

## Encuesta a la Dirección Financiera en España Hacia la consolidación del crecimiento de la economía española

Mayo 2015



Esta es la décimo tercera edición de la encuesta realizada a la Dirección Financiera en España, cuyo objetivo es ofrecer una visión sobre cómo están reaccionando las empresas ante la actual coyuntura, tratando de medir sus actitudes respecto a las medidas y reformas que se están llevando a cabo tanto en España como a nivel Europeo para dar respuesta a la situación económica presente, así como de los principales riesgos y preocupaciones de las Direcciones Financieras.

El presente informe ha sido elaborado por el equipo responsable del Programa de Directores Financieros de Deloitte en España y personal de Asesoramiento Financiero Permanente de Deloitte a partir de la información que se desprende de cada uno de los apartados de la encuesta del semestre terminado en marzo de 2015, llevada a cabo entre el 16 de marzo y el 6 de abril de 2015.

La encuesta a la Dirección Financiera en España se realiza de forma semestral. La siguiente edición, correspondiente al semestre terminado el 30 de septiembre de 2015, se publicará durante el mes de octubre de 2015.

Si desea participar en nuestras encuestas, le invitamos a ponerse en contacto con nosotros para incluirle en el grupo de panelistas.

#### **Personas de Contacto**

##### **Jesús Navarro**

Socio Responsable del Programa de Directores Financieros de Deloitte en España  
jenavarro@deloitte.es  
+34 91 514 50 00

##### **Nuria Fernández**

Senior Manager Responsable de Programa de Directores Financieros de Deloitte en España  
nufernandez@deloitte.es  
+34 91 514 50 00

##### **Alejandro González de Aguilar**

Senior Manager – Asesoramiento Financiero Permanente  
agonzalezdeaguilar@deloitte.es  
Tel: 91 514 50 00

# Contenidos

---

4	La ruta del crecimiento: Destino recuperación
6	Los CFOs confían en la recuperación económica
15	La productividad y la eficiencia continúan siendo los ejes prioritarios para las empresas
21	La demanda interna pierde protagonismo entre las preocupaciones de los CFOs
23	Se mantienen las buenas perspectivas respecto a la evolución del IBEX35
26	Clara mejoría en las condiciones de nueva financiación para las empresas españolas
31	La Función Financiera como fuente de información para la toma de decisión en las compañías
33	Datos del Panel

---

# La ruta del crecimiento: Destino recuperación



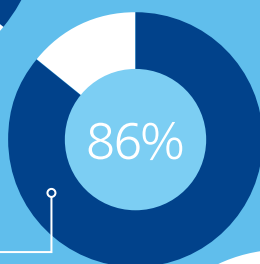
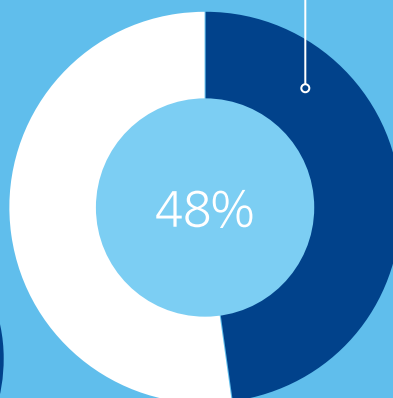
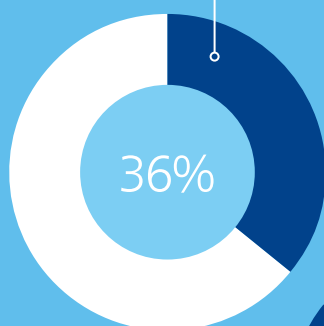
Durante el 2014 la economía española continuó afianzando la recuperación que empezó en 2013. En el primer trimestre de 2015 se ha mantenido esta trayectoria que demuestra un repunte de la actividad. Un alto porcentaje de Directores Financieros corrobora la tendencia, lo que nos anima a decir: sigamos por el camino de la recuperación.



## PREVISIÓN DE CRECIMIENTO

Un 36% de los Directores Financieros considera que la economía española estará en crecimiento en los próximos 12 meses, 89% si incluimos también los que opinan que estará en lenta recuperación.

Si analizamos las perspectivas en Europa y en el resto del mundo, un 77% y un 90%, respectivamente, consideran que estas economías estarán en crecimiento o lenta recuperación.



## NUEVA FINANCIACIÓN

El 48% opina que ya se ha producido una mejora en la oferta y en los niveles de precio de nueva financiación disponible.

El 36% de los Directores Financieros considera que el coste de nueva financiación es reducido y el 53% cree que es fácil de conseguir.

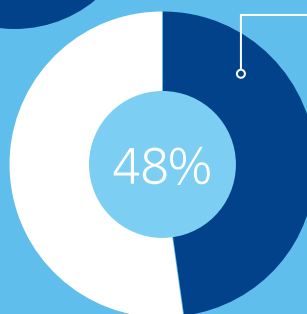
La deuda bancaria es la fuente de financiación más atractiva para la mitad de los encuestados y un 64% la utilizará en los próximos 12 meses.



## LAS VARIABLES CON MÁS IMPACTO EN LA ECONOMÍA

La evolución del tipo de cambio del euro (86%), del precio del crudo (85%) y de la economía del resto de países europeos (76%), son las variables con mayor impacto sobre la economía española.

La incertidumbre económica global (56%), el deterioro del margen debido a presiones en costes (44%) y la falta de flexibilidad en los precios (41%) son las variables que podrían afectar negativamente a los negocios.



## PRIORIDADES PARA LOS CFO

El 48% considera que la Función Financiera es frecuentemente la fuente de información utilizada para la toma de decisiones de los negocios.

La prioridad más alta para los CFOs continúa siendo apoyar en la consecución de los planes de negocio y presupuesto (90%), seguida de influir en la estrategia de negocio y en las prioridades operativas (73%).



## EUROPA

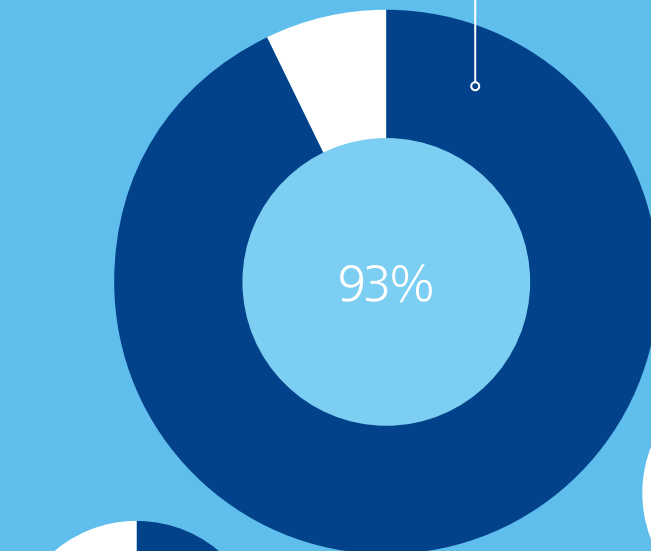
El análisis de los datos resultantes de una encuesta realizada a 1.327 CFOs de 14 países\* muestra la misma senda de crecimiento, aunque los Directores Financieros consideran que es necesario continuar con la introducción de reformas estructurales con la finalidad de ser más competitivos.



### REFORMAS ESTRUCTURALES Y COMPETITIVIDAD

Un 93% de los encuestados a nivel europeo considera que la introducción de más reformas estructurales nacionales para aumentar la competitividad es una política muy efectiva o efectiva para resolver la crisis actual de crecimiento en la UE y la Zona Euro.

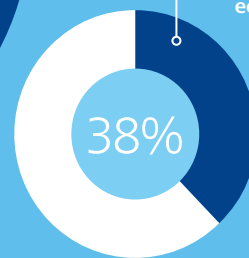
La disolución del euro, por el contrario, es vista como poco efectiva por el 92% de los Directores Financieros.



### GESTIÓN DEL RIESGO

El 38% de los encuestados considera que es buen momento para asumir riesgos en sus balances, estando más inclinados a ello en la Eurozona.

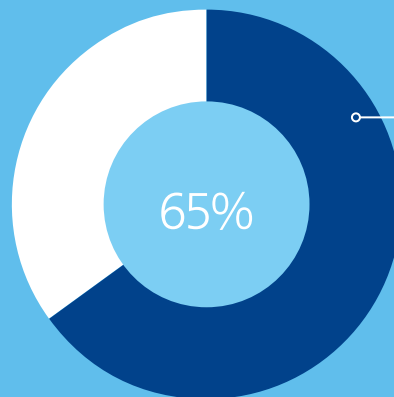
Las empresas de Europa, en opinión del 60% de los Directores Financieros, tienen que hacer frente a un alto nivel de incertidumbre económica externa.



### FUENTES DE FINANCIACIÓN

Un 65% de los encuestados valora la deuda bancaria como una fuente de financiación atractiva, aumentando este porcentaje en los países fuera del Euro y llegando hasta el 92% en el Reino Unido.

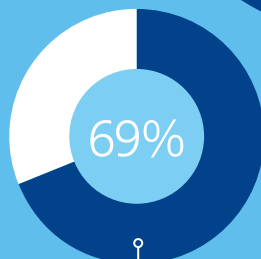
En segundo lugar está la emisión de deuda, valorada como atractiva por el 50% de los Directores Financieros, siendo también un poco más popular entre países de fuera de la Eurozona (56%).



### AUMENTO DE INGRESOS

El 69% de los CFOs de la zona Euro cree que sus ingresos aumentarán en los próximos meses, un 7% más que en el caso de encuestados fuera de la Eurozona.

El margen operativo también aumentará en opinión del 50% de los encuestados en la Eurozona, siendo bastante menor (34%) el porcentaje de CFOs del resto de países que opina así.



