

## Resumen

Este trabajo presenta evidencia sobre el comportamiento de las compañías de los sectores de la construcción e inmobiliario en España durante el periodo 1997-2007. Para ello, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias. Entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera en estos sectores que prácticamente se desvaneció en un año, 2007. Los resultados del análisis realizado indican que el enorme aumento del endeudamiento de las empresas se tradujo en sustanciales incrementos de rentabilidad para los accionistas, gracias, en parte, al efecto que la especulación en torno a los precios de la vivienda y del suelo generó sobre los resultados. Además, el enorme déficit entre el volumen de fondos generados por las operaciones y el de fondos invertidos en el periodo considerado fue cubierto casi en su totalidad con fondos ajenos, dado que la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en estos sectores fue negativa.

*Palabras clave:* sector de la construcción, crisis, análisis económico-financiero.

## Abstract

This paper presents evidence on the behavior of firms from the construction and real estate sectors in Spain over the period 1997-2007. To this end, a large sample of construction and real estate firms were analyzed. Between 1997 and 2006, these sectors saw an outstanding increase in the return on equity which almost vanished in one year, 2007. The results of the analysis indicate that the massive increase in firms' leverage resulted in substantial increases in profitability for shareholders. To some extent, this fact was thanks to the effect that speculation on the price of housing and land. Moreover, the huge deficit between the amount of cash flow from operations and funds invested in the period was covered almost entirely with external financing, given that funds from shareholders were negative.

*Key words:* construction sector, crisis, financial statement analysis

*JEL classification:* D21, M41.

# LA SITUACIÓN DE LAS EMPRESAS INMOBILIARIAS Y CONSTRUCTORAS EN ESPAÑA

Belén GILL DE ALBORNOZ NOGUER

*Universitat Jaume I e Ivie*

Luís MARTÍNEZ ISACH

*Universitat Jaume I*

Juan FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS (\*)

*Universitat de València e Ivie*

## I. INTRODUCCIÓN

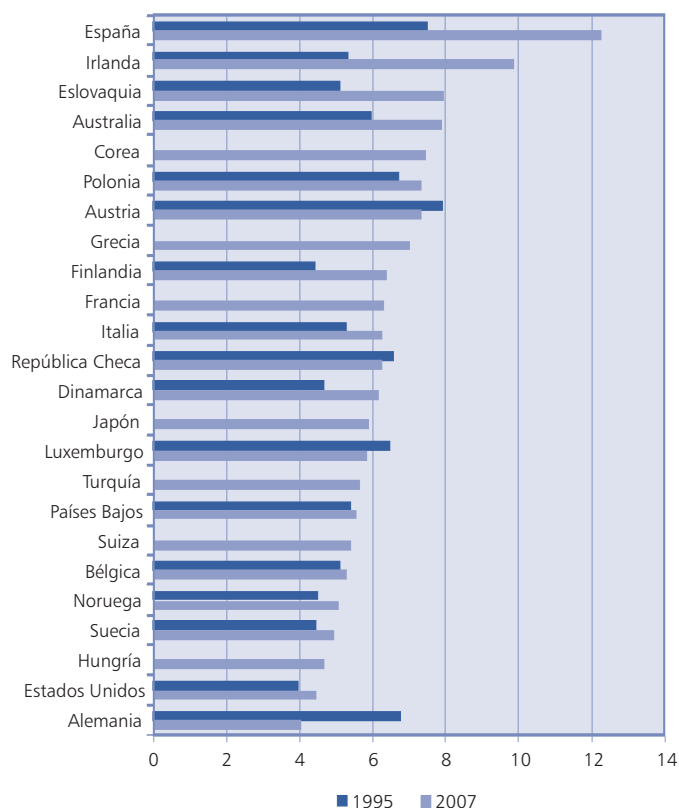
EN la génesis de la crisis económica que vive España se encuentran distintos factores, como el encarecimiento del precio del petróleo a lo largo de la fase expansiva del ciclo, con la consiguiente presión inflacionista; la respuesta de los bancos centrales a la inflación, con subidas de los tipos de interés, y la crisis financiera que estalló en los Estados Unidos y rápidamente se transmitió al resto del mundo, generando una enorme desconfianza en los mercados internacionales, que a su vez provocó falta de liquidez y el consiguiente colapso de los mercados bancarios de los países desarrollados en el otoño de 2008. Sin duda, la economía española se ha visto sometida a un *shock* procedente del exterior casi sin precedentes en su historia reciente. Sin embargo, a lo largo de la fuerte etapa expansiva de la que España disfrutó durante más de una década también se acumularon desequilibrios internos importantes, que han hecho que nuestra economía sea más vulnerable que la de otros países de nuestro entorno. Entre estos desequilibrios, suele hacerse referencia a factores como la rigidez de los mercados de factores productivos, la escasa capacidad de generación de ahorro interno, el creciente endeudamiento de los hogares, la falta de competitividad

en los mercados internacionales y una estructura productiva concentrada en sectores con pequeñas ganancias de productividad. En relación con este último desequilibrio, en el que se centra este trabajo, no es difícil encontrar opiniones en la línea de Martínez (2005): el modelo de crecimiento económico español de los últimos años ha dependido excesivamente del sector de la construcción.

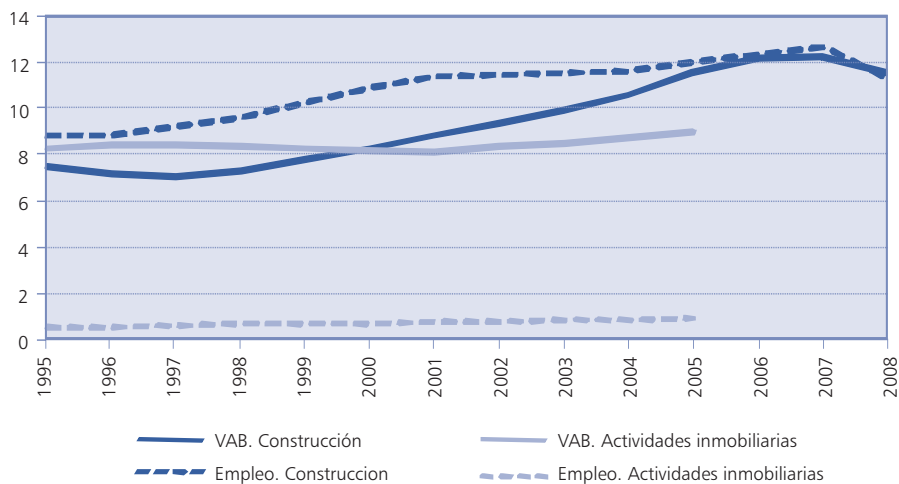
Los datos que ofrece el gráfico 1 son compatibles con la afirmación anterior. Ya antes de que comenzara el último ciclo económico expansivo, el peso del sector de la construcción era mayor en la economía española que en otros países de nuestro entorno. En 1995, el sector de la construcción español representaba el 7,5 por 100 del VAB, sólo superado por Austria, mientras que en pocos países se llegaba al 6 por 100. Pero, además, la concentración de recursos económicos en estos sectores a lo largo del periodo 1995-2007 supuso que su peso relativo en el conjunto de la economía española aumentase, considerablemente en el caso de la construcción, que pasó de representar el 7,5 por 100 del VAB en 1995 al 12,2 por 100 en 2007, y en menor medida en el de las actividades inmobiliarias, que representaron el 8,3 por 100 del VAB en 1995 y el 9 por 100 en 2007.

**GRÁFICO 1**  
**PESO DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE LAS ACTIVIDADES INMOBILIARIAS EN EL VALOR AÑADIDO. 1995-2008**  
 (Porcentaje)

**a) Comparación internacional. 1995 y 2007**



**b) España. Evolución temporal. 1995-2008**



Fuentes: INE, OCDE y elaboración propia.

Ya hace unos años que algunas voces críticas afirmaban que el crecimiento de la actividad inmobiliaria, y por ende de buena parte de la constructora, se estaba asentando sobre bases poco sólidas: se estaba formando una burbuja inmobiliaria, basada en las expectativas de continuos crecimientos futuros del precio de la vivienda (ej.: García Montalvo, 2003). El cambio de coyuntura les ha dado la razón (1). La burbuja estalló, y desde que comenzó la etapa de ralentización económica, asistimos a un drástico derrumbe de la actividad en estos sectores cuyas consecuencias superan con mucho las de crisis anteriores. En este punto, cabe preguntarse ¿cómo se comportaron las empresas dedicadas a estas actividades a lo largo del ciclo? ¿Actuaron de forma prudente durante los años de crecimiento previendo que tarde o temprano el ciclo expansivo llegaría a su fin? ¿En qué situación afrontan el reto de superar la situación económica actual? En este trabajo se intenta arrojar luz sobre estas cuestiones. En concreto, el objetivo fundamental del trabajo es presentar evidencia empírica sobre el comportamiento de las compañías que operan en estos sectores durante el ciclo expansivo y los primeros momentos de la crisis. Para ello, tras repasar la evolución de la coyuntura del sector inmobiliario a través de diversos indicadores, se analizan a nivel agregado los estados financieros de una amplia muestra de empresas constructoras e inmobiliarias en el periodo 1997-2007.

Los resultados del análisis desarrollado ponen de manifiesto que entre 1997 y 2006 se produjo un extraordinario incremento de las tasas de rentabilidad financiera (resultado después de impuestos sobre recursos propios) de las empresas dedicadas a las actividades inmobiliarias y de construcción.

En 1997 los accionistas de estos sectores obtenían tasas de retorno por su inversión menores que las obtenidas en el agregado de la industria. Diez años después, en 2006, conseguían casi el doble. Pero el enorme incremento de la rentabilidad financiera observado entre 1997-2006 desaparecía totalmente en el caso del sector inmobiliario, y se reducía considerablemente en el de la construcción, en un sólo año, 2007. ¿En qué bases se sustentó ese enorme crecimiento de las tasas de rentabilidad financiera de estas compañías a lo largo del ciclo expansivo? ¿Cuál era la estructura económico-financiera de las empresas? Respondiendo a estas cuestiones, a lo largo de este trabajo se proporciona evidencia de que los pilares en los que se sustentó el enorme crecimiento de las tasas de rentabilidad financiera de estos sectores entre 1997 y 2006 no eran sólidos.

El análisis de descomposición de la rentabilidad financiera llevado a cabo indica que el principal factor causante del crecimiento de este indicador en las empresas inmobiliarias y constructoras entre 1997 y 2006 fue el efecto apalancamiento, que es el producto entre el nivel de endeudamiento y el margen (o diferencial) de apalancamiento. El crecimiento del efecto apalancamiento se basó, a su vez, en el enorme aumento del endeudamiento de las compañías, que contribuyó a incrementar cada vez más la rentabilidad de los accionistas porque el margen de apalancamiento fue positivo durante todo el periodo, es decir, porque el coste de dicho endeudamiento se mantuvo por debajo del nivel de rentabilidad económica. Rentabilidad económica (resultado de la explotación sobre inversión) que, a pesar del sustancial descenso experimen-

tado por la rotación (ventas sobre la inversión), aumentó ligeramente porque el descenso de la rotación se compensó con sustanciales aumentos del margen (resultado de explotación sobre ventas). Si bien se observa que en parte vinieron motivados por una mejora de la eficiencia en costes de las empresas, los incrementos del margen, que fueron especialmente elevados en el sector inmobiliario, se derivaron en parte de los comportamientos especulativos del sector.

El análisis también pone de manifiesto una importante aportación de los ingresos financieros a la rentabilidad financiera de las empresas de estos sectores, principalmente en el caso de las constructoras. Evidencia adicional sugiere que: 1) gran parte de esos ingresos financieros son dividendos de participaciones en capital, y 2) el grado de diversificación de las constructoras españolas es bajo, ya que más del 60 por 100 de las empresas participadas por compañías de este sector pertenecen a los sectores inmobiliario (31 por 100) y de la construcción (30 por 100). Se trata por tanto de una fuente de ingresos que depende de la marcha de la actividad inmobiliaria, y que difícilmente se mantendrá en el futuro.

Finalmente, el análisis del origen y aplicación de fondos pone de manifiesto que, a lo largo del periodo analizado, la aportación neta de los accionistas a la generación de *cash flow* en los sectores de la construcción e inmobiliario fue negativa. En el conjunto del periodo, el *free cash flow* (diferencia entre los fondos generados por las operaciones y los fondos invertidos en inmovilizado y circulante) de estos sectores fue muy negativo. La enorme cantidad de fondos invertidos se

concentró en el circulante en el caso de las empresas inmobiliarias y en el inmovilizado financiero en el caso de la construcción. El déficit de fondos se cubrió prácticamente en su totalidad con fondos ajenos. Los accionistas, sobre todo en el sector de la construcción, recibieron sustanciales dividendos.

El resto del trabajo se organiza como sigue. En el apartado II, se describe la coyuntura del sector inmobiliario y de la construcción a lo largo del último ciclo económico; en el III, se presenta la muestra y se describe la metodología empleada en el análisis económico financiero realizado posteriormente, que consiste en una completa descomposición de la rentabilidad financiera, y en un análisis del origen y aplicación de fondos en los sectores analizados a lo lar-

go del periodo considerado; los apartados IV y V contienen los resultados de dicho análisis. Finalmente, en el apartado VI, se resumen los principales resultados del trabajo y se exponen las conclusiones derivadas de éstos.

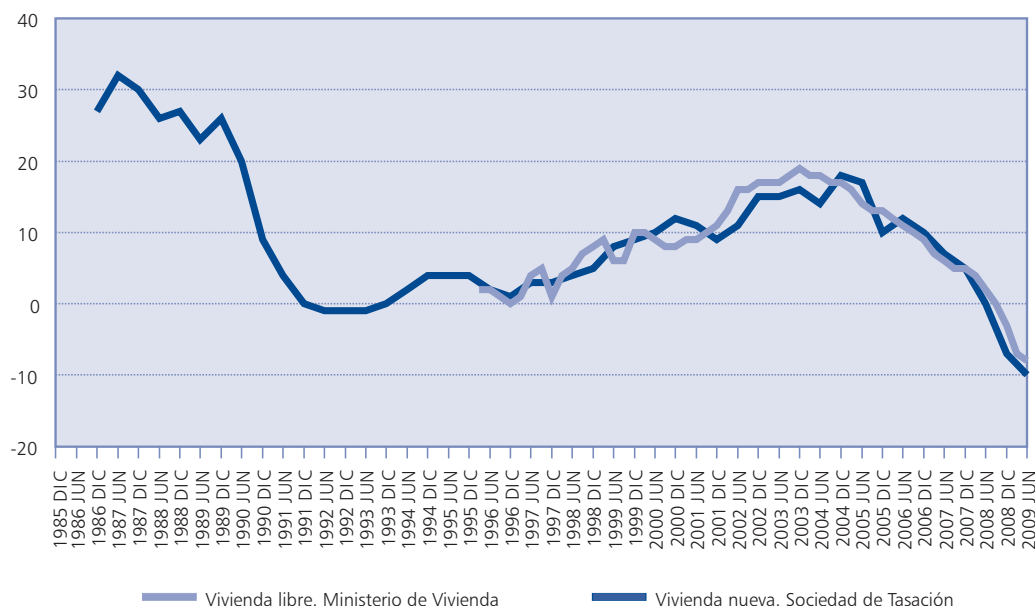
## II. LA COYUNTURA DE LOS SECTORES DE LA CONSTRUCCIÓN E INMOBILIARIO EN ESPAÑA

Diversos factores, tanto económicos como demográficos, presionaron al alza la demanda de viviendas a lo largo de la etapa expansiva del ciclo económico experimentada por nuestra economía entre mediados de los años noventa y 2007. Así, durante ese periodo, se observó un crecimiento sostenido de los niveles de renta per cápita por encima de buena parte de los paí-

ses desarrollados; el desempleo se redujo, pasando del 24 por 100 en 1990 al 8 por 100 en 2007; los tipos de interés se mantuvieron bajos; el proceso de integración europeo mejoró el acceso a fuentes de financiación distintas de las provenientes del ahorro interno; los flujos migratorios supusieron un incremento sustancial de la población, que también cambió en su composición por el incremento de las separaciones y divorcios y el aumento de la esperanza de vida de la población mayor; y finalmente, aumentó la inversión en vivienda por parte de no residentes.

En un mercado como el de la vivienda, en el que la oferta en el corto plazo es rígida, la consecuencia de un aumento de la demanda es un pronunciado incremento de precios. Así ocurrió en España, como muestra claramente el gráfico 2, que representa la

GRÁFICO 2  
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PRECIO MEDIO POR M<sup>2</sup> DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA.  
DICIEMBRE 1985-JUNIO 2009  
(Porcentaje)



Fuentes: Ministerio de Vivienda y Sociedad de Tasación.

tasa de variación de dos indicadores del precio de la vivienda: el precio de la vivienda libre, publicado por el Ministerio de Vivienda, y el precio de la vivienda nueva de la Sociedad de Tasación. Ambos indicadores apuntan a que en 1997 comenzó una etapa de fuerte crecimiento en el precio de la vivienda, que se hizo especialmente intenso en el periodo 2003-2005, cuando se alcanzaron incrementos interanuales cercanos al 20 por 100. Los años de mayor crecimiento del precio de la vivienda se corresponden con un crecimiento también espectacular del número de transacciones inmobiliarias. Como muestra el gráfico 3, en 2004 se realizaron más de 800.000 transacciones de vivienda, y en 2005 y 2006 el número de transacciones se situó por encima de las 900.000. Esta estadística sólo está disponible desde 2004, y no permite analizar la evolución de las com-

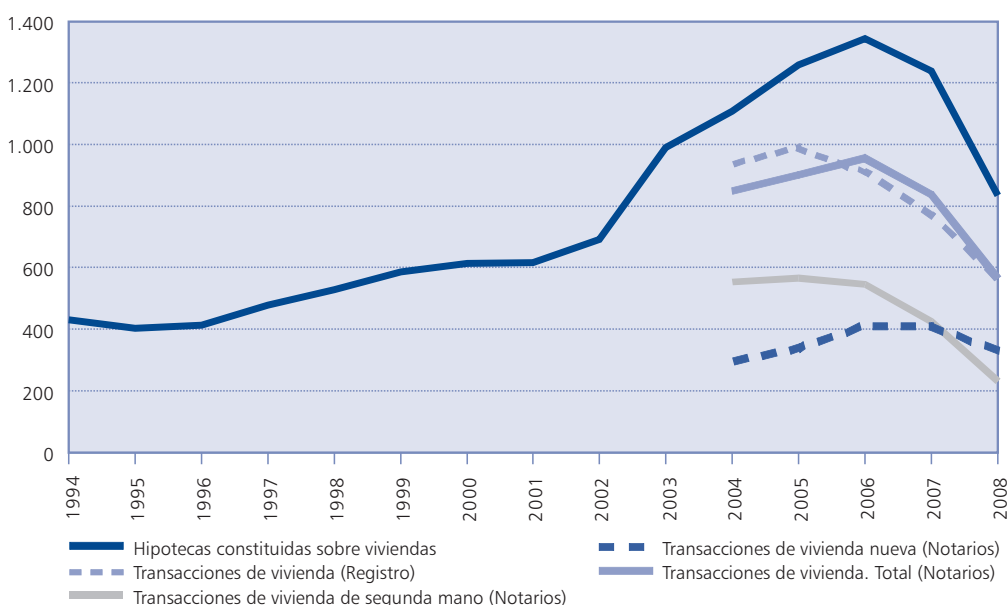
praventas de viviendas a lo largo de todo el ciclo. Pero ésta puede intuirse a partir de la estadística del INE sobre el total de hipotecas constituidas sobre viviendas, que también aparece representada en el gráfico 3: en 2006, el número de hipotecas constituidas en España alcanzó su máximo, con cerca de 1,3 millones, cifra que era 3,12 veces superior a la registrada en el año 1995.

