vistos desde 2002 y 3 puntos porcentuales inferiores a la media de la eurozona.

El proceso de desapalancamiento ha sido muy intenso en la mayor parte de los sectores de la economía, pero especialmente en el inmobiliario y la construcción. En 1996, el endeudamiento bancario agregado de estos dos sectores era del 56% del valor añadido bruto (VAB); en sólo 12 años, esta cifra se multiplicó por cuatro hasta el 225% del VAB, acumulando un saldo de préstamos en 2010 cercano al medio billón de euros. A partir del estallido de la crisis financiera y del pinchazo de la burbuja inmobiliaria, las empresas dedicadas al ladrillo comenzaron un agresivo proceso de desapalancamiento que continúa hasta hoy, registrando niveles del 49% de VAB en 2023. Conviene destacar que la deuda bancaria de estas empresas ha convergido recientemente en nivel con otros sectores de la economía española, como el manufacturero y algunos del sector servicios, que también se sitúan en el entorno del 50% del valor añadido de su respectivo sector.

A pesar de la mejora en los ratios de deuda, las empresas españolas continúan con dificultades para acometer proyectos de inversión de mayor escala. Según la encuesta SAFE, que realiza semestralmente el BCE, las empresas piden financiación externa, de forma mayoritaria, para satisfacer sus necesidades de capital circulante y de inventarios, a diferencia de las empresas alemanas, francesas o italianas, donde la inversión fija es el principal propósito de su financiación. Esta baja inversión es un déficit de la economía española. Un clima de inversión favorable, al que contribuyen la seguridad jurídica y una política fiscal previsible a largo plazo, ofrecería mejores perspectivas de retorno para las inversiones de las empresas españolas que, tras el fuerte saneamiento de sus pasivos, están preparadas para volver a endeudarse.

## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)