# Los CFOs confían en la recuperación económica

A lo largo del año 2014, la economía española continuó afianzando la recuperación que comenzó a partir del segundo semestre de 2013. Según los datos publicados por el INE, el crecimiento del PIB en 2014 fue del 1,4%, frente al -1,20% en 2013, registrando su primer dato positivo desde 2008. En el último trimestre del año, la economía española creció a un ritmo del 0,7% trimestral, encadenando cinco trimestres consecutivos de crecimiento y un repunte del 2,0% interanual, su mayor expansión desde el segundo trimestre de 2008.

En el primer trimestre de 2015, la economía española ha mantenido la trayectoria expansiva del pasado año. De acuerdo con las últimas cifras publicadas por el Banco de España en su boletín económico de marzo, se estima que en el primer trimestre de 2015 el PIB podría haber crecido a una tasa trimestral del 0,8%, una décima por encima del porcentaje del periodo comprendido entre octubre y diciembre de 2014, situando la tasa de variación interanual en el 2,5%.

Gráfico 1. Previsiones para los indicadores económicos españoles

Indicadores económicos	Dato real 2014	Banco de España		FMI*		Comisión Europea		Bloomberg		EIU**	
		Previsión 2015	Previsión 2016	Previsión 2015	Previsión 2016	Previsión 2015	Previsión 2016	Previsión 2015	Previsión 2016	Previsión 2015	Previsión 2016
Crecimiento del PIB (interanual)	1,40%	2,80%	2,70%	2,50%	2,00%	2,80%	2,60%	2,40%	2,30%	2,60%	2,10%
Tasa de desempleo (en abril)	24,46%	22,50%	20,50%	22,60%	21,00%	22,40%	20,50%	22,60%	20,90%	22,80%	21,30%

\*FMI: Fondo Monetario Internacional

\*\*EIU: Economist Intelligence Unit



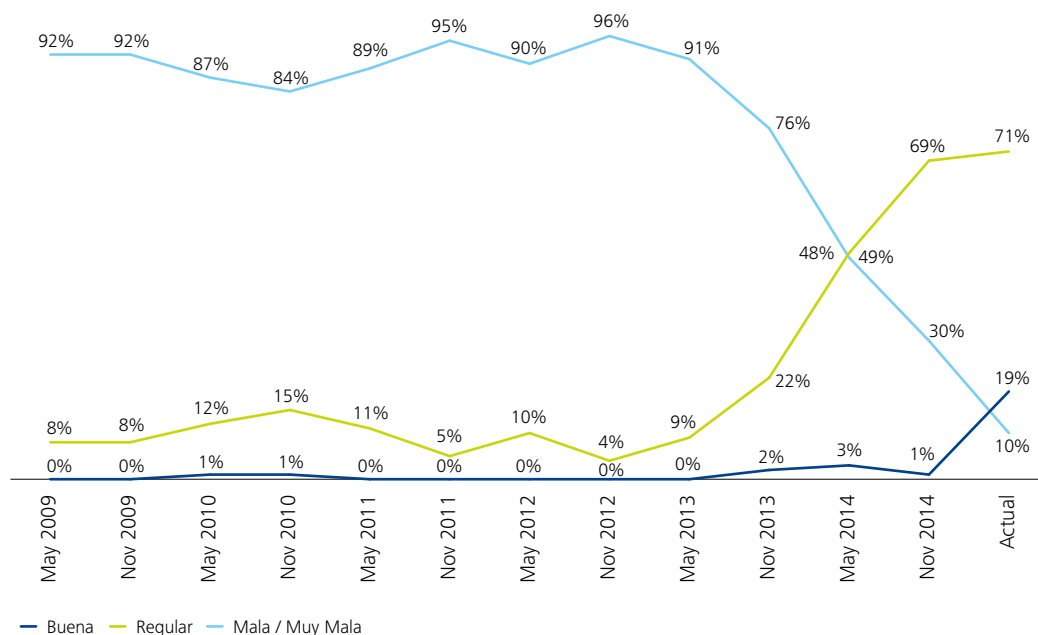
Dicha estimación demuestra un ligero repunte de la actividad, impulsada principalmente por la política monetaria expansiva que el Banco Central Europeo ha puesto en marcha en los últimos meses, junto con el descenso de los precios del petróleo y la depreciación del tipo de cambio del euro.

Dada la positiva evolución de la economía española, el Gobierno ha decidido revisar al alza las tasas de crecimiento del PIB previstas en el 2,4% para 2014 y en el 2,5% para 2015. Asimismo, el Banco de España ha proyectado que el avance del PIB en términos anuales para 2015 y 2016 será del 2,8% y del 2,7%, respectivamente. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional mejora por séptima vez consecutiva la previsión de crecimiento de España hasta el 2,5% para 2015 y el 2,0% para 2016, y vuelve a situarla como la economía europea que más crecerá en 2015.

La Comisión Europea se une a esta favorable visión acerca de la evolución de la economía española, y estima que será el país con mayor crecimiento dentro de la Eurozona, gracias al incremento de la demanda interna y del consumo, y por la caída de los precios de petróleo. No obstante, advierte que España incumplirá con sus objetivos de déficit en 2015 (-4,5% previsto frente al -4,2% exigido).

La percepción de los CFOs sobre la situación actual de la economía española muestra una importante mejora con respecto a las ediciones previas, ya que un 19% de las personas encuestadas considera la situación económica como buena, frente al 1% que así lo consideraba en la edición anterior. Existe un 71% que valora la situación actual como buena o regular (frente al 69% de la pasada edición y el 49% en la encuesta realizada hace un año), y únicamente el 10% estima que la situación económica actual es mala, frente al 30% anterior, lo que supone niveles mínimos desde que se realiza la presente encuesta.

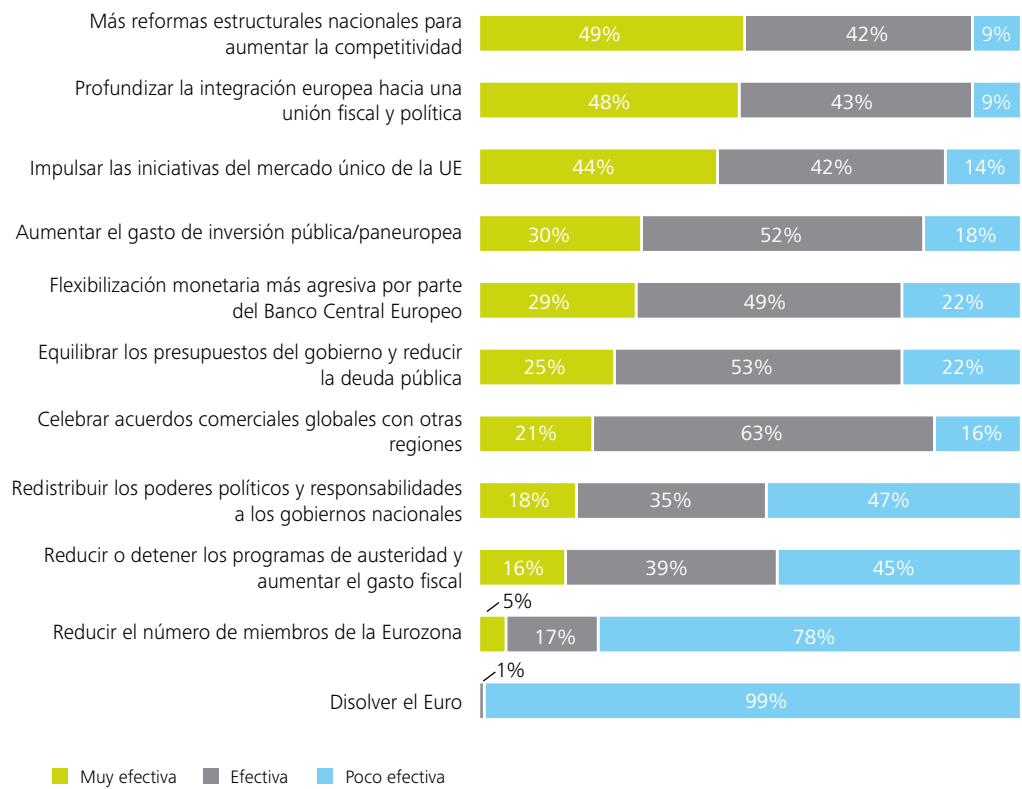
**Gráfico 2. Valoración de la situación actual de la economía española**



Según los Directores Financieros, las políticas más efectivas para la resolución de la crisis actual de crecimiento de la Unión Europea y de la Eurozona son la introducción de nuevas reformas estructurales nacionales para aumentar la competitividad y profundizar en la integración europea hacia una unión fiscal y política. El

91% de los encuestados considera estas dos acciones como muy efectivas o efectivas. Por otra parte, la política menos efectiva para resolver la crisis financiera y económica sería la disolución del Euro, según el 99% de los CFOs encuestados.