Ante el crecimiento de la demanda de viviendas, el sector de la promoción y construcción aumentó su actividad considerablemente. En el gráfico 4 se muestra la evolución, para el periodo 1991-2008, de tres indicadores que así lo ponen claramente de manifiesto: número de viviendas iniciadas y número de viviendas terminadas. Los datos confirman una aceleración importante en el rit-

mo de construcción de viviendas desde 1997. Ese año se iniciaron aproximadamente 250.000 viviendas libres. En 2006 se iniciaron 2,6 veces más (660.000). El sector de la construcción cada vez representaba un porcentaje más importante de la economía española, acumulando buena parte de la inversión y del empleo generado.

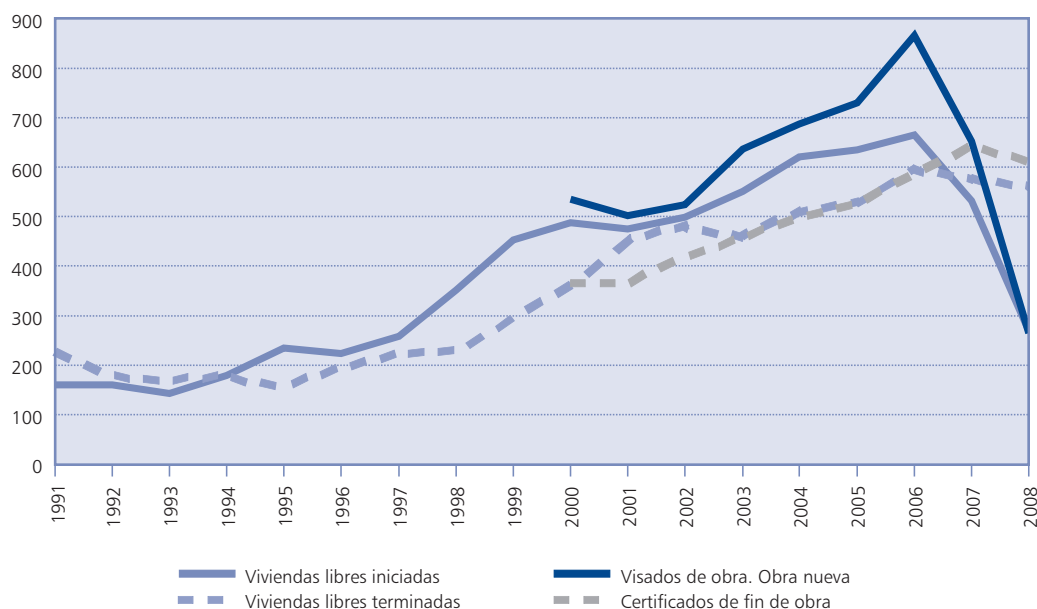
En principio, la evolución de los costes de la construcción a lo largo del ciclo considerado también parecía jugar a favor de la atracción de inversiones a los sectores relacionados con esta actividad. De hecho, en el gráfico 5a se observa que entre 1995 y 2007 se produjo una relativa contención de los costes de mano de obra y de materiales. Estos costes se multiplicaron en el periodo por 1,6, la mitad de lo que lo hizo el precio de la vivienda. Sin embargo, no está tan claro que el margen entre el precio de la vivienda

GRÁFICO 3  
**TRANSACCIONES DE VIVIENDA EN ESPAÑA. 1994-2008**  
 (Miles de transacciones)



Fuentes: Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento, Colegio de Registradores, INE y Banco de España.

GRÁFICO 4  
**VIVIENDAS INICIADAS, VISADAS Y TERMINADAS. 1991-2008**  
 (Miles de viviendas)



Fuentes: Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento, Colegio de Aparejadores.

y los costes totales de la construcción aumentase durante el ciclo económico expansivo. En el gráfico 5a no aparece la evolución del coste del suelo, factor que se ha convertido en el principal componente del valor de la vivienda. Una estimación de la evolución del coste del suelo, que aparece representada en el gráfico 5b, junto con la evolución del precio de la vivienda, indica que entre 1995 y 2007 el coste de este factor productivo se multiplicó casi por 10 (x10), muy por encima de lo que lo hizo el precio de la vivienda (x3) (2).

Un último factor que sin duda contribuyó de forma decisiva al enorme desarrollo de la actividad inmobiliaria y constructora en España desde mediados de los años noventa hasta 2007 fue la propensión del sector financiero a otorgar crédito a esta actividad. El combustible que se necesitaba para que la

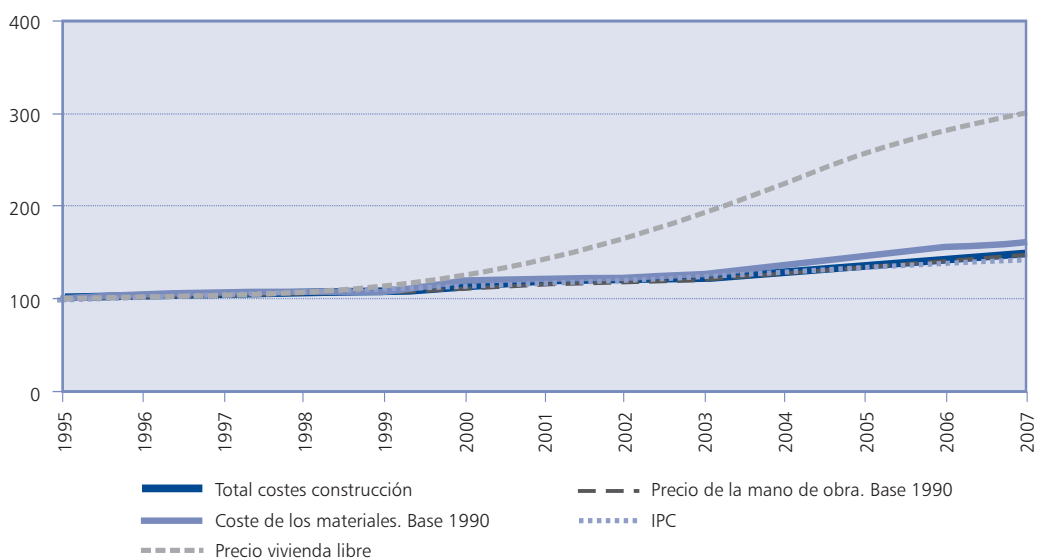
situación continuase era proporcionado por las entidades financieras. Como se observa en el gráfico 6, a lo largo del periodo 1995-2007 el crédito para la compra de viviendas se multiplicó por 9, el crédito a actividades de construcción por 6,7, y el crédito a actividades inmobiliarias por 25. Las actividades relacionadas con el «ladrillo» pasaron de representar el 39 por 100 del total de crédito concedido en 1995 a representar el 61 por 100 en diciembre de 2007.

Diversos trabajos han analizado la cuestión de si era proporcionada la reacción de la oferta de viviendas ante el incremento de demanda. La respuesta a esta pregunta pasa por analizar si el volumen de viviendas construidas o iniciadas a lo largo de esta etapa del ciclo económico se adecuaba a la demanda no especulativa existente, o si, en cambio, había un exceso de capa-

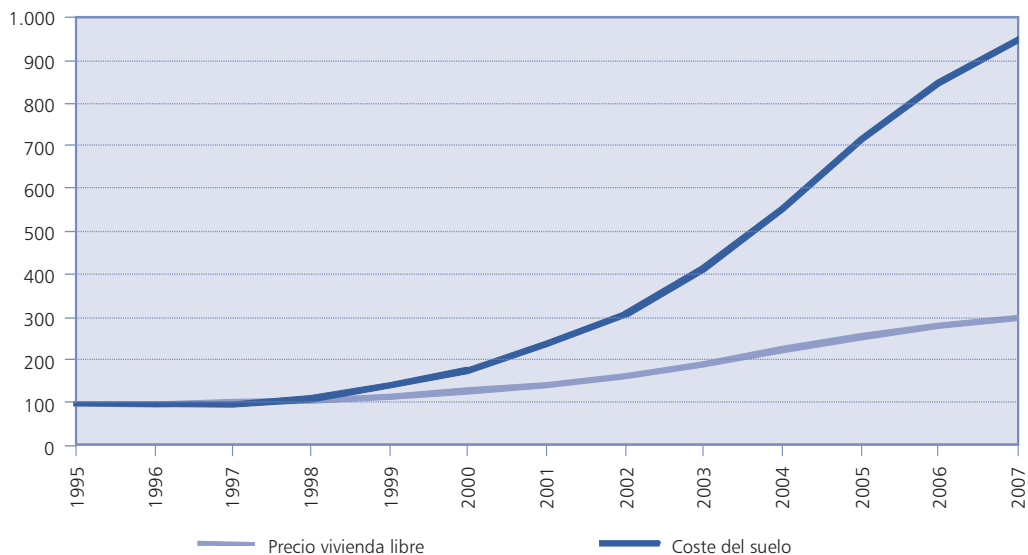
cidad. Los estudios que han analizado esta cuestión cifran en torno a 350.000-400.000 los nuevos hogares creados anualmente (3). Estos nuevos hogares constituirían la demanda nueva potencial de vivienda. Si esta cifra se compara con la del número de viviendas construidas en los últimos años, parece claro que se generó un exceso de oferta. Si la demanda ha estado por encima de este número de viviendas construidas, tal y como el crecimiento del precio de la vivienda parece indicar, es síntoma de que ésta se ha visto empujada al alza por otros factores, fundamentalmente especulativos. En este sentido, por ejemplo García Montalvo (2008) documenta el proceso de formación de una burbuja inmobiliaria en España desde mediados de los noventa, y la importancia de las expectativas como factor determinante último del fuerte crecimiento de la demanda de viviendas.

**GRÁFICO 5**  
**EVOLUCIÓN DE LOS COSTES DE CONSTRUCCIÓN Y DEL PRECIO DE LA VIVIENDA. 1995-2007**

**a) Costes de construcción y precio de la vivienda**  
(1995=100)



**b) Coste del suelo y precio de la vivienda**  
(1995=100)



Fuentes: INE, Ministerio de Vivienda, Ministerio de Fomento y Fundación BBVA-Ivie.

La existencia de una demanda de origen especulativo quedó patente tras el cambio de coyuntura que se produjo en 2007, y especialmente desde el estallido de la crisis

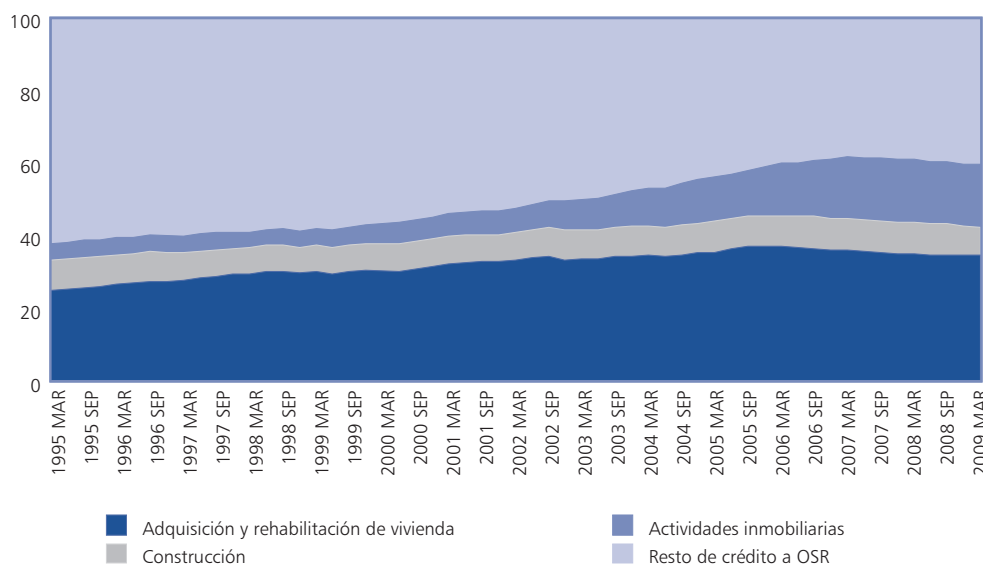
financiera. La crisis ha supuesto un *shock* doble para el mercado de la vivienda español. En primer lugar, se han desvanecido las expectativas de crecimiento futuro de

precios, y con ellas buena parte de la demanda de viviendas. Los gráficos 2 a 4 reflejan esta situación. Desde 2007, los precios de la vivienda comenzaron una senda ba-

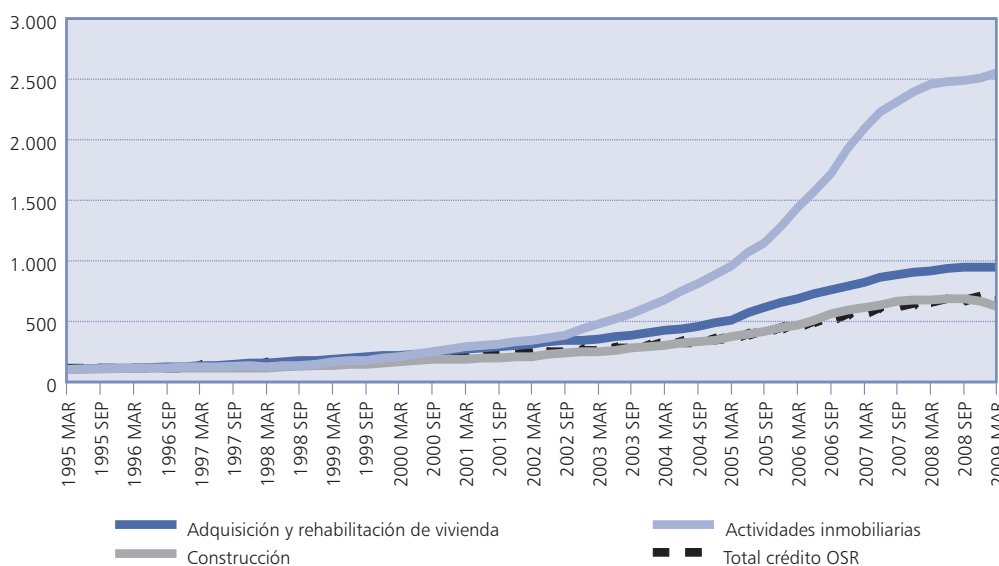


**GRÁFICO 6**  
**CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES (OSR): CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA, CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. MARZO 1995 - MARZO 2009**

**a) Estructura porcentual**  
 (Porcentajes)



**b) Crecimiento**  
 (1995=100)



Fuente: Banco de España.

jista que aún no ha terminado. En junio de 2009, la caída interanual de los precios se situaba cerca del 10 por 100. Los datos de transacciones de vivienda y las hipotecas

constituidas muestran caídas bruscas, al igual que el número de viviendas iniciadas y visadas (en 2008 se situaron por debajo de las 300.000). Los únicos indicadores

que, debido a la inercia lógica que presentan, todavía no muestran una marcada caída son las viviendas terminadas y las certificaciones de fin de obra. En segundo lugar,



los mercados financieros internacionales están prácticamente cerrados, especialmente para entidades tan expuestas al negocio inmobiliario como las españolas. Como consecuencia de ello, la financiación al sector de la construcción se ha resentido notablemente. En el gráfico 7 se comprueba que en diciembre de 2007 las dificultades para las empresas constructoras e inmobiliarias habían comenzado, pues la tasa de morosidad de los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito comenzó a acelerarse exponencialmente, especialmente en estos sectores.

En definitiva, lo expuesto en este apartado indica que el sector de la construcción disfrutó durante más de una década, y hasta 2007, de una coyuntura muy favorable, en la que la demanda crecía de forma notable y la financiación era abundante y barata, a

otra situación en la que las condiciones para las empresas del sector son mucho más difíciles.

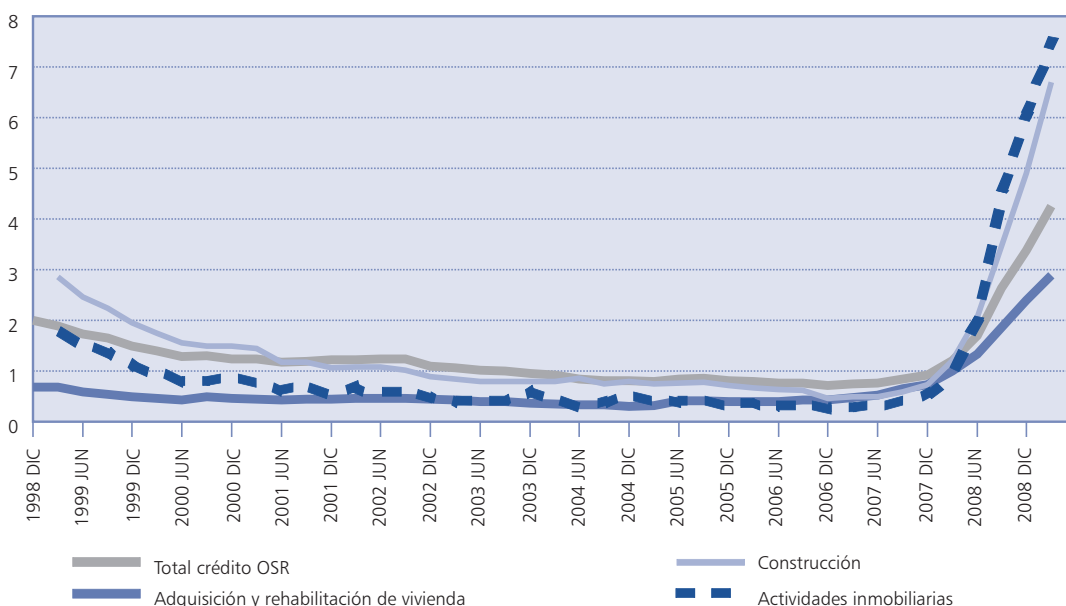
### III. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO: ANÁLISIS DE LA MUESTRA Y METODOLOGÍA

La muestra de empresas utilizada para llevar a cabo el análisis económico-financiero que se presenta posteriormente se obtuvo de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). Esta base de datos contiene, entre otra información, datos históricos de las cuentas anuales depositadas por empresas españolas en el Registro Mercantil. La amplia cobertura ofrecida por SABI nos permite obtener una muestra representativa de empresas constructoras (código CNAE93 45) e inmobiliarias (código CNAE93 70). Además, al objeto de utilizar

una referencia en el análisis de los sectores objetivo, se recopiló también la información correspondiente a las empresas del resto de actividades industriales. Este agregado de la industria incluye empresas cuyo código CNAE93 de dos dígitos pertenece a los grupos 1, 2, 3 y 4, excluyendo la construcción (subgrupo 45). Se utilizan los estados financieros del periodo 1997-2007, ambos incluidos. Este periodo cubre todo el ciclo expansivo de la economía y el principio de la actual crisis, que, como se comprobó en los apartados anteriores, se advertía ya nítidamente en 2007.

Después de depurar el universo empresarial contenido en SABI (4), se obtuvo una muestra inicial compuesta por 525.824 observaciones anuales de empresas inmobiliarias, 791.158 de empresas constructoras y 870.596 observaciones pertenecientes a compañías del agre-

GRÁFICO 7  
**TASA DE MOROSIDAD DEL CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES: COMPRA DE VIVIENDA, CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. DICIEMBRE 1998-MARZO 2009**  
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de España.

gado de la industria. Algunos de los indicadores clave del análisis de descomposición de la rentabilidad financiera llevado a cabo no pueden calcularse para el subconjunto de empresas que presenta balance abreviado, ya que el nivel de desglose de las partidas que ofrece este formato de balance no permite aproximar razonablemente el importe de la deuda sin coste explícito. Por esta misma razón, tampoco puede realizarse en empresas con balance abreviado el análisis de origen y aplicación de fondos que se incluye en el trabajo. Por ello, los resultados que se muestran en los apartados IV y V se refieren al subconjunto de compañías con balance normal que, como se desprende de la información proporcionada en el cuadro número 1, a pesar de representar un porcentaje pequeño del total de compañías de la muestra, tienen un peso muy importante en el volumen de negocio agregado de los respectivos sectores (5). El estudio parte de la agregación para cada sector de actividad considerado de los balances de situación y cuentas de resultados individuales de las empresas de la muestra (6), cu-

ya estructura aparece detallada en el anexo I.

A lo largo de todo el periodo considerado, las cuentas anuales individuales de todas las empresas españolas debían ser elaboradas siguiendo el Plan General Contable de 1990, por lo que la información contable analizada es homogénea en cuanto a los criterios de valoración y normas de reconocimiento contable que les eran de aplicación (7).

En primer lugar, se plantea una completa descomposición del indicador de rentabilidad financiera que nos permitirá identificar los factores en los que se ha sustentado su evolución durante el periodo analizado. El esquema 1 sintetiza la estructura de este análisis, cuyo desarrollo analítico se detalla en el anexo II.A). La rentabilidad financiera —*ROE (return on equity)*— relaciona el beneficio económico obtenido en un determinado periodo de tiempo con los recursos invertidos por los accionistas de la empresa. Si tomamos el resultado del ejercicio como medida de beneficio económico para calcular la

rentabilidad financiera, ésta puede expresarse como la suma de los cinco componentes siguientes:

a) *Rentabilidad económica —ROA (return on assets)*—: relaciona el resultado de la explotación con la totalidad de los recursos empleados para su obtención, sin tener en cuenta el origen de éstos. Es decir, es la tasa de retorno que obtiene la empresa con su actividad por unidad de inversión. La definición de inversión utilizada en los cálculos es la de inversión neta, que excluye la financiación que surge espontáneamente en el tráfico habitual de la empresa, fundamentalmente proporcionada por los acreedores comerciales, y que suele considerarse que no tiene coste (explícito) para la empresa.

b) *Efecto apalancamiento*: mide el impacto del endeudamiento de la empresa sobre la rentabilidad del accionista. Este efecto depende, a su vez, de dos factores: el grado de endeudamiento (cociente entre la deuda y los recursos propios) y el margen de apalancamiento (diferencia entre la rentabilidad económica y el

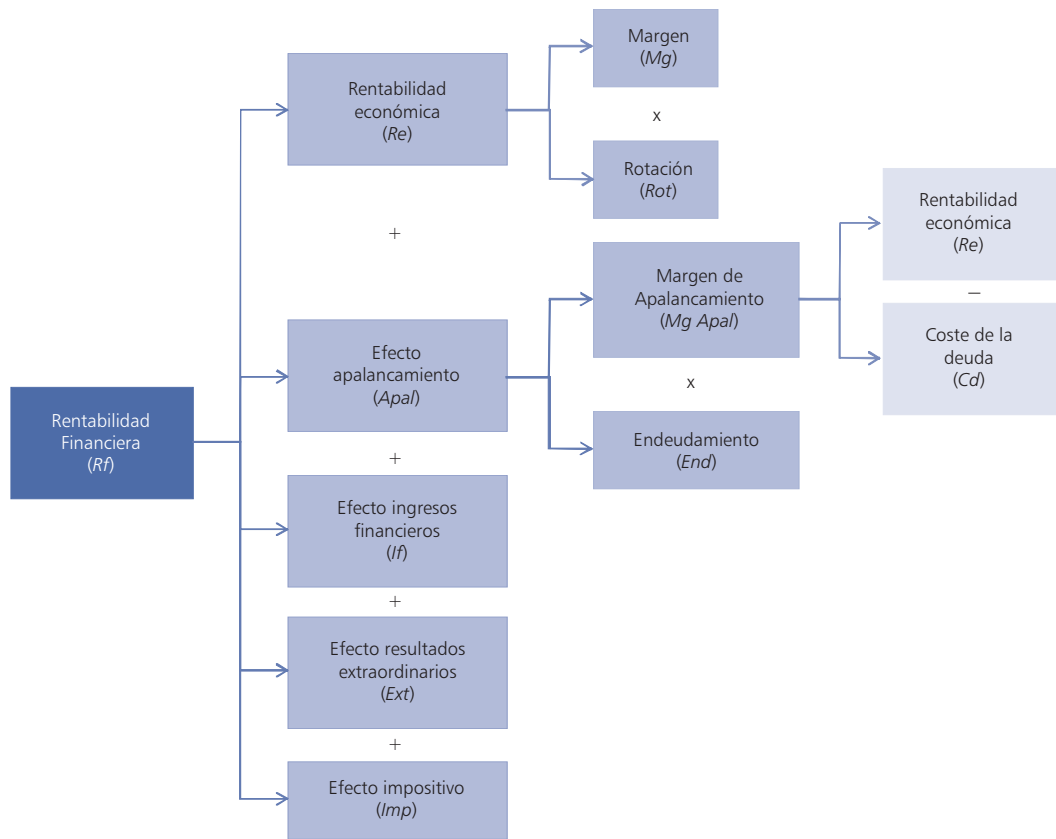
CUADRO N.º 1

## MUESTRA DE EMPRESAS OBTENIDA DE SABI (NÚMERO DE EMPRESAS, MILES DE EUROS Y PORCENTAJES)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Número de empresas</b>											
<b>Inmobiliarias</b> .....	20.555	25.513	30.465	33.706	42.072	53.736	60.587	62.528	67.732	71.457	57.473
Porcentaje balance normal....	6,5	5,9	5,7	5,5	5,3	5,2	5,0	4,7	4,8	4,8	4,9
<b>Constructoras</b> .....	34.280	38.776	45.515	51.638	68.076	81.655	86.978	90.155	97.737	103.886	92.462
Porcentaje balance normal....	4,4	4,0	3,9	3,9	3,5	3,4	3,6	3,8	3,8	4,0	4,3
<b>Industria</b> .....	57.216	62.400	68.050	72.231	82.476	89.532	90.378	89.380	90.587	89.746	78.600
Porcentaje balance normal....	12,4	11,3	10,8	10,3	9,4	9,1	9,2	9,6	9,7	10,0	10,2
<b>Cifra de negocios (millones de euros)</b>											
<b>Inmobiliarias</b>	72.611	88.479	109.719	134.722	163.546	198.345	246.541	304.927	385.020	497.518	492.454
Porcentaje balance normal....	40,2	40,7	39,7	39,5	41,1	41,1	41,6	44,9	45,2	48,4	48,6
<b>Constructoras</b> .....	56.143	66.832	80.748	93.106	106.566	123.732	146.447	170.135	204.224	252.104	267.642
Porcentaje balance normal....	61,7	61,8	61,9	63,9	61,5	61,9	62,1	62,5	62,0	64,4	66,2
<b>Industria</b> .....	196.594	217.342	247.070	267.311	275.977	292.509	307.749	330.247	358.039	381.999	372.690
Porcentaje balance normal....	77,7	78,4	77,9	76,5	76,2	78,1	78,3	79,4	79,9	75,8	80,9

Fuente: SABI y elaboración propia.

ESQUEMA 1  
ANÁLISIS DE DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA



coste del endeudamiento). Si la rentabilidad económica supera al coste del endeudamiento (aproximado a partir de la ratio gastos financieros sobre deuda), mayores niveles de endeudamiento resultan en mayores tasas de rentabilidad financiera. Y viceversa, si la empresa no es capaz de obtener un rendimiento por su inversión superior al coste de su deuda, mayores niveles de deuda suponen menor rentabilidad para el accionista. La definición de deuda considerada excluye la financiación sin coste explícito.

c) *Efecto de los ingresos financieros*: mide la parte de la rentabilidad financiera que proviene de los ingresos de carácter financie-

ro, y que, sumado al efecto apalancamiento, suele denominarse efecto financiero.

d) *Efecto de los resultados extraordinarios*: mide la parte de la rentabilidad financiera que proviene de los resultados de carácter extraordinario.

e) *Efecto impositivo*: es el componente de la rentabilidad del accionista que se deriva de la carga impositiva a la que están sujetos los beneficios empresariales, vía impuesto de sociedades.

En segundo lugar, se lleva a cabo un análisis del origen y la aplicación de fondos sectorial durante el periodo analizado. La estructu-

ra de este análisis se sintetiza en el esquema 2, y su desarrollo analítico se recoge en el anexo II.B). Este análisis permite dar respuesta básicamente a dos cuestiones: ¿de dónde proviene el *cash flow* generado en los sectores estudiados durante el periodo analizado? y ¿qué destino se ha dado a ese *cash flow*? Los siguientes puntos describen sintéticamente la estructura de este análisis:

1. El *cash flow* operativo, o fondos generados por las operaciones, se obtiene sumando al resultado de la explotación después de impuestos las amortizaciones y la variación de las provisiones de tráfico del ejercicio, que constituyen gastos (o ingresos en el caso del

## ESQUEMA 2 ANÁLISIS DEL ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

Resultado de explotación después de impuestos
+ Dotación amortización
+ Variación de provisiones de tráfico
<b>= Cash Flow operativo</b>
- Variación de necesidades operativas de fondos (N.O.F)
- Variación de inmovilizado material e inmaterial
- Variación de inmovilizado financiero
<b>= Free Cash Flow</b>
+ Ingresos financieros después de impuestos
- Gastos financieros después de impuestos
+ Variación de deuda con coste
+ Resultados extraordinarios después de impuestos
+ Variación de deuda a largo plazo sin coste
<b>= Superávit (déficit)</b>
<b>+ Variación de fondos propios</b>
+ Variación de capital suscrito
- Resultados distribuidos
+ Variación otras reservas
<b>= Variación de tesorería</b>

exceso de provisiones), pero no salidas (o entradas) de tesorería.

2. Si al *cash flow* operativo le sumamos la inversión (o desinversión), en circulante y en inmovilizado, que ha hecho la empresa a lo largo del ejercicio, obtenemos el *free cash flow*, concepto que se utiliza frecuentemente como una medida de los fondos generados en la actividad que quedan disponibles para remunerar a los proveedores de financiación, tanto propia como ajena.

3. Si el *free cash flow* es negativo (8), porque las inversiones realizadas en el periodo superan a los fondos generados por la actividad, los fondos necesarios para compensar la diferencia entre fondos invertidos y fondos generados por las operaciones tienen que compensarse con:

a) la variación de tesorería en el periodo. Si la tesorería aumenta (dis-

minuye) en el periodo tendremos una aplicación (origen) de fondos;

b) los fondos relacionados con la actividad financiera de la empresa en el periodo, que básicamente se compone de la aplicación de fondos que supone el pago de la carga financiera de la deuda en el periodo, el origen de fondos que suponen los ingresos financieros del periodo, y el origen (si es positiva) o aplicación (si es negativa) de fondos que supone la variación neta de la deuda con coste en el periodo;

c) las aportaciones netas de los accionistas, esto es, la variación de los recursos propios en el periodo.

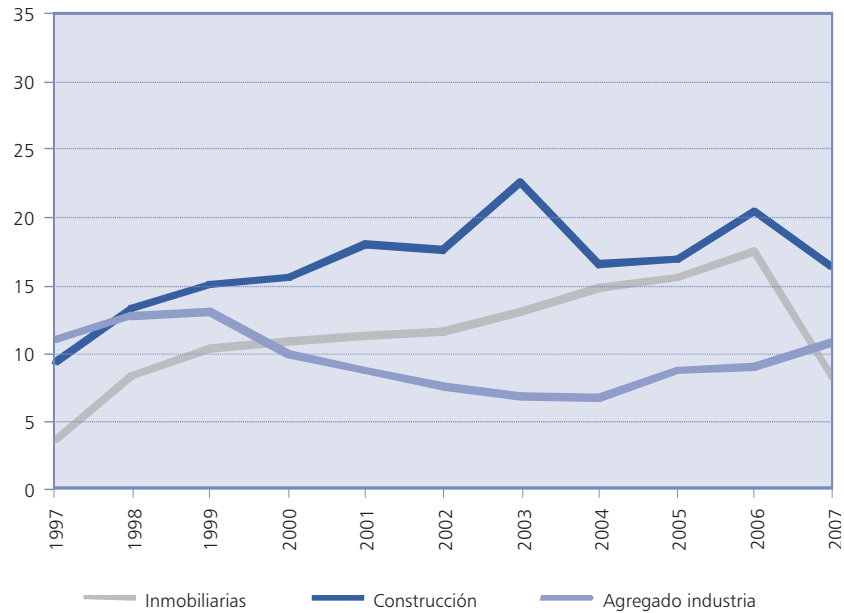
Cualquiera de estas tres partidas (a, b y c) podría ser también negativa, y por tanto implicar una aplicación de fondos, que debería compensarse por el resto junto con el del *free cash flow* negativo.

## IV. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA

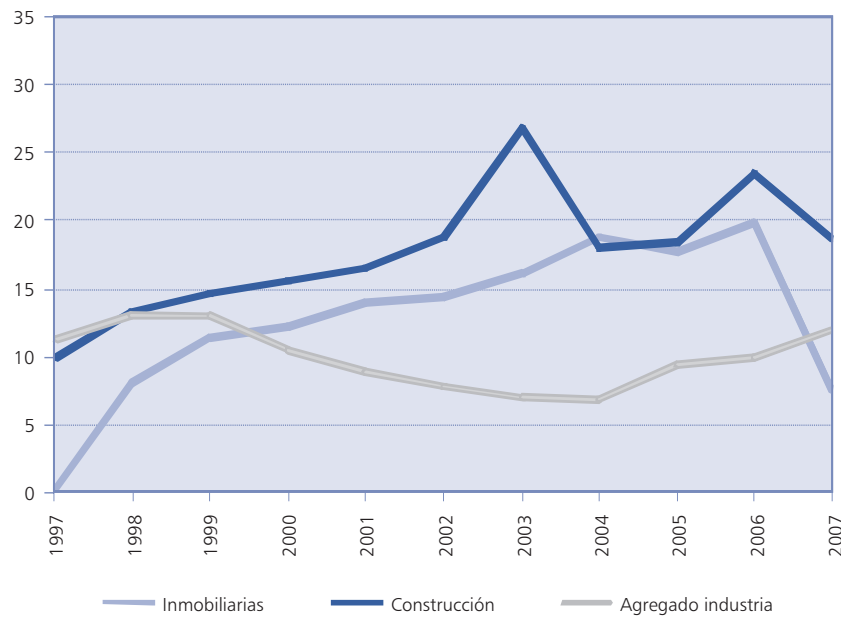
El gráfico 8 muestra la evolución en el periodo 1997-2007 del indicador de rentabilidad financiera para los tres sectores analizados, tanto para el conjunto de la muestra inicial obtenida de SABI como para el subconjunto de empresas que presentan balance con formato normal. Se comprueba que la evolución del indicador es similar en el total de la muestra y en el subconjunto de empresas con balance normal, aunque en los sectores inmobiliario y de la construcción el nivel del indicador es mayor en esta última submuestra. En 1997, la rentabilidad financiera del sector inmobiliario y la del sector de la construcción se encontraban por debajo de la del agregado de la industria. Durante 1997 y 2006 el indicador creció extraordinariamente en los dos primeros sectores y decreció ligeramente en el agregado de la industria. Como consecuencia de ello, en 2006, la rentabilidad de los accionistas del sector inmobiliario y de la construcción era más del doble que la de los del agregado de la industria. Pero ese enorme *gap* generado en una década desapareció totalmente en el caso del sector inmobiliario, y se redujo considerablemente en el de la construcción, en tan solo un año. En 2007, la rentabilidad financiera de las empresas grandes del sector inmobiliario (las que presentan balance normal) perdía casi 12,5 puntos porcentuales, y se situaba de nuevo por debajo de la del agregado de la industria. El descenso fue menor en el sector de la construcción, que perdió cinco puntos porcentuales. El resto del análisis incluido en este apartado persigue identificar los factores en los que se basó ese ex-

**GRÁFICO 8**  
**EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA. 1997-2007**  
 (Porcentaje)

**a) Muestra total**



**b) Muestra de empresas que presentan balance con formato normal**



Fuente: SABI y elaboración propia.

traordinario crecimiento de la rentabilidad financiera de las compañías constructoras e inmobiliarias entre los años 1997 y 2006, para que se produjera una caída tan

brusca en 2007. Para ello, se descompone el indicador de rentabilidad financiera según indica el esquema 1. Esta descomposición se centra, como se ha mencionado

en el apartado anterior, en la muestra de empresas que presenta balance normal. Los datos de la descomposición completa se presentan en el cuadro n.º 2.