**Gráfico 3. Valoración de la efectividad de las políticas para resolver la crisis de crecimiento de la UE y de la Zona Euro**





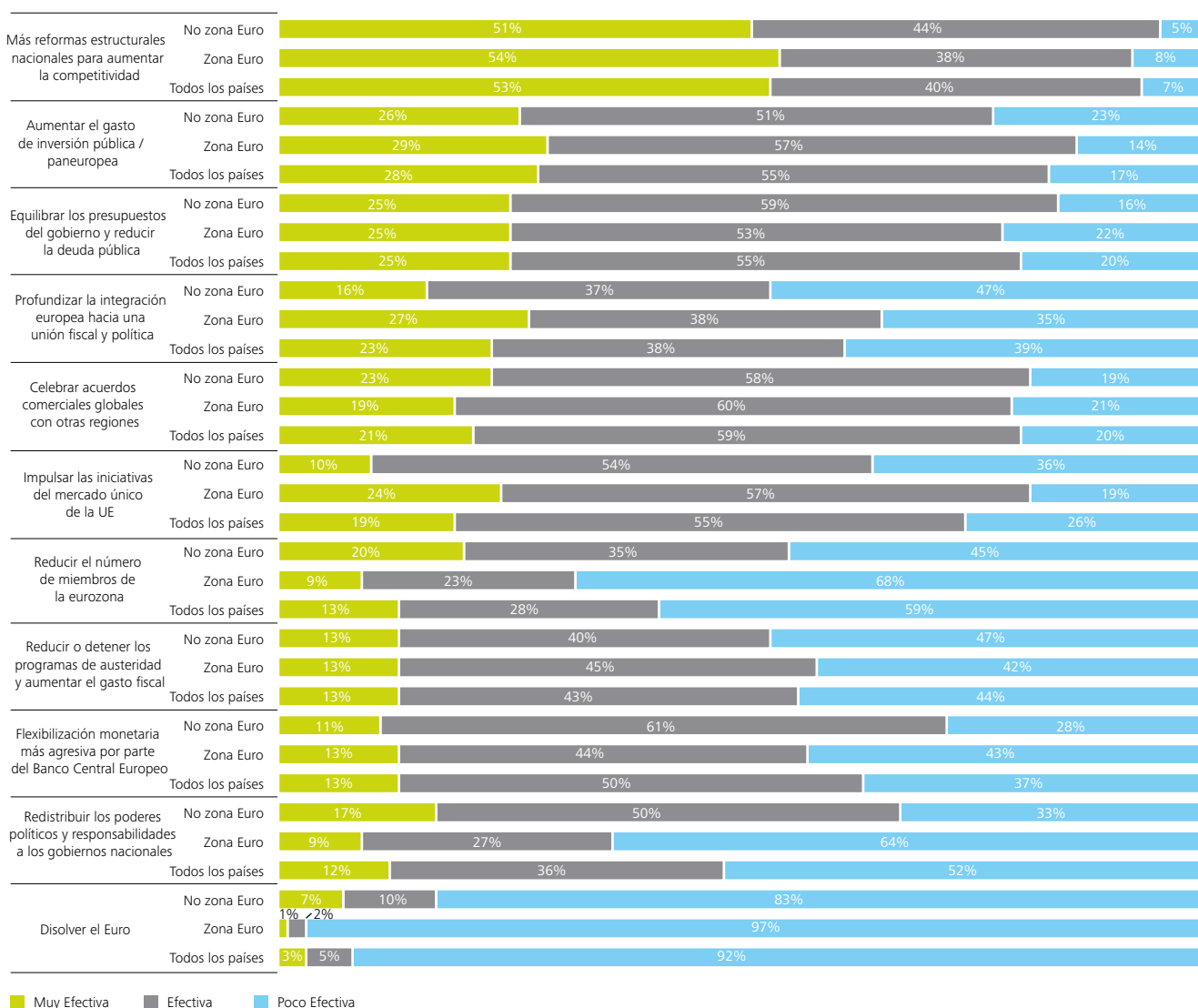
A nivel europeo, también es la introducción de nuevas reformas estructurales nacionales para aumentar la competitividad del país la medida que más CFOs (93%) han valorado como muy efectiva o efectiva para resolver la crisis existente.

Casi el mismo número de Directores Financieros (92%) opina que la disolución del euro, por el contrario, es poco efectiva. Mencionar que existen discrepancias en la opinión de los encuestados en la Eurozona y fuera

de ella al respecto de la efectividad de esta acción. Un 17% de los CFOs de países no euro la consideran muy efectiva o efectiva, frente al 3% que opina así en el caso de países con el Euro.

También en el caso de la reducción de miembros de la Eurozona se aprecian diferencias de opinión. Un 55% de Directores Financieros fuera de la Eurozona la considera efectiva o muy efectiva, mientras que sólo un 32% la valora así en el caso de pertenecientes a la Eurozona.

**Gráfico 4. Valoración de la efectividad de las políticas para resolver la crisis de crecimiento de la UE y de la Zona Euro**



Fuente: Encuesta a la Dirección Financiera en 12 países europeos (931 CFOs)

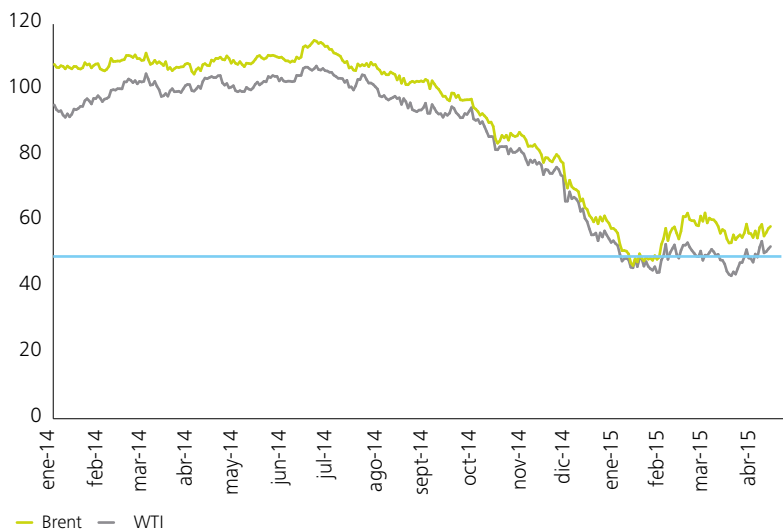
**Gráfico 5. Evolución cambio USD por EUR**



A partir de mayo de 2014, el euro inició una tendencia bajista en su cruce frente al dólar, presionado por las expectativas de una posible contracción del crecimiento económico en la Eurozona acompañada de medidas de carácter expansivo por parte del Banco Central Europeo.

Finalmente, el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, anunció en enero de 2015 la puesta en marcha de un programa de compra masiva de activos (deuda pública y privada), por importe de 60.000 millones de euros mensuales, hasta al menos septiembre de 2016, con el objetivo de relanzar el crecimiento económico y limitar el retroceso de la inflación dentro de la Eurozona. Tras la puesta en marcha del programa, el euro llegaba a alcanzar en marzo de 2015 referencias mínimas de enero de 2003 en su cruce frente al dólar, en 1,0492 USD por EUR.

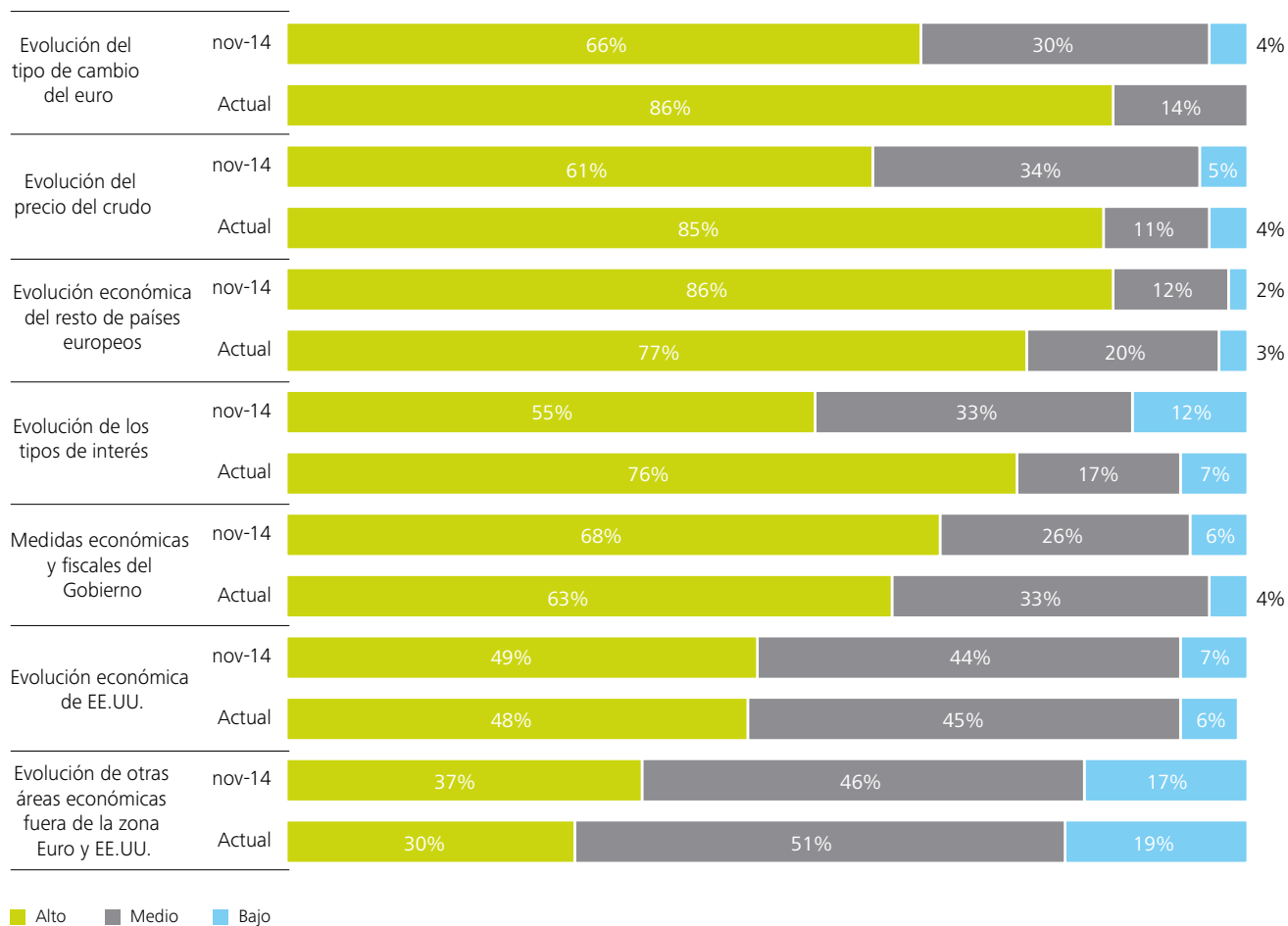
**Gráfico 6. Evolución petróleo Brent y WTI**



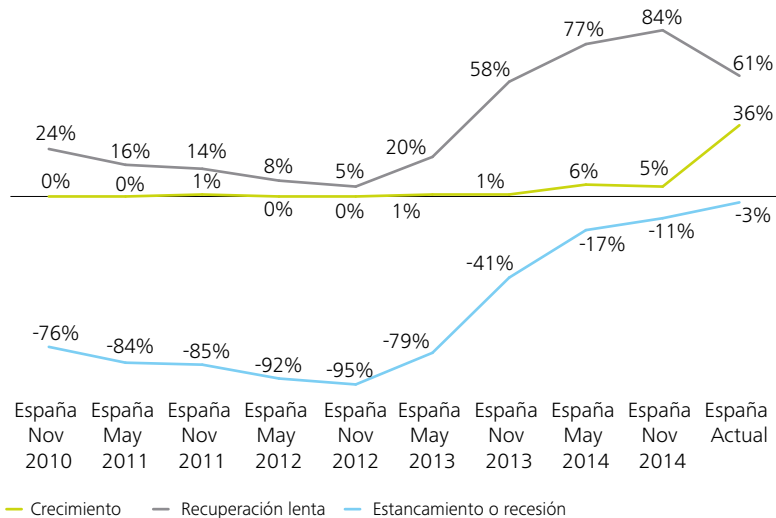
Además, a partir de junio de 2014, la cotización del precio del petróleo comenzó también un notable descenso hasta perder la mitad de su valor en seis meses, como consecuencia de un desajuste significativo entre la demanda y la oferta de petróleo causado, principalmente, por el desarrollo del “fracking” en Estados Unidos (método que les permite una mayor independencia energética), mientras que los miembros de la OPEP se negaron a ajustar la oferta de crudo, contribuyendo aún más a la contracción de los precios.