CUADRO N.º 2

**EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA Y SUS COMPONENTES. 1997-2007**  
(NÚMERO DE EMPRESAS, PORCENTAJES Y PUNTOS PORCENTUALES)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Sector inmobiliario</i>											
<i>N</i>											
	1.343	1.580	1.751	1.844	2.215	2.782	3.012	2.909	3.241	3.397	2.808
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6) .....	0,34	8,07	11,38	12,17	13,86	14,38	16,12	18,70	17,72	19,85	7,47
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	4,19	5,66	7,30	7,51	8,44	8,47	8,80	9,33	8,42	8,20	4,52
Margen (%) (2.1) .....	9,90	12,82	17,34	18,69	20,49	20,85	22,66	25,39	25,79	27,47	22,44
Rotación (2.2) .....	0,42	0,44	0,42	0,40	0,41	0,41	0,39	0,37	0,33	0,30	0,20
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2) .....	-0,73	1,25	3,69	3,98	4,56	5,94	7,92	10,77	10,42	10,61	-0,38
Endeudamiento (3.1) .....	1,07	0,93	0,96	1,07	1,19	1,31	1,48	1,73	1,94	2,19	2,48
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	-0,68	1,25	3,84	3,72	3,85	4,55	5,34	6,22	5,38	4,84	-0,15
Coste de la deuda (%) (3.2.1) .....	4,88	4,41	3,46	3,79	4,60	3,92	3,47	3,11	3,04	3,36	4,68
Efecto ingresos financieros (%) (4) .....	1,80	2,54	2,43	2,48	3,05	2,61	3,07	3,36	3,69	5,21	4,99
Efecto resultados extraordinarios (%) (5) .....	-4,56	1,62	2,18	2,92	2,66	2,31	2,71	2,49	2,40	3,36	0,22
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-0,37	-2,93	-4,21	-4,71	-4,85	-4,94	-6,37	-7,24	-7,21	-7,52	-1,89
Tasa impositiva (7).....	0,52	0,26	0,27	0,28	0,26	0,26	0,28	0,28	0,29	0,27	0,20
<i>Sector de la construcción</i>											
<i>N</i>											
	1.516	1.541	1.781	2.012	2.396	2.811	3.174	3.401	3.701	4.158	3.931
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6) .....	9,88	13,28	14,56	15,53	16,48	18,73	26,81	17,91	18,29	23,45	18,55
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	7,89	9,38	9,30	9,97	10,20	10,16	10,09	9,78	9,17	8,50	7,08
Margen (%) (2.1) .....	5,59	5,66	5,84	6,94	7,25	6,91	7,34	7,85	7,61	7,46	6,86
Rotación (2.2) .....	1,41	1,66	1,59	1,44	1,41	1,47	1,38	1,25	1,20	1,14	1,03
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2) .....	1,83	3,82	5,02	6,20	6,83	7,70	8,24	7,75	7,89	7,46	4,29
Endeudamiento (3.1) .....	0,86	0,90	1,01	1,14	1,24	1,32	1,29	1,23	1,34	1,53	1,71
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	2,13	4,24	4,96	5,44	5,53	5,84	6,40	6,30	5,89	4,89	2,51
Coste de la deuda (%) (3.2.1) .....	5,76	5,14	4,34	4,54	4,67	4,32	3,70	3,48	3,28	3,61	4,57
Efecto ingresos financieros (%) (4) .....	3,97	5,11	4,43	5,11	6,12	6,53	9,87	7,70	7,69	8,92	12,13
Efecto resultados extraordinarios (%) (5) .....	0,13	-0,36	0,56	-0,17	-0,66	1,29	5,91	-0,87	-0,10	6,39	0,28
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-3,94	-4,67	-4,73	-5,58	-6,01	-6,95	-7,29	-6,45	-6,35	-7,81	-5,22
Tasa impositiva (7).....	0,29	0,26	0,25	0,26	0,27	0,27	0,21	0,26	0,26	0,25	0,22
<i>Agregado industria</i>											
<i>N</i>											
	7.108	7.081	7.367	7.468	7.789	8.152	8.278	8.537	8.777	8.938	7.998
Rentabilidad financiera (%) (1) = suma (2) a (6) .....	11,26	13,02	13,02	10,39	8,86	7,67	6,87	6,77	9,37	9,91	11,89
Rentabilidad económica (%) (2) = (2.1) x (2.2).....	10,03	11,19	10,56	9,14	7,92	7,75	7,20	7,31	6,36	6,41	7,18
Margen (%) (2.1) .....	5,73	6,33	6,18	5,49	5,11	5,17	4,89	4,95	4,51	4,57	5,29
Rotación (2.2) .....	1,75	1,77	1,71	1,66	1,55	1,50	1,47	1,48	1,41	1,40	1,36
Efecto apalancamiento (%) (3) = (3.1) x (3.2) .....	2,57	4,30	5,04	3,70	2,53	2,86	2,88	3,46	2,70	2,68	2,34
Endeudamiento (3.1) .....	0,75	0,78	0,84	0,88	0,92	0,95	0,94	0,95	0,99	1,02	1,04
Margen de apalancamiento (%) (3.2) = (2) - (3.2.1)....	3,42	5,52	5,98	4,21	2,75	3,01	3,06	3,65	2,73	2,63	2,25
Coste de la deuda (%) (3.2.1) .....	6,61	5,68	4,57	4,93	5,17	4,74	4,14	3,66	3,62	3,78	4,92
Efecto ingresos financieros (%) (4) .....	3,02	2,94	2,88	2,79	2,99	2,39	2,38	2,43	2,87	3,70	3,93
Efecto resultados extraordinarios (%) (5) .....	-0,11	-0,58	-0,26	-0,90	-1,13	-2,26	-2,35	-2,70	0,78	0,84	2,31
Efecto impositivo (%) (6) = - (7) x suma (2) a (6).....	-4,25	-4,83	-5,19	-4,33	-3,45	-3,05	-3,25	-3,73	-3,33	-3,71	-3,86
Tasa impositiva (7).....	0,27	0,27	0,29	0,29	0,28	0,28	0,32	0,36	0,26	0,27	0,25

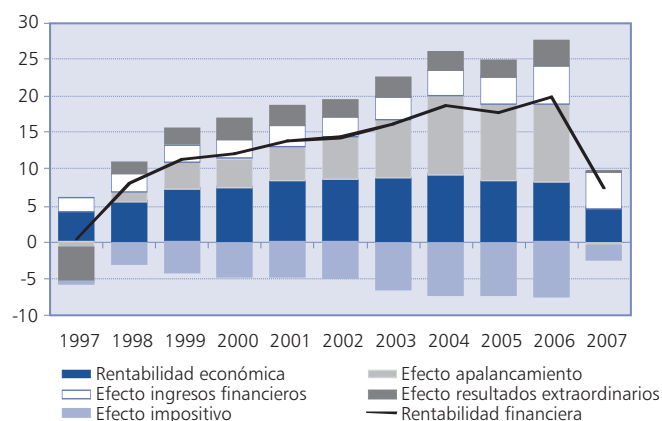
Fuente: SABI y elaboración propia.

## 1. Primer nivel de la descomposición

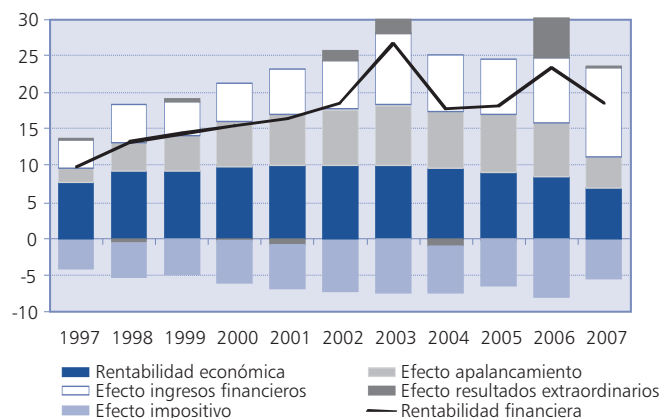
En el gráfico 9 se representa la evolución del primer nivel de descomposición de la rentabilidad financiera. El principal determinante del crecimiento de la rentabilidad financiera en los sectores de la construcción e inmobiliario entre 1997 y 2006 fue el efecto apalancamiento. A diferencia de lo observado en el agregado de la industria, donde este componente de la rentabilidad financiera se mantuvo más o menos constante en ese periodo, en el sector inmobiliario y en el de la construcción es el factor que más creció. En 1997 el efecto del apalancamiento en la rentabilidad financiera del sector inmobiliario era incluso negativo (-0,73 por 100), y el del sector de la construcción estaba en torno al 1,8 por 100, en ambos casos por debajo del agregado de la industria (2,57 por 100). Diez años después, en 2006, el factor apalancamiento en el agregado de la industria se encontraba en el 2,7 por 100 mientras que en las compañías inmobiliarias y constructoras alcanzaba el 10,6 y el 7,5 por 100 respectivamente. Como consecuencia del importante crecimiento experimentado por el factor apalancamiento, éste se convirtió a partir de 2004 en el principal componente de la rentabilidad financiera del sector inmobiliario. En este sector, hasta 2003 la rentabilidad económica era el componente de la rentabilidad financiera con mayor peso. En el sector de la construcción, el factor apalancamiento también crece mucho en el periodo, pero menos que en el inmobiliario. De hecho, al principio del periodo el efecto apalancamiento de las constructoras es mayor que el de las inmobiliarias y desde 2004 está por debajo. Del mismo modo, el apalancamiento descendió considerablemente en

GRÁFICO 9  
EVOLUCIÓN DE LA DESCOMPOSICIÓN DE LA RENTABILIDAD FINANCIERA. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007 (Porcentajes)

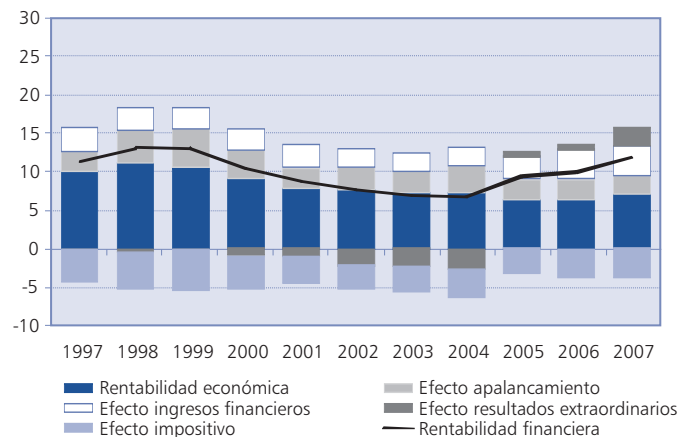
### a) Inmobiliarias



### b) Construcción



### c) Agregado industria



Fuente: SABI y elaboración propia.



2007 en ambos sectores, aunque más en el inmobiliario, en el cual perdió 11 puntos porcentuales y volvió a contribuir negativamente a la rentabilidad de los accionistas, como en 1997.

La evolución de la rentabilidad económica de los sectores construcción e inmobiliario a lo largo del periodo 1997-2006 fue más moderada que la experimentada por el efecto apalancamiento. En el sector inmobiliario este indicador creció de manera continuada entre 1997 y 2004, pasando del 4,19 por 100 al 9,33 por 100, para luego descender ligeramente en 2005 y 2006, y perder prácticamente todo lo ganado anteriormente en el año 2007, cuando se situó ligeramente por encima del nivel de 1997 (en el 4,5 por 100). La evolución de la rentabilidad económica de las compañías constructoras en el periodo analizado es similar a la de las inmobiliarias, aunque mucho más moderada. Pasa del 7,9 por 100 inicial en 1997 al máximo de 10 por 100 en 2003, y desde ahí comienza a decrecer hasta situarse en el 7 por 100 de 2007. La caída de este indicador en 2007 en el sector de la construcción es mucho menos acusada que en el inmobiliario.

Destaca también el importante crecimiento experimentado en el periodo analizado por el efecto de los ingresos financieros en el sector inmobiliario, y en mucha mayor medida en el de la construcción. Éste es sin duda el componente que salvó a la rentabilidad financiera de estos dos sectores de experimentar una caída aún mayor que la sufrida en el año 2007, sobre todo en el caso de la construcción. En el sector inmobiliario, el efecto de los ingresos financieros solo bajó 0,2 puntos porcentuales en 2007, y en el de construcción incluso au-

mentó (tres puntos), convirtiéndose en ambos en el principal componente de la rentabilidad financiera de 2007.

Tampoco es despreciable el efecto de los resultados extraordinarios en la rentabilidad financiera del sector inmobiliario durante el periodo analizado, siendo sistemáticamente positivo entre 1998 y 2007, a diferencia de lo que ocurre en los otros sectores. Como veremos más adelante, estos resultados también podrían estar relacionados con la actividad inmobiliaria.

Finalmente, el crecimiento de la rentabilidad financiera en las compañías inmobiliarias y constructoras durante el periodo analizado fue, como es lógico, acompañado de un efecto impositivo cada vez más negativo, a pesar de que las tasas impositivas no crecieron en el periodo, sino que incluso bajaron, como indican los datos del cuadro n.º 2.

## 2. Profundizando en el papel de la rentabilidad económica

Si nos quedamos en el primer nivel de la descomposición de la rentabilidad financiera (gráfico 9), podríamos concluir, erróneamente, que la rentabilidad económica no tuvo una incidencia sustancial en el espectacular crecimiento de la rentabilidad financiera en el sector inmobiliario y en el sector de la construcción entre los años 1997 y 2006. Sin embargo, profundizar en el análisis de la rentabilidad económica es crucial, principalmente porque proporciona información sobre la estrategia de negocio de las empresas, que podría haber sufrido cambios sustanciales que afecten a su riesgo operativo incluso aunque la

rentabilidad económica hubiera sido constante. Y también porque, como muestra el esquema 1, el efecto apalancamiento, el que más peso tiene en la evolución observada de la rentabilidad financiera, depende a su vez de la rentabilidad económica. Para que el efecto apalancamiento sea positivo, la rentabilidad económica debe superar al coste de la deuda.

La rentabilidad económica puede expresarse como el producto de dos factores: el margen de explotación (beneficio de explotación sobre cifra de negocios) y la rotación (cifra de negocios sobre inversión neta). Esto es, la rentabilidad económica depende, por un lado, del beneficio que la empresa es capaz de generar con su actividad económica por cada unidad vendida (el margen de explotación), y por otro lado, del volumen de ventas por unidad invertida (la rotación). Elevados márgenes y rotaciones bajas pueden generar la misma rentabilidad económica que márgenes bajos y elevadas rotaciones.

En el cuadro n.º 2 aparece también la evolución de los dos componentes de la rentabilidad económica, margen y rotación. En el agregado de la industria, se observan descensos tanto del margen como de la rotación entre 1997 y 2006, que lógicamente resultaron en un descenso de la rentabilidad económica. En el sector de la construcción, el margen creció de forma moderada, pasando del 5,6 por 100 en 1997 al 7,5 por 100 en 2006 y al 6,9 por 100 en 2007. Por su parte, la rotación se mantuvo constante en torno a valores comprendidos entre 1,38-1,66 hasta 2003, para caer posteriormente de manera continuada hasta 1,14 en 2006 y 1,03 en 2007. Como consecuencia, la rentabilidad econó-

mica en este sector creció ligeramente entre 1997 (7,9 por 100) y 2004 (10 por 100), para descender posteriormente hasta alcanzar en 2007 el 7 por 100, por debajo del nivel inicial de 1997. En el sector inmobiliario, la rentabilidad económica creció cuatro puntos porcentuales entre 1997 y 2006 a pesar del descenso experimentado por la rotación, que pasó en ese periodo de 0,42 a 0,30, y que además presentaba niveles muy inferiores a los del resto de sectores (9). El aumento de la rentabilidad económica en este sector se derivó del enorme crecimiento del margen, que pasó del 9,9 por 100 en 1997 al 27,4 por 100 en 2006. En 2007, la rotación seguía cayendo, más que en años previos, y a ello se unió una brusca caída del margen (de casi cinco puntos porcentuales), generando un descenso importante de la rentabilidad económica, que pasó del 8,2 por 100 en 2006 al 4,5 por 100 en 2007.

### 2.1. *El crecimiento del margen en el sector inmobiliario*

De lo expuesto previamente, destaca sobre todo el enorme crecimiento del margen en las compañías del sector inmobiliario entre 1997 y 2006. ¿A qué se debió ese espectacular crecimiento del margen? En principio, considerando la definición de margen (beneficio de explotación sobre cifra de negocios), se puede plantear la hipótesis de que este incremento entre 1997 y 2006 se derivó de una mejor eficiencia en costes de estas compañías. Para contrastar esta hipótesis, en el gráfico 10 se representa la evolución de los ratios que relacionan con la cifra de negocios las tres partidas de gasto de la explotación que es posible identificar en la cuenta

de resultados: consumos intermedios, amortizaciones y provisiones de tráfico, y gastos de personal. De las tres ratios representadas en el gráfico 10, solo observamos una tendencia decreciente durante el periodo considerado en el indicador gastos de personal sobre cifra de negocios. En 1997 los gastos de personal de las compañías inmobiliarias analizadas eran el 8,6 por 100 de la cifra de negocios, y en 2006 el 4,8 por 100. Pero esta circunstancia no es exclusiva de las empresas inmobiliarias, sino que también se observa en las empresas constructoras, cuya ratio gastos de personal sobre cifra de negocios pasó del 20,2 por 100 en 1997 al 15,2 por 100 en 2006. Incluso, aunque en menor medida, el descenso de la ratio gastos de personal sobre cifra de negocios se observa en el agregado de la industria, donde pasó del 15 por 100 en 1997 al 13,4 por 100 en 2006 (10).

Por tanto, no parece que detrás de ese incremento del margen del sector inmobiliario haya solo una mayor eficiencia en costes de las compañías, ya que únicamente se observan reducciones en los gastos de personal, pero similares a los de otros sectores ¿Cuál fue entonces su causa? La respuesta nos la ofrece el gráfico 11, que representa la evolución de la ratio variación de existencias de productos en curso y productos terminados sobre cifra de negocios en las compañías con balance normal de los tres sectores a lo largo del periodo 1997-2007. El gráfico 11 pone de manifiesto que gran parte del incremento registrado en el margen de las compañías inmobiliarias entre 1997 y 2006 se derivó de los comportamientos especulativos del sector. La tendencia creciente en la ratio variación de existencias de pro-

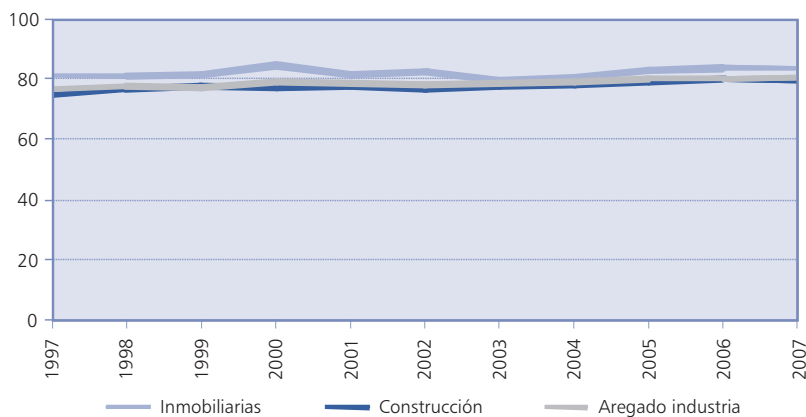
ductos en curso y productos terminados sobre cifra de negocios es una característica casi exclusiva del sector inmobiliario. Se observa en el sector de construcción, pero en mucha menor medida.