El movimiento de ambas variables ha sido designado por los CFOs como los factores que tienen un mayor impacto actualmente sobre la economía española. Un 86% cree que el impacto del tipo de cambio es alto o muy alto (frente al 66% de hace seis meses) y un 85% CFOs considera que el impacto del precio del crudo es alto (frente al 61% anterior).

**Gráfico 7. Variables con mayor impacto sobre la economía española**



**Gráfico 8. Expectativas sobre el comportamiento de la economía española en los próximos 12 meses**



Además de los incluidos en el gráfico 7, los encuestados han mencionado otros aspectos con impacto en la economía española, como son la estabilidad política, las tensiones independentistas y geopolíticas, la inseguridad jurídica, la corrupción política y empresarial, la innovación tecnológica, la política fiscal, la evolución de la tasa de paro y de los salarios o la evolución de las ayudas a determinados sectores de actividad por parte de la UE.

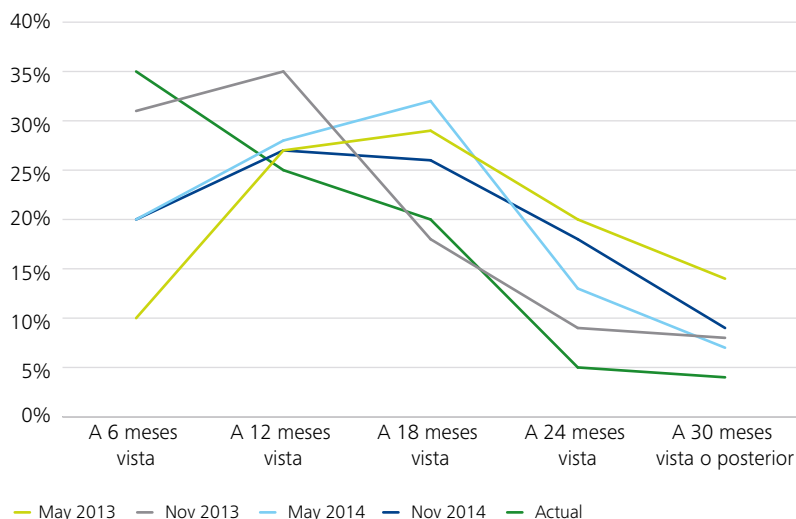
El 36% de los Directores Financieros considera que la economía española estará en crecimiento durante los próximos doce meses, el mayor porcentaje de todas las ediciones de esta encuesta, frente a la estimación anterior del 5%. El 61% prevé que la economía española estará en lenta recuperación, y tan sólo el 3% de los sondeados piensa que se situará en estancamiento o recesión.

En línea con la positiva expectativa sobre el comportamiento de la economía, un 35% de los encuestados considera que la consolidación del crecimiento de la misma se producirá durante la segunda mitad de este año 2015 (15 p.p. por encima de los que opinaban así hace 6 meses) y un 45% considera que dicha consolidación se producirá a lo largo de 2016.

Con respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM), las perspectivas de crecimiento también mejoran. En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo revisó al alza las perspectivas de crecimiento del PIB de la región: 1,5% en 2015 (+1% previo) y 1,9% en 2016 (+1,5% previo).

La Comisión Europea mejora también sus previsiones de crecimiento para la Eurozona en 2015 (1,3%, frente al +1,1% en noviembre), principalmente favorecido por la recientemente aprobada política monetaria expansiva del BCE, los bajos precios de petróleo y la depreciación del euro.

**Gráfico 9. Expectativas sobre la consolidación del crecimiento de la economía española**



En este contexto, se incrementa casi al doble el porcentaje de los encuestados que pronostica que la economía de la UEM estará en lenta recuperación o en crecimiento (77% frente a sólo 39% el pasado semestre), mientras que el 23% prevé que la UEM estará en estancamiento o en recesión en los próximos doce meses (39 p.p. menos que hace seis meses).

Se produce también una leve mejora de las previsiones, por parte de los CFOs encuestados, sobre la economía mundial. El 90% de los participantes estima que la economía mundial experimentará una lenta recuperación o un crecimiento en los próximos 12 meses, frente al 82% de la pasada edición, y disminuye del 18% al 10% el número de sondeados que consideran que estará en estancamiento.

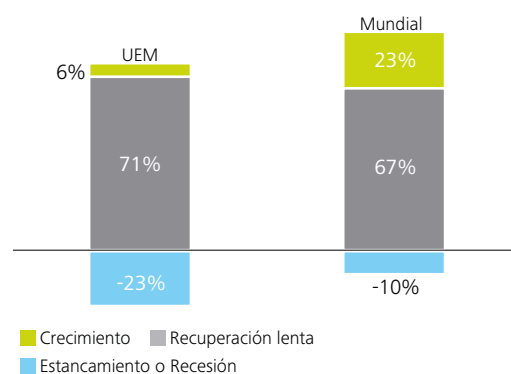
Junto con las señales de que la economía empieza a coger fuerza, el mercado laboral también comienza a tomar impulso y en el mes de marzo la tasa de paro alcanzaba el 23,2% (frente al 23,4% del mes anterior), registrando su lectura más baja desde enero de 2012.

Según datos de Eurostat, la tasa de desempleo de España continúa siendo una de las más altas de los países de la Eurozona. Destacar que para los menores de 25 años, el pasado noviembre, el desempleo alcanzaba el 57,5% mensual, por encima del desempleo griego.

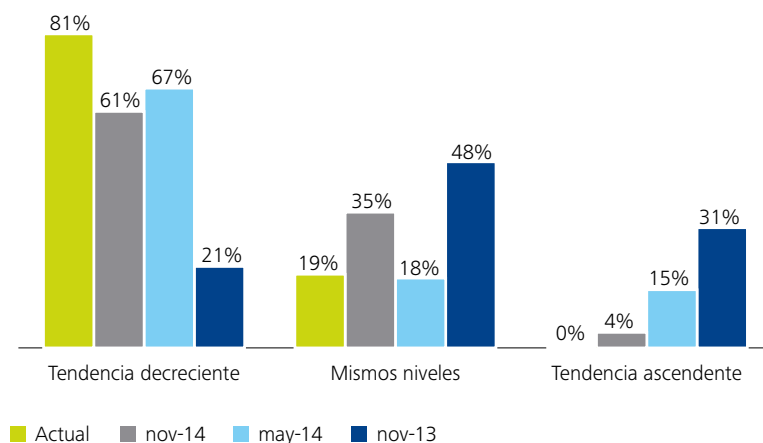
El FMI calcula que España creará más de 600.000 empleos hasta 2016. Para el año 2015, el FMI prevé que se crearán 350.000 puestos de trabajo, triplicando sus previsiones de octubre. Según el organismo internacional, la tasa de desempleo alcanzará el 22,6% en 2015 y el 21% en 2016.

La buena perspectiva acerca de la evolución del mercado laboral también es apreciada por los CFOs, pues el 81% considera que la tasa de desempleo española seguirá una tendencia decreciente en los próximos meses, frente al 61% que opinaba así en la pasada edición. Un 19% de los encuestados prevé que la tasa de paro se mantendrá en los mismos niveles, y ningún CFO considera que el desempleo vaya a aumentar en los próximos meses.

**Gráfico 10. Expectativas sobre el comportamiento de la economía de la UEM y mundial en los próximos 12 meses**



**Gráfico 11. Estimación del comportamiento de la tasa de desempleo en los próximos meses**



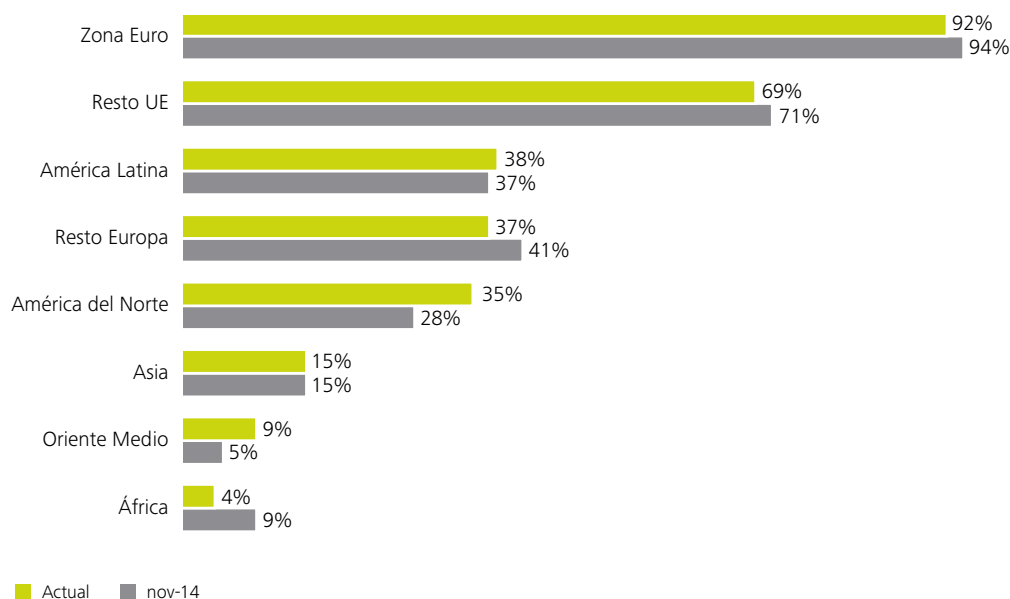
Según el informe mensual de comercio exterior del Ministerio de Economía y Competitividad del mes de enero de 2015, las exportaciones se redujeron un 2,9% en enero respecto al mismo mes del año anterior, sumando 17.895 millones de euros. En volumen, las exportaciones se redujeron un 3,0% interanual. En comparación con otras áreas geográficas, las exportaciones españolas se redujeron un 2,9% respecto al mismo mes del año anterior, caída de mayor magnitud con respecto al resto de países de la Eurozona y la Unión Europea (-2,7% para ambos). Las exportaciones de

Alemania descendieron un 0,6%, Francia (-1,8%), Italia (-4,2%), y Reino Unido (-12,6%). En cuanto a Estados Unidos, las exportaciones cedieron un 4,7% interanual mientras que en Japón aumentaron un 17% interanual.

A pesar de los datos, el 68% de los directivos financieros espera que las exportaciones de España se incrementen (frente al 38% de la pasada edición). Además, el 92% pronostica que Europa será el mercado al que se realizarán más exportaciones, y más concretamente, la Eurozona en primer lugar.

### Gráfico 12. Estimación de mercados destino de más exportaciones

(tres primeros mercados por volumen de exportaciones)



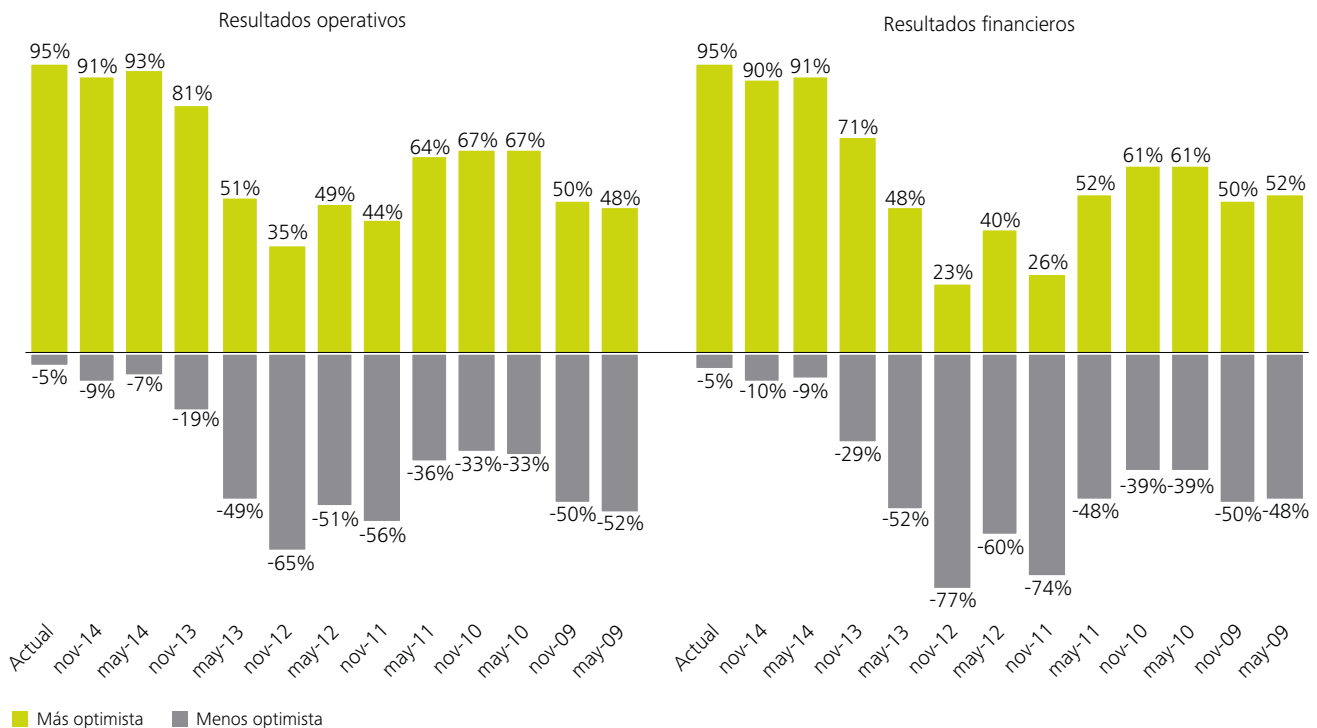
# La productividad y la eficiencia continúan siendo los ejes prioritarios para las empresas

Por quinto semestre consecutivo, los Directores Financieros afirman tener una opinión positiva respecto a los resultados financieros y operativos de sus empresas, y el nivel de optimismo alcanza su máximo histórico en ambos casos, con un 95% de encuestados que se muestran optimistas en sus expectativas.

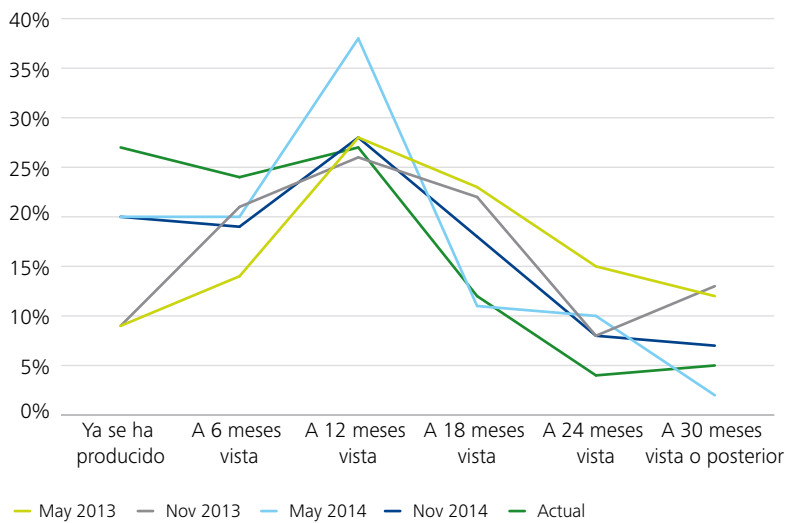
Por sectores, todos los Directores Financieros encuestados se muestran más optimistas respecto a los resultados operativos y financieros que 6 meses atrás, excepto en el caso de Distribución (27% y 29% se muestran menos optimistas respectivamente) y Energía y Recursos Naturales (14% y 13% respectivamente). En Hostelería, Turismo y Ocio, aunque el 100% son optimistas en relación a los resultados operativos, un 11% es menos optimista en lo que a resultados financieros se refiere.

## Gráfico 13. Resultados operativos y financieros

Visión de las perspectivas operativas y financieras con respecto a hace 6 meses



**Gráfico 14. Expectativas de crecimiento de la demanda de productos y servicios de su empresa**



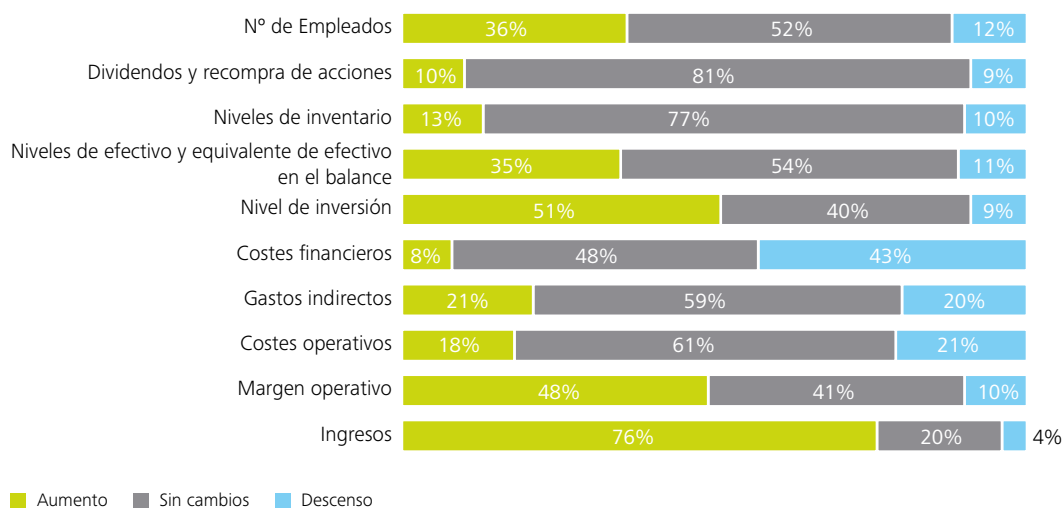
Este optimismo en los resultados de sus empresas, también se percibe en las expectativas de crecimiento de la demanda de sus productos y servicios. Un 27% considera que ya se ha producido este aumento (7 p.p. más que la pasada edición) y un 24% considera que se producirá en los próximos 6 meses. El 39% espera que esta aceleración se produzca a lo largo de 2016.

De hecho, un 76% de CFOs espera que los ingresos de sus empresas aumenten moderadamente en los próximos 12 meses (frente al 57% que opinaba así en la pasada edición). También se espera un aumento de la inversión por parte de más de la mitad de los Directores Financieros y un crecimiento en el margen operativo por casi la mitad de ellos. Se prevé asimismo un descenso de los costes financieros por casi la mitad de los encuestados.