### 2.2. *El stock, una de las claves*

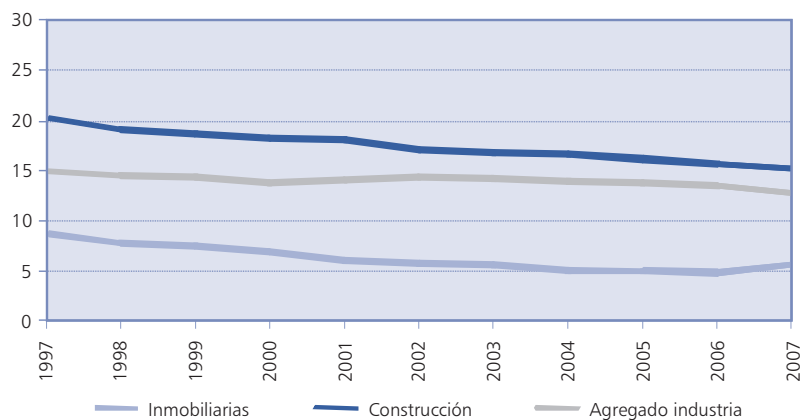
Las existencias son la partida clave que hay detrás del resultado mostrado en el epígrafe anterior. Por ello, a continuación profundizamos en su análisis preguntándonos qué circunstancias, específicas del sector inmobiliario pudieron dar lugar a este resultado. Los gráficos 12 y 13 ofrecen información adicional sobre la evolución en el periodo analizado del valor de las existencias de los sectores analizados. En el gráfico 12 se representa el peso relativo de las existencias en el activo circulante de las empresas con balance normal de los distintos sectores. En 1997, el valor de las existencias de las empresas inmobiliarias representaba el 60 por 100 del activo circulante, mientras que en 2007 superaba el 73 por 100. El incremento del peso del valor de las existencias entre 1997 y 2007 se produjo también en el sector de la construcción, aunque en menor medida, y no se observa en el agregado de la industria. Por su parte, el gráfico 13 muestra la evolución de la ratio existencias sobre cifra de negocios. En 1997, las empresas inmobiliarias de la muestra tenían registrado en su balance un *stock* cuyo valor superaba a su cifra de negocios, muy por encima de las compañías constructoras y del agregado de la industria, donde el valor de las existencias no llegaba al 19 por 100 y 11 por 100 de sus respectivas cifras de negocio. Las diferencias se hicieron mucho mayores en los diez años siguientes. En el año 2007, el valor de las existencias en el balance de las grandes inmobiliarias fue más de 2,5 veces su ci-

**GRÁFICO 10**  
**EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS DE LA EXPLOTACIÓN SOBRE LA CIFRA DE NEGOCIOS.**  
**MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007**  
 (Porcentajes)

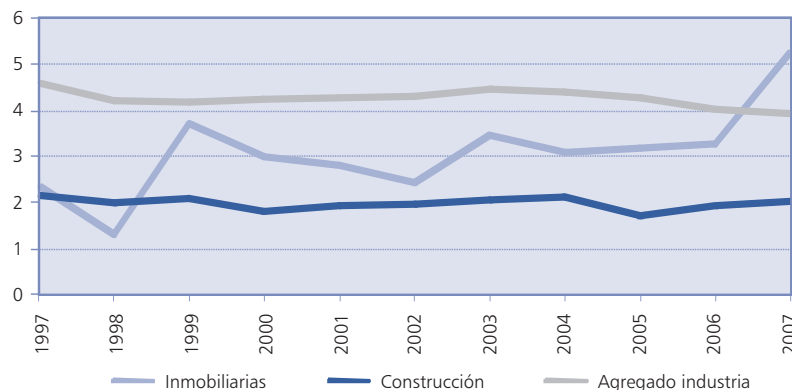
**a) Consumos intermedios sobre cifra de negocios**



**b) Gastos de personal sobre cifra de negocio**

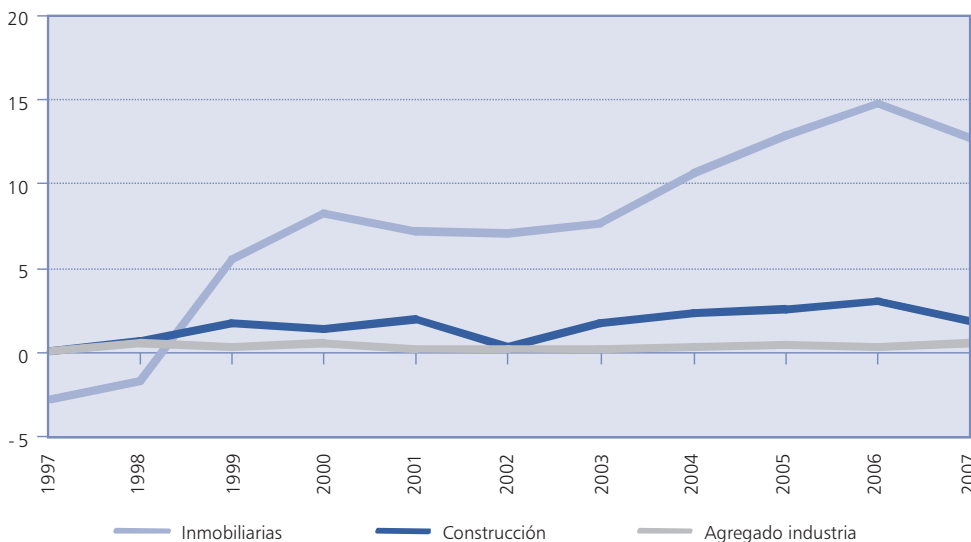


**c) Provisiones de tráfico y amortizaciones sobre cifra de negocios**



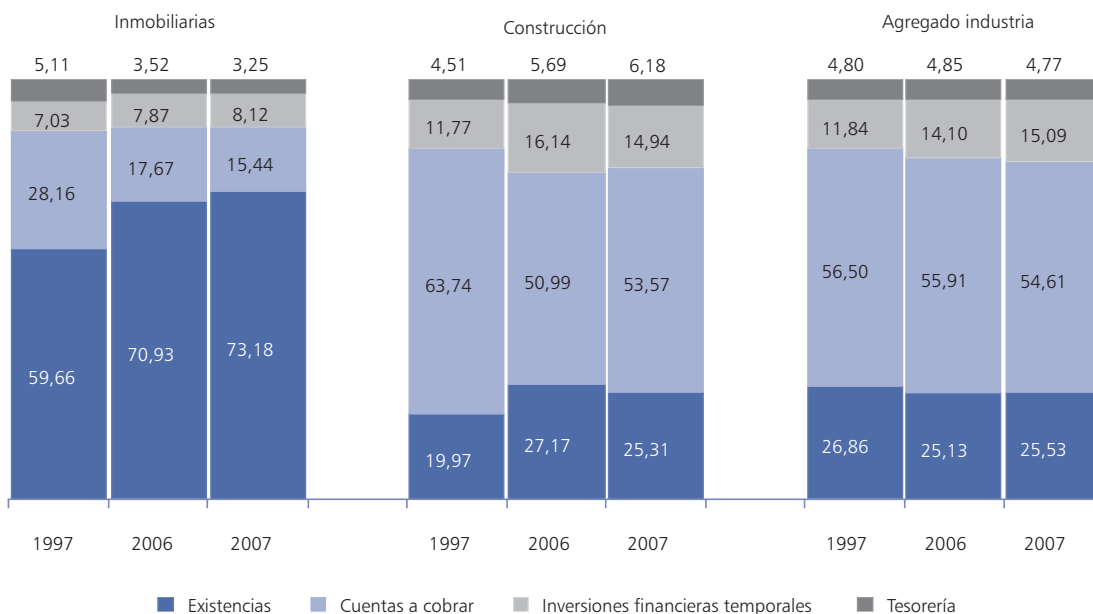
Fuente: SABI y elaboración propia.

**GRÁFICO 11**  
**EVOLUCIÓN DE LA RATIO VARIACIÓN DE EXISTENCIAS DE PRODUCTOS EN CURSO Y PRODUCTOS TERMINADOS SOBRE CIFRA DE NEGOCIOS. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007**  
 (Porcentaje)



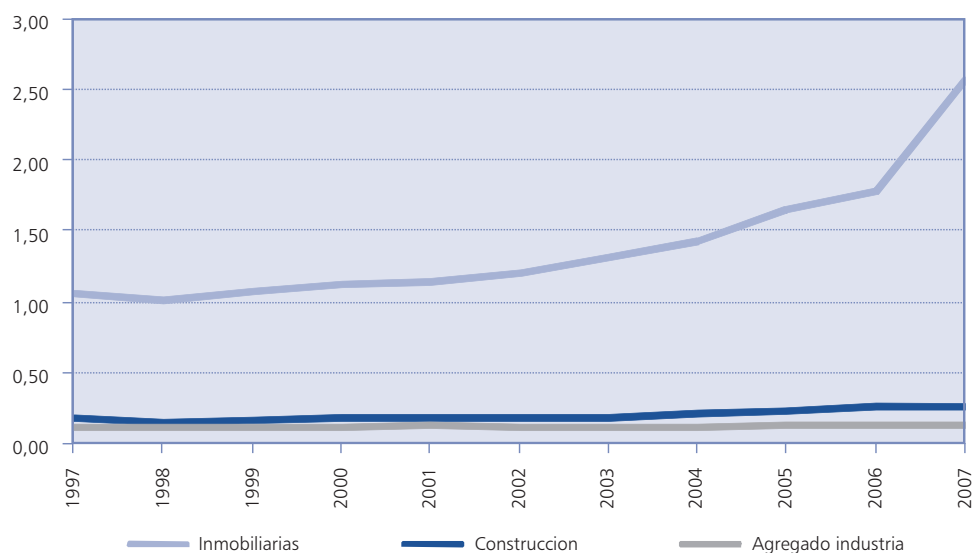
Fuente: SABI y elaboración propia.

**GRÁFICO 12**  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DEL ACTIVO CIRCULANTE. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007**  
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

GRÁFICO 13  
**EVOLUCIÓN DE LA RATIO EXISTENCIAS SOBRE CIFRA DE NEGOCIOS.**  
**MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL. 1997-2007**



Fuente: SABI y elaboración propia.

fra de negocios, mientras que en las constructoras era 0,3 veces y en el agregado de la industria 0,2 veces. De nuevo, el sector inmobiliario ofrece resultados específicos. Analicemos la composición de su *stock*.

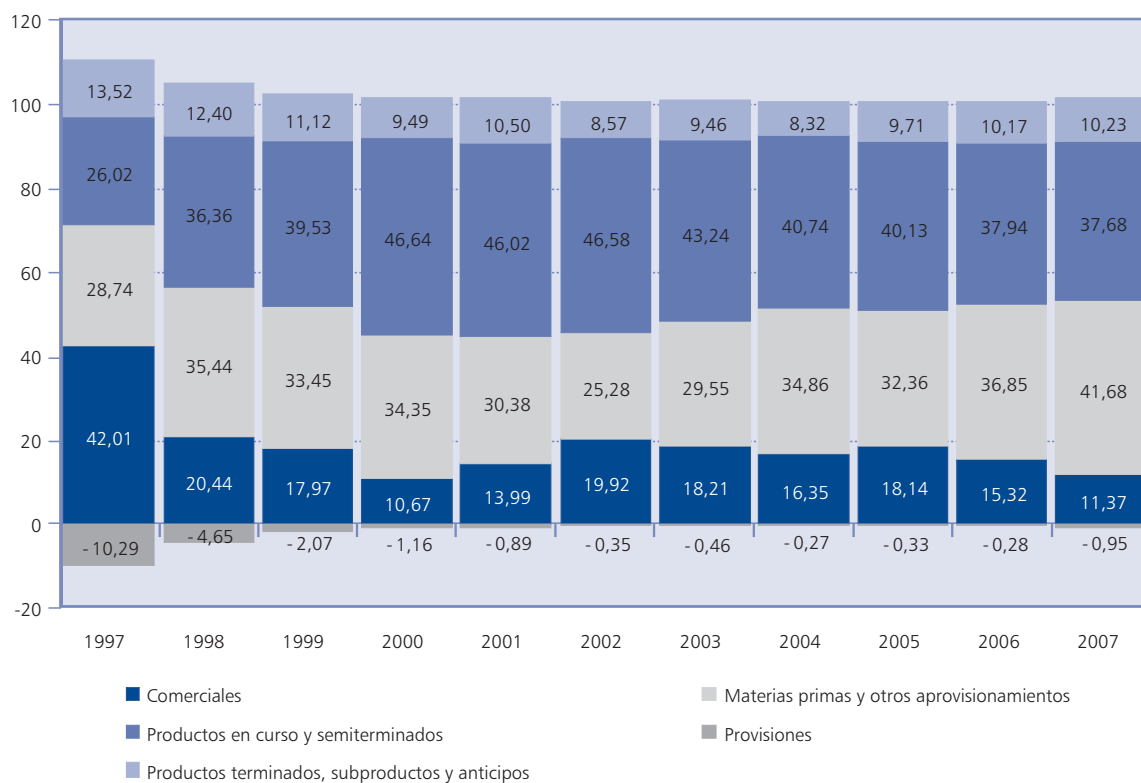
El grueso de las existencias en el sector inmobiliario, que según las normas contables se valoran por su precio de adquisición o coste de producción, está formado por cuatro tipos de elementos: edificios adquiridos destinados a la venta, terrenos y solares, obras en curso y edificios terminados. SABI no ofrece este desglose en concreto, pero se ha comprobado que cada uno de los cuatro elementos anteriores se encuentra incluido, respectivamente, en las siguientes partidas de existencias que se desglosan en la base de datos: existencias comerciales, materias primas y otros aprovisionamientos, productos en curso y semiterminados, y productos terminados.

Considerando la submuestra de compañías con balance normal para las que se dispone del desglose del valor de las existencias (11), el gráfico 14 representa la evolución del peso relativo de los distintos componentes de las existencias del sector inmobiliario durante el periodo analizado. Las partidas «subproductos, residuos y materiales recuperables» y «anticipos» se han agregado a la de «productos terminados» por ser prácticamente insignificantes. Los resultados sugieren que dos de las partidas de existencias del sector crecieron más que el resto, puesto que ganaron peso relativo: las existencias de materias primas y otros aprovisionamientos, donde en el sector inmobiliario se registra básicamente el valor de los solares en los que aún no se ha edificado, y las existencias de productos en curso y de productos semiterminados, donde se encuentran básicamente los edificios en construcción.

Sintetizando, los resultados relacionados con la evolución del *stock* del sector inmobiliario indican que las partidas en las que éste experimentó mayor crecimiento durante el periodo analizado fueron las de «terrenos y solares» y «obras en curso», y que el crecimiento de estas partidas fue mayor que el crecimiento de la cifra de negocios del sector.

La primera lectura que sugiere toda la evidencia presentada en relación con la evolución del *stock* del sector inmobiliario es que el tipo de actividad que se potenció en el sector durante ese periodo fue la promoción inmobiliaria. El aumento del peso relativo de las existencias de «terrenos y solares» y «obras en curso» en el balance sectorial así lo indica. Atender la creciente demanda de vivienda requería comprar cada vez más suelo y empezar cada vez más obras. Además, el valor por el que debía conta-

GRÁFICO 14  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA PARTIDA DE EXISTENCIAS. SECTOR INMOBILIARIO. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL PARA LA QUE SABI OFRECE DESGLOSE. 1997-2007**  
 (Porcentaje)



Fuente: SABI y elaboración propia.

bilizarse ese nuevo *stock* era cada año mayor, debido básicamente al incremento del coste del suelo.

En segundo lugar, una de las circunstancias coyunturales que se destacan en el apartado II (gráfico 5b), como es el hecho de que el coste del suelo creciera durante el periodo muy por encima de lo que lo hizo el precio de la vivienda, podría estar directamente relacionada con la evolución del indicador representado en el gráfico 11. En el negocio de la promoción inmobiliaria, la variación de existencias de productos en curso y terminados de un año cualquiera  $t$  es la diferencia entre el coste de

producción de las existencias de obra en curso iniciada en  $t$  y el coste de producción de las obras terminadas vendidas en  $t$ . Por lo tanto, mide el incremento del coste de producción del sector. Luego si el cociente entre esta partida y la cifra de negocios (que se valora a precios de venta) es creciente en el tiempo, la tasa de crecimiento de los costes de la construcción debió aumentar durante el periodo analizado más rápido que el precio de venta de la producción. Para ilustrar lo anterior, consideremos un ejemplo simple: una empresa promotora inmobiliaria compra un solar en el año uno por 10, edifica en él y vende el edificio en el año dos por 15. En el año dos

compra otro solar por 12 (aumenta el precio del suelo un 20 por 100), que vende en el año tres por 18 (aumenta el precio de venta un 20 por 100, igual que el del suelo). Y así sucesivamente en los años siguientes. Puede comprobarse que la ratio variación de existencias de productos en curso y terminados sobre cifra de negocios en este ejemplo se mantiene constante a partir del año dos. También se mantendría constante esa ratio en el caso de que la empresa aumentase su actividad cada año, comprando más solares e incrementando su obra en curso. En este segundo caso, la ratio que se vería afectada es la que relaciona el valor de las existencias con la ci-



fra de negocios. Si consideramos un tercer supuesto en el que el precio de venta sube cada año por debajo del precio del suelo, podremos comprobar que, independientemente de que se incremente o no la actividad, son crecientes tanto la ratio representada en el gráfico 11 (variación de existencias de productos en curso y terminados sobre ventas) como la representada en el gráfico 13 (existencias sobre cifra de negocios). Éste es el patrón observado en los datos analizados.

En definitiva, una circunstancia que explicaría el resultado del gráfico 11, y el comportamiento del margen de explotación en el sector inmobiliario, es que el precio del suelo creció durante el periodo por encima de lo que lo hizo el de la vivienda. Esta circunstancia también explicaría, por sí sola, la evolución creciente de la ratio representada en el gráfico 13. Pero, en este último caso, la evolución pudo basarse también en el hecho de que las promotoras acumulasen suelo en sus balances, comprado además cada vez más caro. Las empresas promotoras, ante las expectativas de subidas de precios (12), compraron más suelo del que realmente les hacía falta para continuar con su actividad, tratando de anticipar las ganancias de los mayores precios esperados de la vivienda en el futuro.