Los Directores Financieros se muestran optimistas tanto respecto a los resultados operativos y financieros como a las expectativas de crecimiento de la demanda de productos y servicios. Asimismo esperan un aumento en los ingresos, la inversión y los márgenes operativos

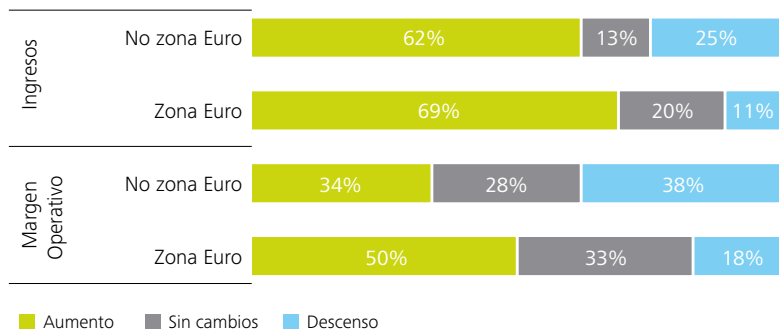


**Gráfico 15. Evolución de indicadores de su empresa en los próximos 12 meses**



A nivel europeo, las expectativas sobre los ingresos y los márgenes operativos también son positivas, y un 67% y un 45% respectivamente, espera que aumenten. En concreto, los países de la Eurozona son bastante más optimistas que el resto, sobre todo en lo referente al margen operativo, ya que fuera de la zona euro, únicamente el 34% de los encuestados considera que vaya a aumentar, 16 p.p. menos que en el caso de los países con la moneda única.

**Gráfico 16. Evolución de indicadores en los próximos 12 meses en las empresas europeas**

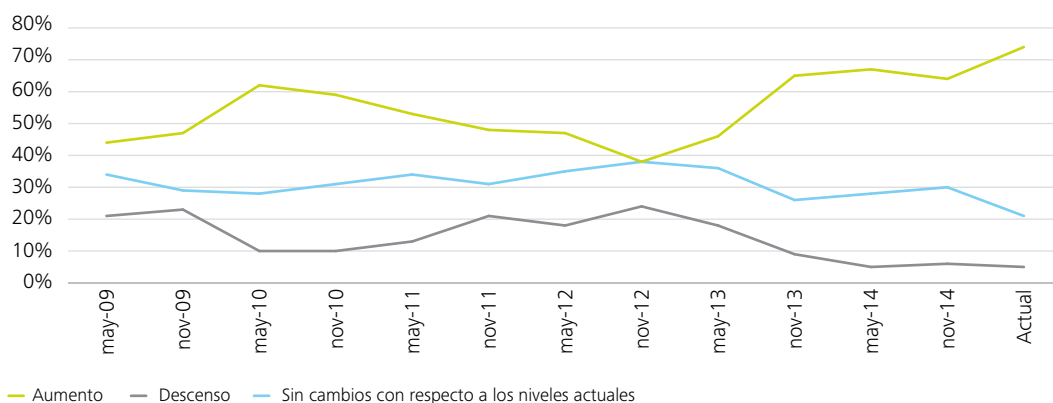


Fuente: Encuesta a la Dirección Financiera en 13 países europeos (1.262 CFOs)

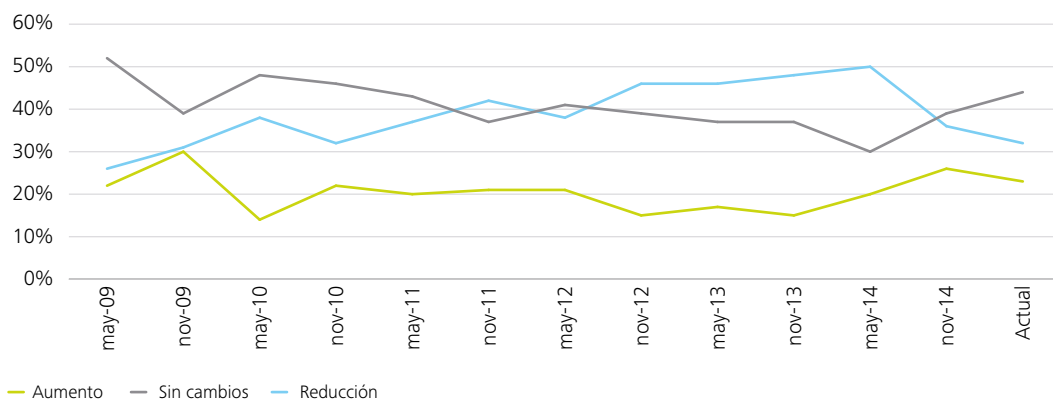
Previsiones de aumento en España también en el nivel del flujo de caja de sus empresas. El 74% de los Directores Financieros considera que crecerá en los próximos 12 meses, 10 p.p. por encima de hace 6 meses y mayor porcentaje de todas las ediciones de la encuesta. De este porcentaje, el 42% prevé un aumento menor al 10%, un cuarto de encuestados cree que el aumento estará entre el 10% y el 20%, y un 6% opina que el incremento será superior al 20%.

Las expectativas en cuanto al apalancamiento financiero de sus empresas en los próximos 3 años no varían mucho respecto a las que tenían en noviembre del pasado año. Casi la mitad (44%) no espera cambios significativos, casi un tercio (32%) espera una disminución, y casi un cuarto (23%) espera un aumento.

**Gráfico 17. Expectativas de evolución de los flujos de caja en los próximos 12 meses**



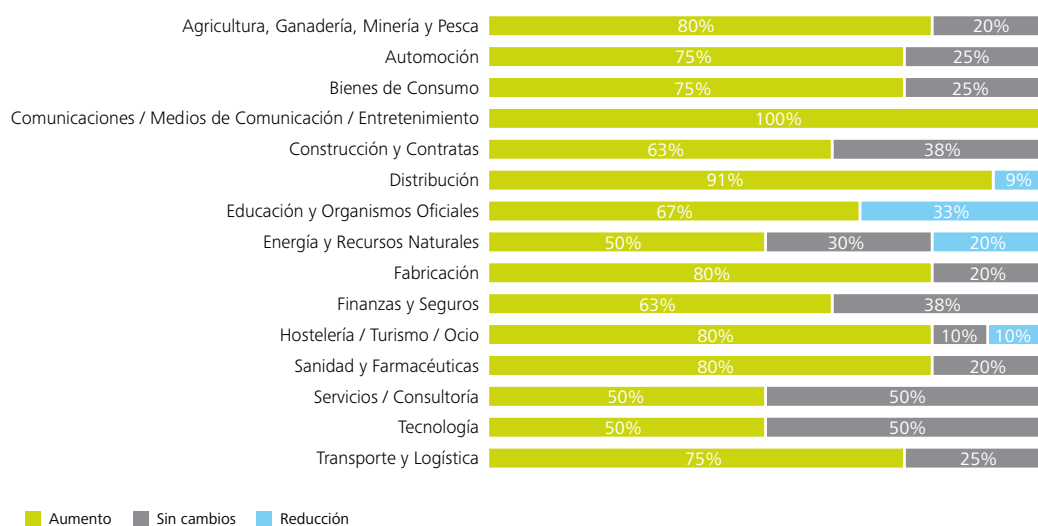
**Gráfico 18. Expectativas de evolución del nivel de apalancamiento en los próximos 12 meses**



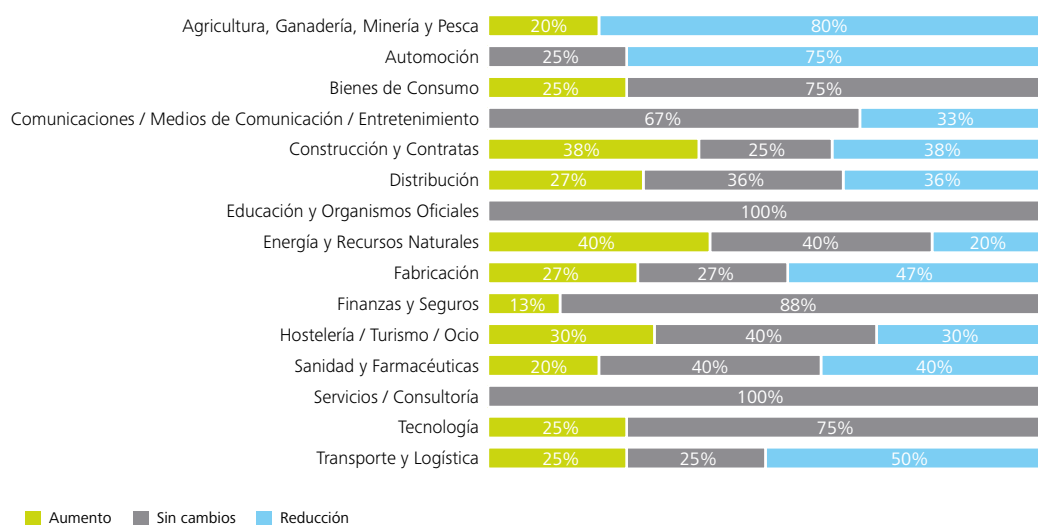
Por sectores, los más optimistas en cuanto a la evolución de sus flujos de caja son Comunicaciones / Medios de Comunicación / Entretenimiento y Distribución.

Por otro lado, los sectores en los que un mayor volumen de CFOs espera reducir su nivel actual de apalancamiento financiero son Agricultura, Ganadería, Minería y Pesca y Automoción.

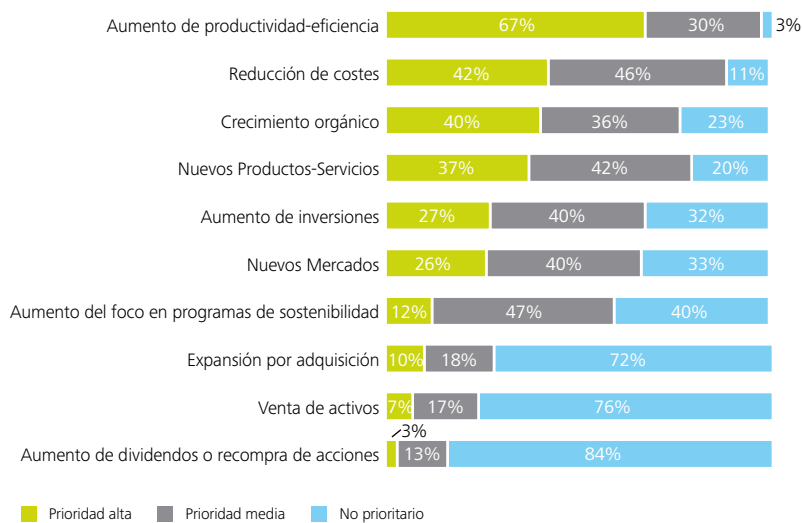
**Gráfico 19. Expectativas de evolución de los flujos de caja en los próximos 12 meses por sectores**



**Gráfico 20. Expectativas de evolución del nivel de apalancamiento en los próximos 12 meses por sectores**



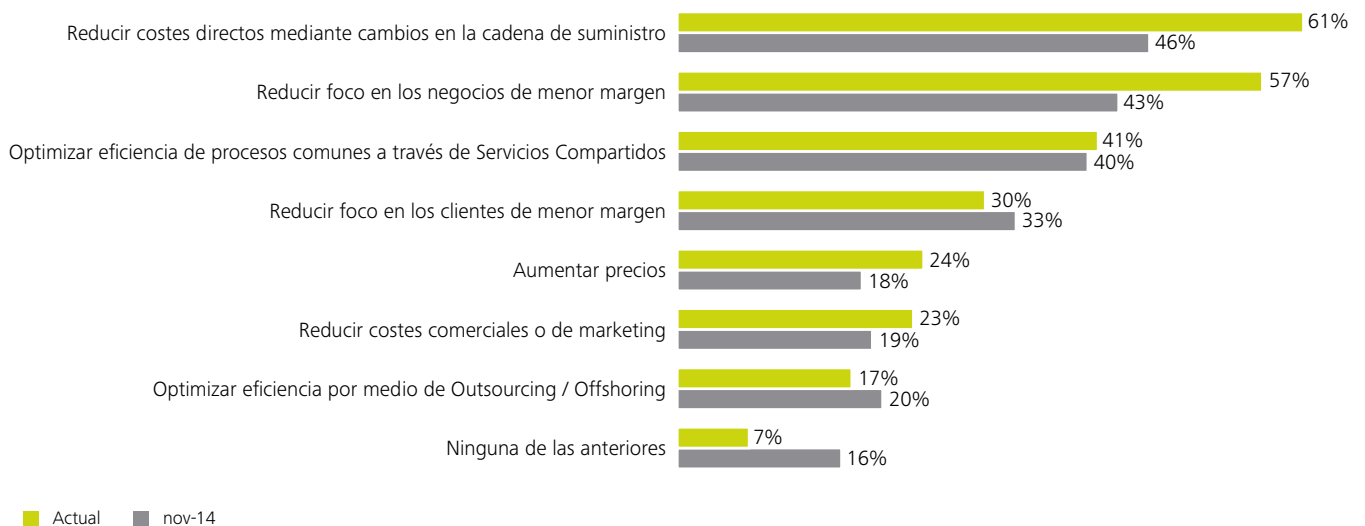
**Gráfico 21. Estrategias para los próximos 12 meses**



En este contexto de buenas expectativas y optimismo, la principal prioridad para las empresas será incrementar los niveles de productividad y de eficiencia, como lo fue en la pasada edición. Se dedicarán esfuerzos también a reducir costes y al crecimiento orgánico. Por el contrario, el aumento de dividendos, la venta de activos o la adquisición de otros negocios siguen sin ser una prioridad en las agendas de las compañías.

En esa misma línea, con el fin de reforzar márgenes, las medidas que más empresas españolas están aplicando ya, o prevén aplicar, son transformaciones en la cadena de suministro para reducir los costes directos, prestar una menor atención a los negocios de menor margen y centralizar funciones a través de Servicios Compartidos para optimizar la eficiencia de los procesos comunes.

**Gráfico 22. Medidas que está aplicando o planea aplicar para reforzar márgenes**



# La demanda interna pierde protagonismo entre las preocupaciones de los CFOs

Casi la mitad (48%) de los encuestados considera que es buen momento para asumir riesgos en sus balances, porcentaje que aumenta para situarse a los niveles de hace un año, alcanzándose el máximo porcentaje desde el inicio de la encuesta.

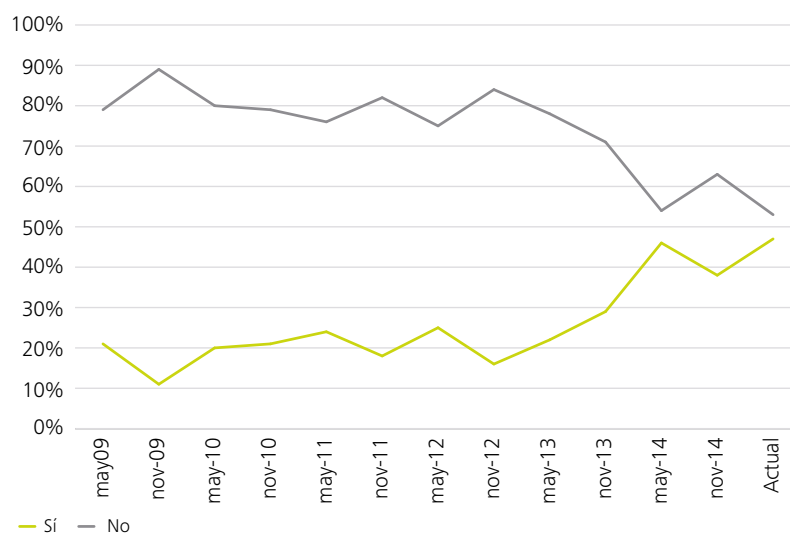
Un poquito por debajo se sitúa el porcentaje de CFOs europeos que opina así, 38%. Los directores financieros de países de la Eurozona parecen un poco más inclinados a asumir riesgos en el contexto actual (40%).

La incertidumbre económica y la fragilidad de la recuperación global continúa siendo la principal preocupación para las compañías. Más de la mitad de los encuestados (56%), en línea con la anterior edición, opina que este es el principal riesgo para sus empresas. Esta preocupación parece estar en la mente también de los CFOs europeos, ya que el 60% de los encuestados considera que actualmente hay un nivel alto de incertidumbre.

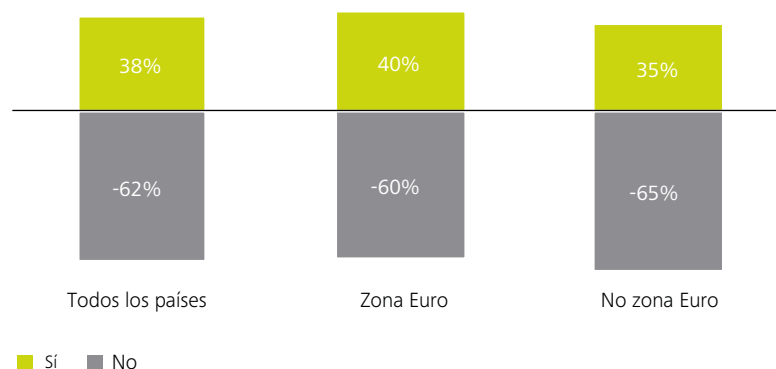
Detrás de este, el deterioro del margen debido tanto a las presiones en costes (44%, 7 p.p. más que en la pasada edición) como a la falta de flexibilidad en los precios (41%, 8 p.p. menos que en la pasada edición) son otros riesgos que podrían tener un impacto negativo en las empresas durante el próximo año.

Según los datos publicados en abril por el Ministerio de Economía y Hacienda, las importaciones crecieron en febrero a una tasa interanual del 4,5%. Esto evidencia la positiva evolución de la demanda interna (consumo e inversión) debido a una mejora de la actividad industrial y al fortalecimiento del consumo. En línea con estos datos, ha descendido el número de Directores