En general, los resultados sugieren que el crecimiento del margen de explotación, y por tanto de la rentabilidad económica y del valor añadido, del sector inmobiliario entre 1997 y 2006 estuvo en buena medida sustentado por la especulación creada en torno al precio del suelo, que a su vez se derivaba de las expectativas futuras de crecimientos rápidos y sostenidos en el precio de la vivienda. El margen de explotación también creció como consecuen-

cia de que el coste de personal por unidad vendida disminuyó, circunstancia que se observa igualmente en el sector de la construcción, más intensivo en mano de obra que el inmobiliario. Por su parte, la caída del margen de explotación, y en consecuencia de la rentabilidad económica, que se observa en 2007 se derivó sin duda del parón de la actividad que reflejan todos los indicadores. Ese año, además, las empresas del sector inmobiliario incrementaron sustancialmente las dotaciones de provisiones de tráfico (13).

### 3. ¿Por qué aumentó tanto el apalancamiento?

Anteriormente se ha puesto de manifiesto la importancia del efecto apalancamiento en el enorme crecimiento de la rentabilidad financiera de las compañías del sector inmobiliario y del sector de la construcción durante el periodo 1997-2006. En este epígrafe profundizamos en el análisis de este efecto a través de su descomposición en dos factores: el margen de apalancamiento, que a su vez es la diferencia entre la rentabilidad económica y el coste de la deuda, y el nivel de endeudamiento. En definitiva, el efecto apalancamiento depende de tres variables: el nivel de endeudamiento (deuda con coste / fondos propios), la rentabilidad económica y el coste de la deuda (gastos financieros sobre deuda con coste). La evolución de las tres variables en la muestra analizada aparece también en el cuadro n.º 2.

El sector inmobiliario es el que presenta el nivel más elevado de endeudamiento desde el comienzo del periodo. En 2007, la deuda con coste de las empresas inmobiliarias analizadas era casi 2,5 veces sus fondos propios, mientras que en el sector de la cons-

trucción era de 1,71 veces. En el conjunto de sectores industriales, el endeudamiento se situaba en niveles más bajos (ratio en torno a 1). En cuanto a la evolución del endeudamiento entre 1997 y 2007 destaca su tendencia creciente, especialmente pronunciada en el sector inmobiliario, y en menor medida en el de la construcción. Tendencia que además no se frenó en 2007, como lo hizo la rentabilidad económica. En el agregado de la industria el endeudamiento también creció en ese periodo, aunque mucho menos que en los anteriores. Entre 1997 y 2007 la ratio de endeudamiento pasó de 1,07 a 2,48 (x 2,3) en el sector inmobiliario, de 0,86 a 1,71 (x 2) en el sector de la construcción y de 0,75 a 1,04 (x 1,4) en el agregado de la industria.

La tendencia decreciente que experimentaron los tipos de interés entre 1997 y 2005 se ve reflejada en la evolución del coste del endeudamiento de las compañías de todos los sectores. En el sector inmobiliario y en el de la construcción, esta circunstancia, unida al crecimiento de la rentabilidad económica que se ha puesto de manifiesto anteriormente, hizo que durante el periodo 1997-2005 el margen de apalancamiento creciera. En estos dos sectores, un margen de apalancamiento creciente, unido a un nivel de endeudamiento también creciente, explica la enorme importancia del efecto apalancamiento en la evolución de la rentabilidad financiera. Por otro lado, a pesar de tener mayores niveles de endeudamiento, el coste de la deuda en el sector inmobiliario y en el sector de la construcción se situó hasta 2006 por debajo del agregado de la industria. El aumento de los tipos de interés a partir de 2005 queda también reflejado en la evolución del coste de la deuda de las com-



pañías de todos los sectores. Esta circunstancia frenó el crecimiento del margen de apalancamiento de las compañías, que decreció en 2005 y en 2006. Con ello, a pesar de que el endeudamiento seguía creciendo, el efecto apalancamiento comenzó a reducirse. En 2007, la caída sufrida por la rentabilidad económica se unió al aumento de los tipos de interés y, con el endeudamiento todavía al alza, el efecto apalancamiento cayó vertiginosamente. De hecho, el margen de apalancamiento (y el efecto apalancamiento) fue incluso negativo en las compañías del sector inmobiliario. Todo apunta a que en 2008 esta situación se agravó considerablemente, dado que ese año los tipos de interés siguieron subiendo y las ventas del sector inmobiliario y de la construcción, bajando.

#### 4. ¿De dónde proceden los ingresos financieros de las empresas constructoras e inmobiliarias?

Como se ha señalado anteriormente, los ingresos financieros también contribuyeron a incrementar considerablemente la rentabilidad financiera de las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción a lo largo del periodo 1997-2007, especialmente en el caso de las segundas. Este resultado es compatible con el importante crecimiento que experimentó el inmovilizado financiero en el periodo considerado (14).

Dado que se trata de un elemento importante del rendimiento que ofrecen a sus accionistas, es interesante profundizar en el origen de los ingresos financieros. Para ello, se considera la submuestra de empresas en las que SABI reporta el desglose de esta partida. De los tres principales ítems de in-

gresos financieros (ingresos de participaciones en capital, ingresos de otros valores negociables y de créditos, y otros intereses e ingresos asimilados) el que más creció en el periodo 1997-2007 fue el primero. De hecho, en el gráfico 15, en el que se representa la evolución de la composición porcentual de la partida de ingresos financieros en los tres sectores analizados durante el periodo 1997-2007, se pone de manifiesto que el peso relativo de los ingresos de participaciones en capital aumentó sustancialmente entre 1997 y 2007, sobre todo en el sector de la construcción, donde pasó de representar el 20 por 100 del total de ingresos financieros en 1997 a representar el 68 por 100 en 2007. En el sector inmobiliario, este componente de los ingresos financieros pasó de ser el 11 por 100 del total en 1997 al 54 por 100 en 2006, cayendo después al 43 por 100 en 2007. En el agregado de la industria ocurrió algo parecido que en el sector inmobiliario: pasó del 39 por 100 en 1997 al 63 por 100 en 2006, para caer en 2007 hasta el 49 por 100. Por lo tanto, puede concluirse que la principal fuente de ingresos financieros en los sectores analizados son los dividendos obtenidos de empresas participadas (15). En el único sector donde esta partida no se resintió sustancialmente en 2007 fue en el de construcción.

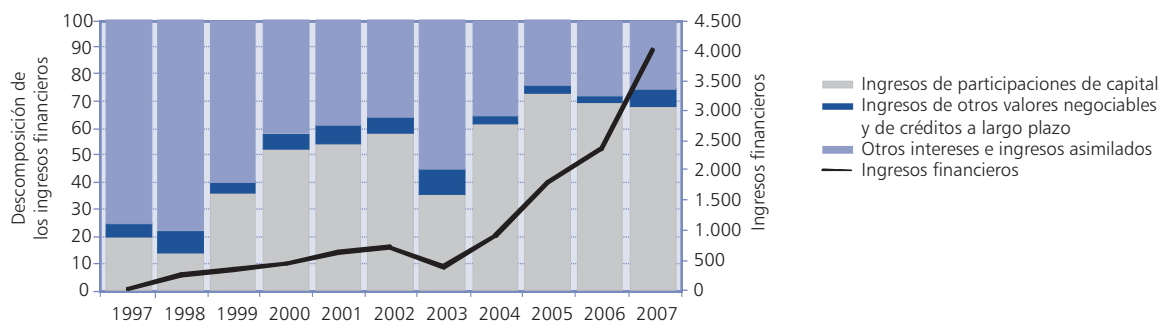
La pregunta que surge a la vista de estos resultados es ¿en qué compañías participan las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción?, esto es, ¿en qué medida se encuentran diversificados? Para responder a estas cuestiones utilizamos la información de la base de datos de participaciones empresariales que contiene SABI. De las 66.441 empresas que recoge la base de datos en abril de 2009

con al menos una participación empresarial, 5.990 son constructoras, 13.599 son inmobiliarias y 8.564 pertenecen al agregado de la industria, siendo el resto empresas de otros sectores de actividad (16). Las empresas constructoras tienen, en media, un mayor número de participadas que las inmobiliarias y las del agregado de la industria: las constructoras tienen una media de 5,06 participadas, las inmobiliarias 2,31 y las empresas del agregado de la industria 2,68. Este resultado es compatible con el mayor peso de los ingresos financieros en la rentabilidad del sector de la construcción.

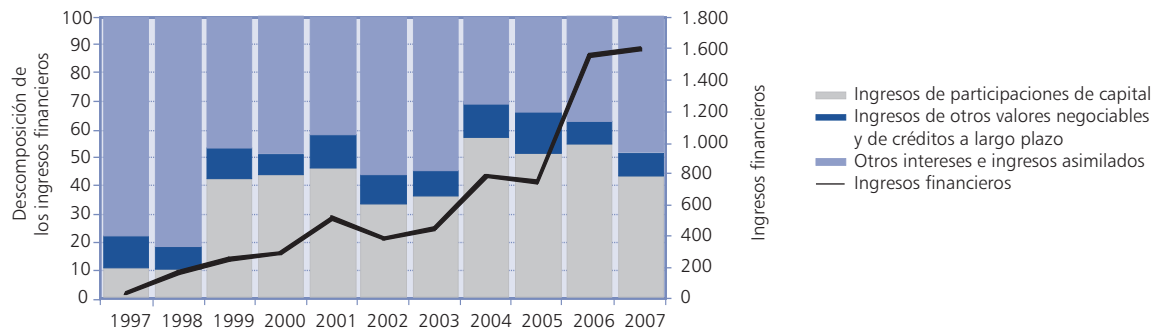
Por lo que respecta al grado de diversificación, el gráfico 16 representa la distribución porcentual por sectores de actividad de las compañías participadas por las empresas de los tres sectores analizados (17). Como cabía esperar, el porcentaje más elevado de participadas en cada sector corresponde a compañías del mismo sector, excepto en el caso de la construcción, donde el porcentaje de participación en empresas inmobiliarias (31 por 100) es incluso superior al de la participación en otras empresas constructoras (30 por 100). El sector inmobiliario es el que más concentra su participación en empresas del mismo sector (un 50 por 100), siendo relativamente pequeño el porcentaje de empresas constructoras participadas por las compañías inmobiliarias (un 7 por 100). Finalmente, destaca que el 10 por 100 de las participadas de las empresas del resto de sectores industriales pertenece a los sectores inmobiliario (7 por 100) y de la construcción (3 por 100). No puede decirse que se trate de sectores en los que el riesgo esté diversificado. En definitiva, parece que los ingresos financieros de las empresas de los sectores de la construcción e inmobiliario provienen de dividendos de

**GRÁFICO 15**  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS FINANCIEROS. SUBMUESTRA DE EMPRESAS**  
**CON BALANCE NORMAL PARA LA QUE SABI PROPORCIONA EL DESGLOSE. 1997-2007**  
 (Porcentaje y miles de euros)

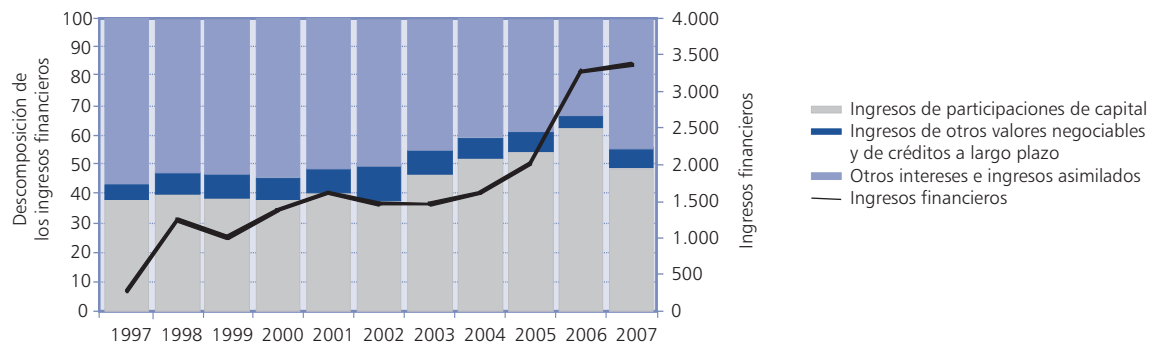
**a) Construcción**



**b) Inmobiliarias**

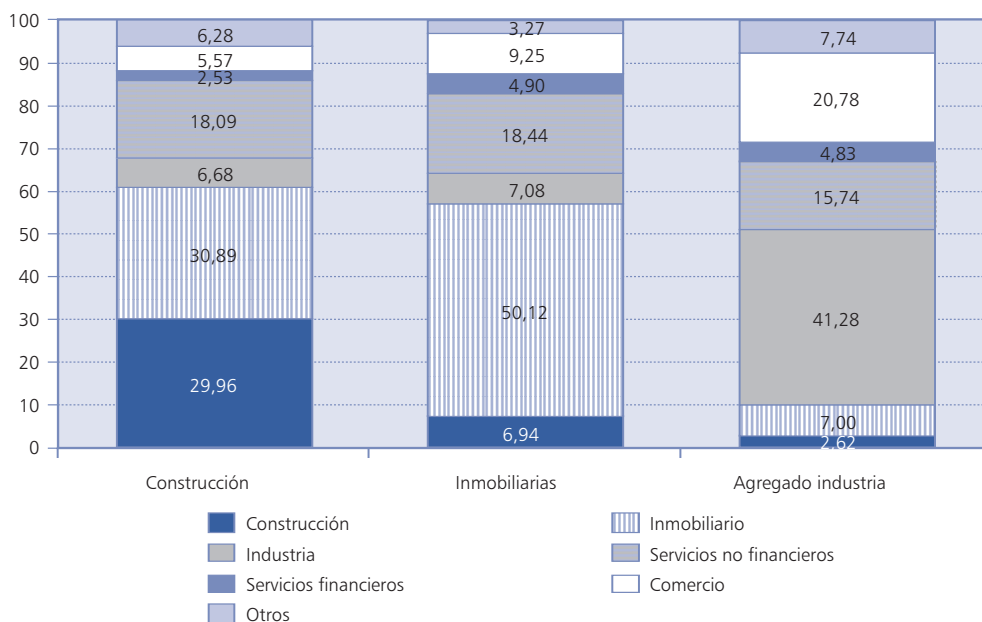


**c) Agregado industria**



Fuente: SABI y elaboración propia.

**GRÁFICO 16**  
**EMPRESAS PARTICIPADAS SEGÚN SECTOR DE ACTIVIDAD. 1997-2007**  
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

empresas que se dedican al mismo tipo de actividad, por lo que cabe esperar que no se mantengan en el futuro.

### 5. Los resultados extraordinarios también están asociados a la actividad inmobiliaria

Los resultados extraordinarios también han tenido un papel destacado a la hora de explicar la evolución de la rentabilidad financiera, especialmente de las empresas inmobiliarias. En principio, cabría pensar que este componente del resultado no debería presentar un patrón de comportamiento determinado, al derivarse de acontecimientos de «carácter extraordinario». ¿Por qué son entonces sistemáticamente positivos los resultados extraordinarios del sector inmo-

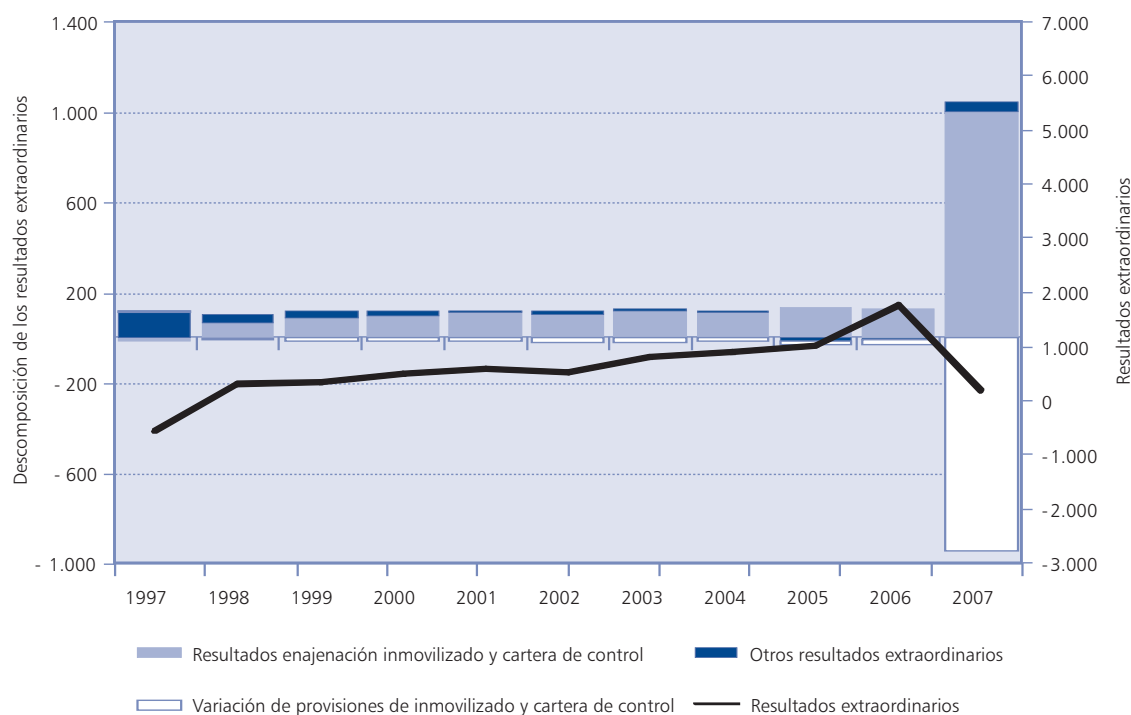
biliario a lo largo del periodo analizado?

Si consideramos la composición de los resultados extraordinarios de la cuenta de pérdidas y ganancias elaborada siguiendo la normativa del PGC de 1990, podemos intuir la respuesta a esta cuestión: los beneficios en la venta de inmovilizado, material e inmaterial, y de la cartera de control se consideraban, según la normativa del PGC de 1990, resultados extraordinarios. Para comprobar si es ese el principal origen de los resultados extraordinarios de las empresas del sector inmobiliario y del sector de la construcción durante el periodo considerado, podemos utilizar el desglose que SABI ofrece de la partida de resultados extraordinarios. El gráfico 17 pone de manifiesto que, efectivamente, la partida «resultados en

la venta de inmovilizado material e inmaterial y cartera de control» es la que representa la mayor parte de los resultados extraordinarios, tanto en el sector inmobiliario como en el sector de la construcción.

Si bien no es posible comprobar que el tipo de activos de los que provienen estos resultados extraordinarios son inmuebles, los datos sugieren que también los resultados extraordinarios están relacionados con las actividades inmobiliarias. Muchas compañías, aprovechando la coyuntura, podrían haber vendido inmuebles que tenían registrados como inmovilizado material en sus balances registrando así en sus cuentas de resultados cuantiosos beneficios extraordinarios (18). Otra posibilidad es que los beneficios de carácter extraordinario provinieran de operaciones

GRÁFICO 17  
**EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LOS RESULTADOS EXTRAORDINARIOS. MUESTRA DE EMPRESAS QUE PRESENTAN BALANCE NORMAL PARA LAS QUE SABI REPORTA DESGLOSE. SECTOR INMOBILIARIO. 1997-2007**  
 (Porcentajes)



Fuente: SABI y elaboración propia.

de compra-venta de participaciones en otras compañías. En todo caso, estos ingresos estarían también relacionados con actividades ligadas al sector inmobiliario, como se desprende del análisis expuesto anteriormente. En definitiva, el componente extraordinario de la cuenta de resultados del sector inmobiliario también parece depender de la actividad inmobiliaria, y por tanto no cabe esperar que continúe siendo positivo en el futuro. De hecho, en el gráfico 17 se pone de manifiesto que en el año 2007 el componente negativo que supone la dotación de provisiones de inmovilizado y cartera de control en los resultados extraordinarios aumentó considerablemente.

## V. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS

El análisis de origen y aplicación de fondos cuyos resultados se incluyen en este apartado está basado en la variación anual de determinadas partidas del balance agregado sectorial, por lo que el hecho de disponer de un panel incompleto de empresas podría desvirtuar los resultados obtenidos. Por ello, para llevar a cabo este análisis se utiliza una muestra de empresas homogénea para la que se dispone de un panel completo para los años 1997-2007. El número de empresas inmobiliarias en la muestra homogénea que presenta balan-

ce normal es 210, en el sector de la construcción el número de empresas incluido en esta muestra es 510, y en el agregado de la industria hay 2.839 compañías con balance normal para las que se dispone de información en todo el periodo.

En el cuadro n.º 3 se presentan los resultados de este análisis para los tres sectores analizados en el conjunto del periodo 1998-2007 (19). El cuadro muestra el importe total en millones de euros de cada una de las partidas de origen y aplicación de fondos consideradas, junto con el porcentaje que representa cada una de ellas sobre el *cash flow* operativo. Los resultados ofrecen una síntesis interesante de lo que ha ocu-

CUADRO N.º 3

**ANÁLISIS DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS. EMPRESAS CON BALANCE NORMAL PARA LAS QUE SE DISPONE DE INFORMACIÓN A LO LARGO DE TODO EL PERIODO. 1998-2007**

	SECTOR INMOBILIARIO		SECTOR CONSTRUCCIÓN		AGREGADO INDUSTRIA	
	Millones de euros	Porcentaje CFO	Millones de euros	Porcentaje CFO	Millones de euros	Porcentaje CFO
	N = 210		N = 585		N = 2.839	
<b>Cash Flow Operativo (CFO)</b> .....	14.830	100	23.117	100	111.252	100
Inversión en N.O.F. ....	-35.846	-242	-13.496	-58	-29.174	-26
Inversión de inmovilizado material e inmaterial.....	-10.088	-68	-5.592	-24	-65.496	-59
Inversión en inmovilizado financiero.....	-14.342	-97	-23.097	-100	-19.321	-17
<b>Free Cash Flow</b> .....	-45.446	-306	-19.068	-82	-2.739	-2
Ingresos financieros después de impuestos.....	3.387	23	8.052	35	10.263	9
Gastos financieros después de impuestos .....	-5.022	-34	-3.956	-17	-11.478	-10
Variación de deuda con coste.....	46.868	316	24.311	105	31.774	29
Resultados extraordinarios.....	2.044	14	2.516	11	-1.582	-1
Variación exigible a largo plazo sin coste .....	-25	0	31	0	284	0
<b>Superávit (déficit)</b> .....	1.806	12	11.886	51	26.522	24
<b>Variación fondos propios</b> .....	-421	-3	-9.833	-43	-24.554	-22
Variación del capital suscrito .....	2.183	15	2.051	9	2.845	3
Distribución del resultado.....	-2.952	-20	-12.024	-52	-27.960	-25
Variación de otras reservas .....	349	2	140	1	561	1
<b>Variación tesorería</b> .....	1.386	9	2.053	9	1.969	2

Fuente: SABI y elaboración propia.

rrido en estos sectores a lo largo del periodo considerado. A continuación se describen los aspectos más destacables.

La actividad de las empresas inmobiliarias con balance normal e información disponible en todos los ejercicios del periodo 1997-2007 generó para el conjunto del periodo un *cash flow* de 14.830 millones de euros. Sólo la inversión en necesidades operativas de fondos (*N.O.F.*) fue casi 2,5 veces mayor: por cada 100 euros generados por la actividad, estas empresas invirtieron 242 en *N.O.F.* Este resultado es compatible con el enorme crecimiento experimentado por las existencias de estas compañías en ese periodo, ya documentado. La inversión en inmovilizado material e inmaterial de estas compañías en el periodo 1998-2007 fue un 68 por 100 de su *cash flow* operativo, siendo mayor su inversión en inmovilizado

financiero (un 97 por 100 del *CFO*): por cada 100 euros de fondos generados en su actividad, estas empresas invirtieron 68 euros en inmovilizado material e inmaterial y 97 en inmovilizado financiero. En consecuencia, el *free cash flow* del agregado en el periodo analizado fue muy negativo. La inversión fue más del triple que el *cash flow* generado en la actividad.

El enorme crecimiento del endeudamiento de las empresas inmobiliarias durante el periodo analizado también queda claramente reflejado en este análisis. En diez años, la deuda con coste de estas empresas aumentó casi 47.000 millones de euros, importe superior al *free cash flow* negativo que generaron en el mismo periodo. Las cifras en términos porcentuales son muy ilustrativas: por cada 100 euros de fondos generados por su actividad, estas compañías incrementaron su deu-

da en 316. Además, los fondos destinados a hacer frente a la carga financiera de la deuda se compensaron con los derivados de ingresos financieros y de resultados extraordinarios. En consecuencia, se generó un superávit en el periodo de 12 euros por cada 100 de *cash flow* generado por las operaciones.

Parte del superávit generado tras hacer frente a la inversión y a la devolución de deuda y de intereses se reflejó en un incremento de tesorería (9 euros), y el resto se utilizó para retribuir a los fondos propios: si bien el capital suscrito del sector aumentó en el periodo, los accionistas recibieron 20 euros por cada 100 generados en las operaciones, haciendo que, en términos netos, su aportación fuera negativa. En síntesis, a pesar del enorme volumen de fondos invertidos en el sector a lo largo del periodo considerado, de cada 100 euros generados por las operacio-

nes de este sector 3 se destinaron a retribuir a los fondos propios.

El cuadro n.º 3 muestra también los resultados para el sector de la construcción. El *cash flow* generado por las operaciones de las empresas constructoras incluidas en la muestra homogénea que presenta balance normal (585 empresas) en el periodo 1998-2007 ascendió a 23.117 millones de euros, inferior en media al obtenido por las compañías del sector inmobiliario. Aunque mucho menos que en el sector inmobiliario, el *free cash flow* generado por este sector en el conjunto del periodo analizado también fue negativo, dado que la inversión fue superior a los fondos generados: por cada 100 euros de fondos generados el sector invirtió 182. Destaca que prácticamente la mitad de la inversión se hizo en inmovilizado financiero. Como sugiere la evidencia presentada anteriormente, esa inversión se concentró en gran medida en el sector inmobiliario.

Igual que en el sector inmobiliario, el déficit que surge como diferencia entre los fondos generados por las operaciones y la inversión realizada en el periodo se compensa sobradamente con los fondos provenientes de la financiación ajena: el sector generó un *free cash flow* negativo del 83 por 100 del *cash flow* operativo, y la variación de la deuda con coste en el periodo fue del 105 por 100. Esta circunstancia, junto con los fondos provenientes de ingresos financieros, que prácticamente doblaron los fondos destinados a satisfacer la carga financiera de la deuda, y los provenientes de resultados extraordinarios, generó un superávit considerable en el periodo: de cada 100 euros de *cash flow* operativo 51 fueron superávit. Buena parte del superávit del sector se destinó a retribuir a los accionistas. A pesar de que el ca-

pital suscrito aumentó en el periodo (9 euros por cada 100 de *cash flow* operativo generado), los fondos propios del sector disminuyeron considerablemente, debido al reparto de resultados. En términos netos, por cada 100 euros generados por las operaciones del sector los accionistas recibieron 43. El resto del superávit se quedó en las empresas como tesorería adicional, que aumentó en el periodo a razón de 9 euros por cada 100 de fondos generados por las operaciones.

La última columna del cuadro número 3, que contiene los resultados de este último análisis para las empresas con balance normal que se incluyen en la muestra homogénea del agregado de la industria, puede ayudarnos a poner en perspectiva la evidencia presentada para los sectores inmobiliario y de la construcción. En media, el *cash flow* generado por las operaciones en estas empresas es similar al del sector de la construcción (39 millones de euros por empresa, prácticamente la mitad que en el sector inmobiliario). El *free cash flow* de este agregado de empresas industriales fue ligeramente negativo, dado que la inversión en el periodo fue algo superior a los fondos generados por las operaciones, siendo la más importante la destinada al inmovilizado material e inmaterial. La inversión en inmovilizado financiero fue solo de 17 euros por cada 100 de *cash flow* generado, frente a los 97 del sector inmobiliario o los 100 del de la construcción. También en estas compañías los accionistas fueron bien retribuidos: en términos netos, recibieron 22 euros por cada 100 generados en las operaciones. Esto fue posible porque la deuda negociada aumentó y, como en los otros dos sectores de actividad analizados, la carga financiera de la deuda se compen-

só con los fondos generados vía ingresos financieros y extraordinarios. Como la actividad generó fondos suficientes para cubrir prácticamente toda la inversión hecha en el periodo, la obtención de fondos vía endeudamiento permitió retribuir bien a los fondos propios.

Sintetizando, las conclusiones que se obtienen del análisis expuesto en este apartado confirman las obtenidas en los apartados anteriores: la enorme inversión en *N.O.F.* del sector inmobiliario, que refleja la acumulación de suelo y el incremento de producción; la enorme inversión en inmovilizado financiero tanto del sector inmobiliario como del sector de la construcción, también probablemente concentrada en el propio sector inmobiliario, y el enorme incremento del endeudamiento con coste en ambos sectores. Pero, además, en este apartado se pone de manifiesto que la aportación de fondos por parte de los accionistas en estos sectores ha sido negativa. El déficit de fondos de la explotación generado por la enorme inversión en *N.O.F.* y en inmovilizado financiero ha sido financiado íntegramente con deuda, permitiendo a los accionistas de estos sectores, y en particular a los del sector de la construcción, recibir importantes dividendos.

## VI. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En los últimos años, se ha advertido desde distintos foros que el crecimiento de la economía española se estaba basando excesivamente en «el ladrillo», concentrándose demasiados recursos en esta rama de actividad. La evidencia que se muestra en este trabajo apunta en esta misma dirección. En términos de valor añadido, el peso del sector



de la construcción en nuestra economía es muy superior al que representa en otros países de nuestro entorno. Ya se daba esta circunstancia al comienzo del último ciclo expansivo, a mediados de los años noventa. Pero, además, el intenso crecimiento de la actividad de la construcción y la promoción inmobiliaria durante la etapa de crecimiento económico (1997-2006) supuso un notable incremento del diferencial. Este trabajo se ha centrado principalmente en analizar el papel de las empresas que operan en los sectores de la construcción y de las actividades inmobiliarias a lo largo del ciclo expansivo, que sin duda subyace a la difícil situación por la que atraviesan en estos momentos. Para ello, se analiza a nivel agregado la información económico-financiera de las sociedades durante el periodo 1997-2007.

El crecimiento del nivel de actividad en estos sectores se producía en respuesta a una demanda creciente, cuyo componente especulativo era considerable. En torno a la burbuja, los sectores de la construcción y de actividades inmobiliarias atrajeron una enorme cantidad de recursos, en gran medida aportados por las entidades financieras, que concentraron mucho su riesgo en estos sectores. El crédito a los sectores de la construcción, actividades inmobiliarias y para la compra de vivienda llegó al 60 por 100 del total de crédito otorgado por las entidades de depósito.

Durante los años 1997-2006, y sobre todo en la segunda mitad de ese periodo, era muy rentable dedicarse a este negocio. Según los datos ofrecidos en el presente trabajo, justo antes de que la burbuja estallara, en 2006, el sector inmobiliario ofrecía una tasa de rentabilidad financiera del 17 por

100 y el de la construcción del 20,5 por 100, más del doble que la del conjunto de sectores industriales. Pero la burbuja estalló en 2007 y estos indicadores se desplomaron, mucho más en el sector inmobiliario que en el de la construcción, donde los ingresos financieros evitaron una caída mucho más brusca.

Las tasas de rentabilidad del accionista en estos sectores habían experimentado un crecimiento extraordinario desde 1997. Crecimiento que, como sugiere la evidencia empírica proporcionada a lo largo del trabajo, se sustentó en estrategias empresariales arriesgadas que proporcionaron sustanciales beneficios mientras crecían las transacciones inmobiliarias y el grifo del crédito se mantuvo abierto, pero que, tras paralizarse la actividad y que las entidades financieras comenzaran a limitar el crédito, ha dejado a estos sectores en una situación muy difícil, por varias razones. Por un lado, se ha destacado en el trabajo la importancia que tuvo el efecto apalancamiento en el crecimiento de la rentabilidad de los accionistas. Como consecuencia de ese factor, en estos momentos tenemos unas compañías altamente endeudadas, más del doble que al comienzo del ciclo expansivo (la construcción multiplicó su ratio de endeudamiento entre 1997 y 2007 por 2, y el sector inmobiliario lo hizo por 2,3). Por otro lado, los resultados sugieren que en el sector inmobiliario se produjo una acumulación de *stock*, que además se valoraba cada vez más caro. En la actualidad, una vez que ha cambiado el ciclo, con precios de la vivienda a la baja, repercutir el coste de ese *stock* será cada vez más difícil. Finalmente, los resultados sugieren que las empresas de estos sectores han incrementado mucho sus participaciones en otras empresas, pero sin diversificar el riesgo. Por esa vía, al obtener divi-

denos de otras empresas del sector, se generaron buena parte de los beneficios en el periodo estudiado. El desarrollo de estas actividades empresariales generó a sus accionistas importantes ganancias. Pero, lejos de contribuir a financiar la enorme inversión que se hizo en el sector a lo largo del ciclo expansivo, la aportación de fondos por parte de los accionistas en estos sectores fue negativa. El análisis sugiere que se repartieron sustanciales dividendos.

En definitiva, no sorprende que el ajuste en estos sectores esté siendo brusco, ya que las bases sobre las que se asentó su (prolongado) crecimiento no eran sólidas. Parece claro que la situación en la que se encuentran las empresas inmobiliarias y constructoras no se debe únicamente al cambio de ciclo económico, o a la crisis financiera internacional, ni a que las entidades financieras estén restringiendo el crédito. Sin duda, estos factores han propiciado un cambio en las condiciones en las que operan estos sectores en España. Pero la situación actual también es el resultado de la forma en la que el sector creció en la fase expansiva del ciclo, apalancándose enormemente para aumentar su capacidad, pensando en atender una demanda futura que los datos fundamentales no justificaban, provocando con ello comportamientos especulativos en relación con el suelo, y concentrando en exceso sus inversiones sin aprovechar las oportunidades de diversificación sectorial. Tampoco se observó, considerando el agregado del sector, una actitud excesivamente prudente, al no aprovecharse los cuantiosos beneficios que se generaban para apuntalar la situación patrimonial de las empresas para cuando el ciclo cambiase. La estrategia dominante no consistió en incrementar los recursos propios de las sociedades.



Cuando el contexto se ha vuelto desfavorable, se han hecho evidentes las bases de su funcionamiento.

En estos momentos, en los que la burbuja en el sector inmobiliario ha pinchado, cabe preguntarse si la crisis que está viviendo el sector, y que está arrastrando al resto de la economía, va a servir para detectar los errores que se cometieron y adoptar medidas para evitar que se repitan. García Montalvo (2008) propone algunas, como la separación clara de sociedades de tasación inmobiliarias y financieras, actuar sobre la fiscalidad de la vivienda, fomentar el alquiler, etcétera.

#### NOTAS

(\*) Juan Fernández de Guevara agradece la ayuda financiera del proyecto del Ministerio de Ciencia e Innovación SEJ2007-60320/ECON. Los autores agradecen el trabajo técnico realizado por Rosa Sebastián Ferre.

(1) Debe señalarse que el proceso de formación de una burbuja inmobiliaria en España no parece ser la única causa ni del mayor peso relativo del sector en el conjunto de la economía ni del incremento de éste. De hecho, en otros países en los que también se ha producido este fenómeno, como Estados Unidos, Australia, Holanda y Bélgica, el peso relativo del sector de la construcción en el conjunto de la economía es sensiblemente inferior al de España, y además no aumentó en el periodo más de lo que lo hizo en otros países.

(2) Como se justifica en GARCÍA MONTALVO (2008), el hecho de que el precio del suelo fuese alto se deriva precisamente del hecho de que el precio de la vivienda es elevado, esto es, la demanda de suelo es una demanda derivada de la demanda de vivienda.

(3) MARTÍNEZ *et al.* (2006) estiman una creación neta de hogares entre 404.000 y 358.000 para el periodo 2006-2008. GARCÍA MONTALVO (2007) estima en promedio, para el periodo 2001-2005, una creación de 438.000 hogares anuales. RODRÍGUEZ, FELLINGER y DOMÍNGUEZ (2009) sitúan la creación media anual de nuevos hogares entre un mínimo de 227.000 y un máximo de 383.000. El Servicio de Estudios Económicos del BBVA (SEE, 2006) situaba la cifra de nuevos hogares en unos valores muy superiores, en el entorno de los 600.000.

(4) En concreto, se consideraron empresas con cifra de negocios y activo total mayores que 0 y empresas con cuenta de resul-

tados referida a un periodo anual. Además, para garantizar la fiabilidad de la información analizada se exigieron algunos requisitos como que coincidieran el resultado que aparece en los fondos propios y el reportado en la cuenta de pérdidas y ganancias, o que, cuando se encuentra disponible, la suma del desglose de las principales partidas del balance coincidiera con el total ofrecido por la base de datos.

(5) Un análisis alternativo de descomposición de la rentabilidad financiera realizado para el conjunto de la muestra, en el que se simplifica el cálculo de los indicadores sustituyendo la deuda con coste explícito por la deuda total, conduce a conclusiones similares a las presentadas en este trabajo (véase GILL DE ALBORNOZ *et al.*, 2010).

(6) Para el pequeño porcentaje de empresas de la muestra que presenta estados financieros consolidados se eligió utilizar también los estados individuales por dos razones fundamentales: 1) al desconocer qué compañías componen en cada ejercicio los grupos para los que se dispone de estados consolidados, si agregásemos sus estados individuales con los consolidados de su matriz, los datos agregados sectoriales estarían sobreestimados, y 2) al utilizar los estados individuales, no se agrega información de sectores de actividad tan heterogéneos como al utilizar estados consolidados, que representan grupos empresariales con inversiones en sectores diversos.

(7) A partir del 1 de enero de 2005, las empresas europeas con títulos cotizados en algún mercado bursátil debían elaborar sus estados financieros consolidados siguiendo las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) o Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), elaboradas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*. Los estados financieros individuales de las empresas españolas, tanto cotizadas como no cotizadas, siguieron elaborándose según los criterios del Plan General Contable español de 1990 hasta el año 2007. Los estados financieros del año 2008 han sido los primeros elaborados siguiendo las normas del nuevo Plan General Contable, aprobado en noviembre de 2007 (RD 1514/2007 y RD 1515/2007 de 16 de noviembre, BOE n.º 278 de 20 de noviembre de 2007) para adaptar la normativa contable nacional al modelo del IASB.

(8) Una discusión paralela puede plantearse fácilmente para el caso de que el *free cash flow* sea positivo.

(9) Este resultado ilustra bien que las actividades que desarrollan los sectores de construcción e inmobiliario son distintas. En general, el grueso del *stock* (solares y obra en curso) que se genera en la actividad de construcción está en el balance de las promotoras inmobiliarias, de ahí que su rotación sea mucho más baja.

(10) Probablemente, la bajada masiva de mano de obra inmigrante es un fenómeno relacionado con este resultado. Algunos estudios indican que el sector de la construcción es uno de los que más mano de obra inmigrante ha ocupado durante estos años (ej.: PÉREZ INFANTE, 2009).

(11) Se comprueba que en muchas empresas no se proporciona el desglose, sino sólo el valor agregado de las existencias. En muchos casos, son las propias compañías las que no reportan esa información en sus cuentas anuales, incluso aunque estén obligadas a presentar balance con formato normal.

(12) Una discusión sobre la problemática del precio del suelo puede encontrarse en GARCÍA MONTALVO (2000).

(13) Que reflejan impagos de deudores y depreciación del valor de las existencias.

(14) Análisis adicionales indican que en 1997 el inmovilizado financiero era un 9 por 100 del activo total de las empresas del sector inmobiliario, mientras que en 2007 era el 19 por 100. En el sector de la construcción, el inmovilizado financiero pasó de representar el 11 por 100 del activo total en 1997 a representar el 25 por 100 en 2007.

(15) Resultados no mostrados ponen de manifiesto que el principal componente de la partida «ingresos de participaciones en capital» es el derivado de empresas del grupo.

(16) Esta información fue recopilada del DVD de SABI de junio de 2009. Hay 1.563 empresas para las que no es posible identificar el sector de actividad.

(17) SABI permite identificar un porcentaje pequeño de las empresas participadas, y de ellas, en algún, caso no es posible identificar el sector de actividad. La proporción de participadas en el sector de construcción para las que se conoce el sector de actividad es un 25 por 100, en el inmobiliario es un 63 por 100, y en el agregado de la industria es posible identificar el sector de actividad de un 47 por 100 de las participadas.

(18) Según la norma de valoración 2ª del PGC de 1990, los elementos de inmovilizado material aparecen registrados en el balance por su precio de adquisición (o coste de producción) menos la amortización acumulada y los deterioros de valor, no permitiéndose la revalorización de los mismos, a no ser que alguna disposición legal lo permitiera expresamente, como fue el caso de la Ley de Actualización de Balances de 1996, a la que las empresas pudieron acogerse con carácter voluntario. Por lo tanto, si las compañías tenían inmuebles antiguos ya amortizados registrados en sus balances cuyos valores contables eran muy pequeños, los beneficios obtenidos por su venta tuvieron que ser muy cuantiosos.

(19) El primer año de la muestra se pierden al trabajar con información en primeras diferencias.

#### BIBLIOGRAFÍA

GARCÍA MONTALVO, J. (2000), «El precio del suelo: la polémica interminable», *Nuevas Fronteras de la Política Económica*, Centre de Recerca en Economia Internacional (CREI) y Universitat Pompeu Fabra.

<p>— (2003), «La vivienda en España: desgracia, burbujas y otras historias», <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>, 78: 1-43.</p> <p>— (2007), «Algunas consideraciones sobre el precio de la vivienda en España», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 113: 138-155.</p> <p>— (2008), «<i>De la quimera inmobiliaria al colapso financiero</i>». <i>Crónica de un desenlace anunciado</i>, Antoni Bosch Editor, Barcelona.</p> <p>GILL DE ALBORNOZ, et al. dir. (2010), <i>El sector de la construcción en España: pasado, presente y futuro</i>, Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS), en prensa.</p>	<p>MARTÍNEZ, A. (2005), «El actual modelo de crecimiento económico español: debilidades y fortalezas», <i>Sexto Congreso de Economía de Navarra</i>, noviembre.</p> <p>MARTÍNEZ, D.; Riestra, T., e I. SAN MARTÍN (2006), «La demanda de viviendas: factores demográficos», <i>PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA</i>, 109: 91-106.</p> <p>PÉREZ INFANTE, J. I. (2009), «Crecimiento y características del empleo de los inmigrantes en España», <i>Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales</i>, 80: 237-254.</p> <p>RODRÍGUEZ, J.; FELLINGER, E., y J. DOMÍNGUEZ (2009), «<i>Hogares en España. Proyecciones 2001-2012</i>», Ministerio de Vivienda. Disponible en <a href="http://www.mviv.es/">http://www.mviv.es/</a></p>	<p><a href="#">es/xls/estadisticas/ENCUESTAS/EMVE_P01_P12.pdf</a>.</p> <p>REAL DECRETO 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE n.º 278 de 20/11/2007).</p> <p>REAL DECRETO 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas (BOE n.º 278 de 20/11/2007).</p> <p>SEE (2006), «La demanda de viviendas en perspectiva», <i>Situación Inmobiliaria</i>, Servicio de Estudios Económicos (BBVA), febrero.</p>
--	--	--

## ANEXO I

## Estructura de los estados financieros utilizados en el análisis

<i>BALANCE DE SITUACIÓN</i>		
<i>Variable</i>		<i>Códigos línea SABI</i>
balvar1 .....	Existencias	12
balvar2 .....	Deudores (a)	8 + 13 - 407
balvar3 .....	Inversiones financieras temporales	14
balvar4 .....	Tesorería	16
balvar5 .....	Ajustes por periodificación	17
balvar6 .....	= <b>ACTIVO CIRCULANTE (b)</b>	<b>10 - 15 - 11 - 407 + 8</b>
balvar7 .....	Deudas con entidades de crédito (*)	387 + 392
balvar8 .....	Deudas con empresas del grupo y asociadas (*)	396
balvar9 .....	Acreedores comerciales (*)	30
balvar10 .....	Otras deudas no comerciales (*)	31
balvar11 .....	Ajustes periodificación	32
balvar12 .....	Pasivo contingente cp	33
balvar13 .....	= <b>PASIVO CIRCULANTE (c)</b>	<b>28 + 33 - 407</b>
balvar14 .....	= <b>CAPITAL CIRCULANTE</b>	
balvar15 .....	Gastos de establecimiento y gastos a distribuir en varios ejercicios	3 + 9
balvar16 .....	Inmovilizado inmaterial neto	4
balvar17 .....	Inmovilizado material neto	5
balvar18 .....	Inmovilizado financiero neto	6
balvar19 .....	= <b>INMOVILIZADO NETO (d)</b>	<b>2 + 9 - 8 - 7</b>
balvar20 .....	= <b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	
balvar21 .....	Deudas con entidades de crédito a largo plazo (*)	367 + 371
balvar22 .....	Otro exigible a largo plazo (*)	27 - 367 - 371
balvar23 .....	Pasivo contingente a largo plazo	26
balvar24 .....	= <b>EXIGIBLE A LARGO PLAZO (e)</b>	<b>27 + 26</b>
balvar25 .....	INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	25
balvar26 .....	Capital suscrito (f)	20 - 11 - 1
balvar27 .....	Reserva legal	350
balvar28 .....	Reserva de revalorización	348
balvar29 .....	Otras reservas (g)	349 - 350 + 23 + 24 - 15 - 7 + 21
balvar30 .....	Pérdidas y ganancias de ejercicios anteriores	355
balvar31 .....	Pérdidas y ganancias	101
balvar32 .....	= <b>RECURSOS PROPIOS (h)</b>	<b>19 - 11 - 1 - 15 - 7</b>
balvar33 .....	= <b>TOTAL RECURSOS</b>	

## Notas:

(\*) Ítems no desglosados en el formato de balance abreviado.

(a) Incluye los deudores por operaciones de tráfico a largo plazo (código 8 SABI) y las provisiones para otras operaciones de tráfico (código 407 SABI).

(b) Neto de las partidas accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI) y acciones propias a corto plazo (código 15 SABI).

(c) Incluye el pasivo contingente a corto plazo (código 33 SABI), provisiones para riesgos y gastos a corto plazo).

(d) Neto de la partida acciones propias a largo plazo (código 7 SABI), e incluye los gastos a distribuir en varios ejercicios (código 9 SABI).

(e) Incluye el pasivo contingente a largo plazo (código 26 SABI), provisiones para riesgos y gastos).

(f) Neto de las partidas accionistas por desembolsos no exigidos (código 1 SABI) y accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI).

(g) Incluye todas las reservas excepto las desglosadas en otras partidas. Neto de las partidas de acciones propias a corto y largo plazo (códigos 15 y 7 SABI).

(h) Neto de las partidas accionistas por desembolsos no exigidos (código 1 SABI), accionistas por desembolsos exigidos (código 11 SABI) y acciones propias a corto y largo plazo (códigos 15 y 7 de SABI).

## CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS (FORMATO NORMAL)

Variable	Códigos línea SABI
pygvar1 .....	35
pygvar2 .....	32
pygvar3 .....	442 + 443
pygvar4 .....	
pygvar5 .....	410
pygvar6 .....	41
pygvar7 .....	
pygvar8 .....	38
pygvar9 .....	39
pygvar10 .....	40
pygvar11 .....	42
pygvar12 .....	43 - 46
pygvar13 .....	44 - 47
pygvar14 .....	45
pygvar15 .....	48
pygvar16 .....	49
pygvar17 .....	50
pygvar18 .....	51
pygvar19 .....	52 - 103
pygvar20 .....	53

## Notas:

(a) Positivo si hay aumento de existencias, negativo si hay disminución. Cuando la variación de existencias de productos terminados y en curso se proporciona desglosada (cuenta de P y G normal) la partida aprovisionamientos correspondiente es la 410. En el resto de casos, la partida aprovisionamientos (código 37 de SABI) no es equivalente a la anterior, porque incluye la variación de existencias de productos terminados y en curso.

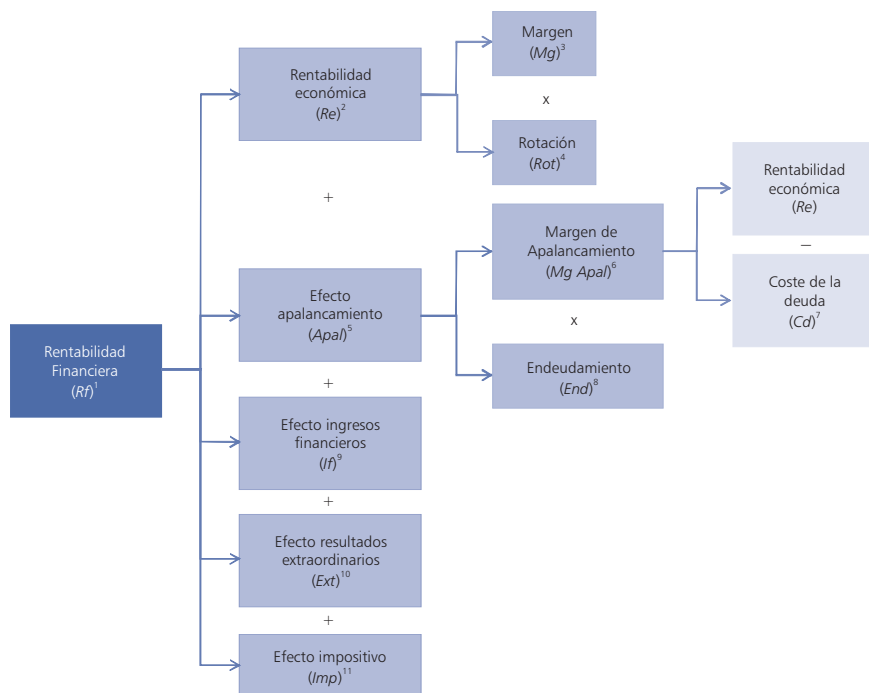
(b) Si hay dotación, resta y si hay exceso de provisión, suma.

(c) Los ítems 52 y 103 en ocasiones están reportados erróneamente en SABI, por lo que el impuesto se ha calculado como la diferencia entre el resultado antes de impuestos y el resultado del ejercicio reportado por la base de datos.

(d) Debe coincidir con el código 101 de SABI, que es el resultado del ejercicio que aparece en el balance de situación.

ANEXO II

A) Análisis de descomposición de la rentabilidad financiera (esquema 1)



$$1 \quad R_f = \frac{\text{Resultado ejercicio}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 20}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

Donde  $t$  es la tasa impositiva, calculada como:

$$t = \frac{\text{Impuestos}}{\text{Resultado antes impuestos}} = \frac{\text{pygvar 19}}{\text{pygvar 18}}$$

$$2 \quad R_e = \frac{\text{Resultado explotación corregido}}{\text{Inversión neta media}} = \frac{\text{pygvar 11} + \text{pygvar 13}}{\text{balvar 6} + \text{balvar 19} - \text{balvar 28} - \text{balvar 25} \times t - \text{balvar 9} - \text{balvar 10} - \text{balvar 11} - \text{balvar 12}}$$

$$3 \quad M_g = \frac{\text{Resultado explotación corregido}}{\text{Cifra negocios corregida}} = \frac{\text{pygvar 11} + \text{pygvar 13}}{\text{pygvar 1} + \text{pygvar 13}}$$

$$4 \quad R_{ot} = \frac{\text{Cifra negocios corregida}}{\text{Activo total corregido medio}} = \frac{\text{pygvar 1} + \text{pygvar 13}}{\text{balvar 6} + \text{balvar 19} - \text{balvar 28} - \text{balvar 25} \times t - \text{balvar 9} - \text{balvar 10} - \text{balvar 11} - \text{balvar 12}}$$

$$5 \quad A_{pal} = M_g A_{pal} \times E_{nd}$$

$$6 \quad M_g A_{pal} = R_e - C_d$$

$$7 \quad C_d = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda total media}} = \frac{\text{pygvar 14}}{\text{balvar 7} + \text{balvar 8} + \text{balvar 24}}$$

$$8 \quad E_{nd} = \frac{\text{Deuda total media}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{balvar 7} + \text{balvar 8} + \text{balvar 24}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$9 \quad I_f = \frac{\text{Ingresos financieros}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 12}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$10 \quad E_{xt} = \frac{\text{Resultado extraordinario}}{\text{Fondos propios corregidos medios}} = \frac{\text{pygvar 17}}{\text{balvar 32} - \text{balvar 28} + \text{balvar 25} \times (1 - t)}$$

$$11 \quad I_{mp} = -(R_e + A_{pal} + I_f + E_{xt}) \times t$$

X : Indica la media aritmética de la variable X entre el año  $t$  y el año  $t - 1$ .

**ANEXO II**
**B) Análisis de origen y aplicación de fondos (esquema 2)**

Resultado de explotación después de impuestos (1)  
 + Dotación amortización (2)  
 + Variación de provisiones de tráfico (3)  
**= Cash Flow Operativo (4) = (1) + (2) + (3)**  
 – Variación de necesidades operativas de fondos (5)  
 – Variación de inmovilizado material e inmaterial (6)  
 – Variación de inmovilizado financiero (7)  
**= Free Cash Flow (8) = (4) + (5) + (6) + (7)**  
 + Ingresos financieros después de impuestos (9)  
 – Gastos financieros después de impuestos (10)  
 + Variación de deuda con coste (11)  
 + Resultados extraordinarios después de impuestos (12)  
 + Variación de deuda a largo plazo sin coste (13)  
**= Superávit (Déficit) (14) = (8) + (9) + (10) + (11) + (12) + (13)**  
**+ Variación de fondos propios (15) = (16) + (17) + (18)**  
 + Variación de capital suscrito (16)  
 – Resultados distribuidos (17)  
 + Variación otras reservas (18)  
**= Variación de tesorería (19)**

$$(1) = (\text{pygvar}11 + \text{pygvar}13) \times (1 - t)$$

Donde  $t$  es la tasa impositiva, calculada como se indica en el Anexo II a)

$$(2) = \text{pygvar } 9$$

$$(3) = \text{pygvar } 10$$

$$(5) = - [(\Delta\text{balvar } 6 - \Delta\text{balvar } 4 - (\Delta\text{balvar } 9 + \Delta\text{balvar } 10 + \Delta\text{balvar } 11 + \Delta\text{balvar } 12)) + \text{pygvar } 10]$$

$$(6) = - (\Delta\text{balvar } 19 - \Delta\text{balvar } 18 - \Delta\text{balvar } 28 + \text{pygvar } 9)$$

$$(7) = - (\Delta\text{balvar } 18)$$

$$(9) = \text{pygvar } 12 \times (1 - t)$$

$$(10) = \text{pygvar } 14 \times (1 - t)$$

$$(11) = [\Delta\text{balvar } 13 - (\Delta\text{balvar } 9 + \Delta\text{balvar } 10 + \Delta\text{balvar } 11 + \Delta\text{balvar } 12)] + \Delta\text{balvar } 24$$

$$(12) = \text{pygvar } 17 \times (1 - t)$$

$$(13) = \Delta\text{balvar } 25 \times t$$

$$(16) = \Delta\text{balvar } 26$$

$$(17) = \Delta\text{balvar } 27 + \Delta\text{balvar } 29 + \Delta\text{balvar } 30 - \Delta\text{balvar } 31_{t-1}$$

$$(18) = \Delta[\text{balvar}25 \times (1 - t)]$$

$\Delta$ : Indica que la variable está en primeras diferencias.