**Gráfico 23. Valoración sobre si es buen momento para asumir riesgos en sus estados financieros**



**Gráfico 24. Valoración a nivel europeo sobre si es buen momento para asumir riesgos en sus estados financieros**

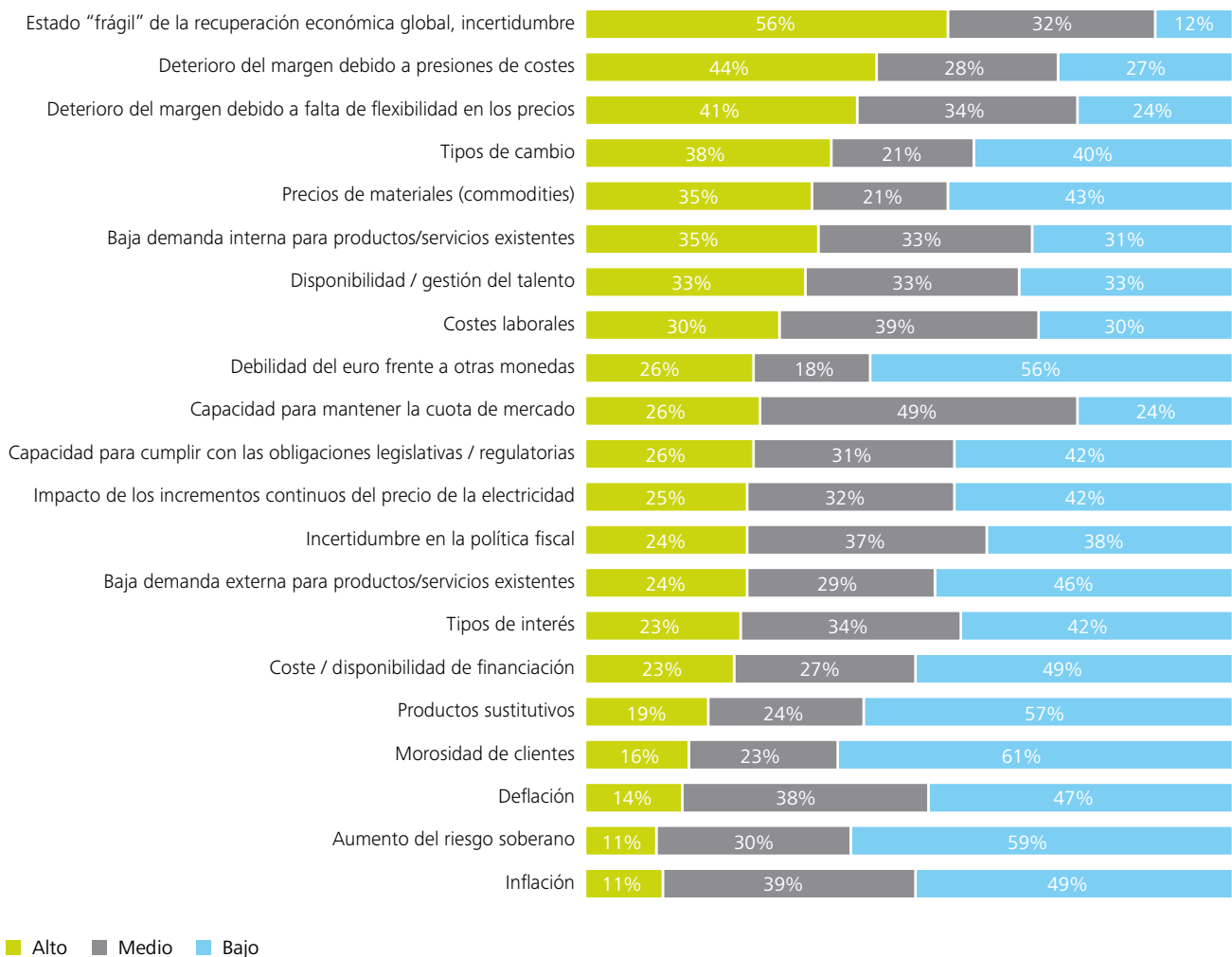


Fuente: Encuesta a la Dirección Financiera en 13 países europeos (1.263 CFOs)

Financieros encuestados que considera la baja demanda interna como un riesgo alto desde el 51% de hace seis meses al 31% actual.

La morosidad de los clientes o el aumento del riesgo soberano, por el contrario, no parecen preocupar demasiado a los Directores Financieros, ya que el 61% y el 59% respectivamente, los puntúan como riesgos de bajo impacto.

**Gráfico 25. Principales riesgos con impacto negativo en su negocio en los próximos 12 meses**



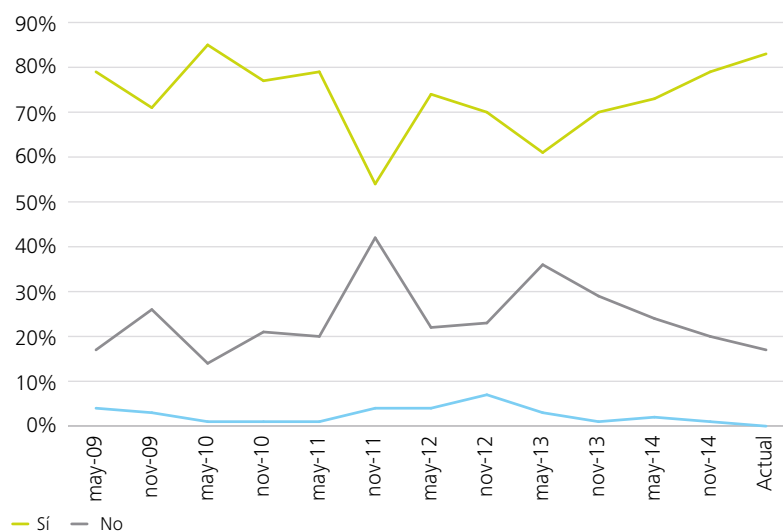
# Se mantienen las buenas perspectivas respecto a la evolución del IBEX35

El pasado año se cerró con una importante actividad corporativa. Según datos de Thomson Reuters, el importe total de las transacciones realizadas en todo el mundo en 2014 fue un 47% superior al de 2013, alcanzando un valor de 3,5 billones de dólares. En España, las operaciones realizadas crecieron un 8% respecto al año anterior en número de transacciones y un 54% en valor total. El sector de Telecomunicaciones en nuestro país protagonizó dos grandes acuerdos: la adquisición de ONO por parte de Vodafone (valorada en 7.200 millones de euros) y la de Jazztel por parte de France Telecom (por 3.300 millones de euros).

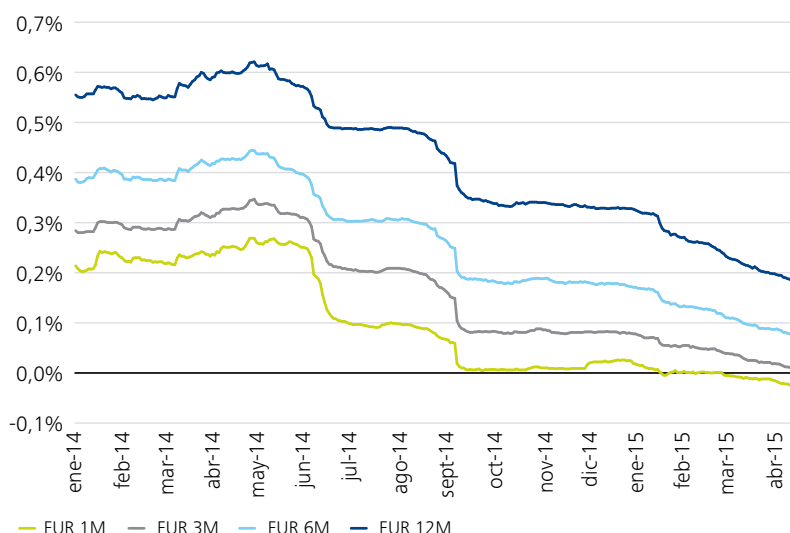
A tenor de la opinión de los Directores Financieros encuestados, este nivel de actividad se mantendrá a lo largo de este año, ya que el 83% considera que aumentará, continuando así la tendencia creciente iniciada hace dos años.

En el primer trimestre de 2015 asistimos a una disminución de las primas de riesgo crediticio a nivel país y corporativo, los tipos de interés del mercado interbancario continúan descendiendo llegando a alcanzar niveles mínimos históricos (cerca al 0,2 %, en el caso del Euríbor a un año y tipos negativos para la referencia a 1 mes), mientras que el IBEX 35 se ha revalorizado un 13%, llegando a cotizar, actualmente, por encima de los 11.000 puntos, su nivel más alto desde comienzos de 2010.

**Gráfico 26. Expectativas de evolución de las fusiones y adquisiciones en los próximos 12 meses**

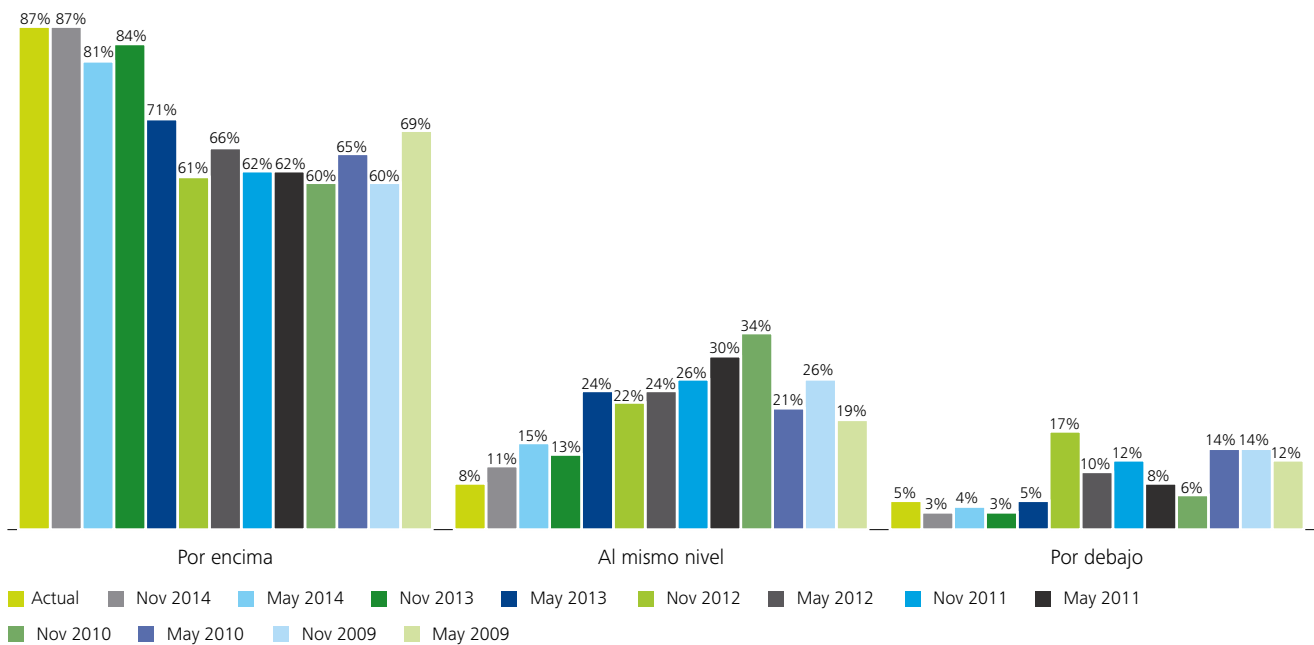


**Gráfico 27. Euríbor a 1, 3, 6 y 12 meses**



En opinión de los Directores Financieros esta senda positiva se mantendrá, ya que el 87% de los encuestados espera que, en el plazo de un año, el nivel del IBEX 35 se sitúe por encima del nivel actual, en línea con la edición anterior.

**Gráfico 28. Valoración de los CFOs sobre las perspectivas del IBEX 35**



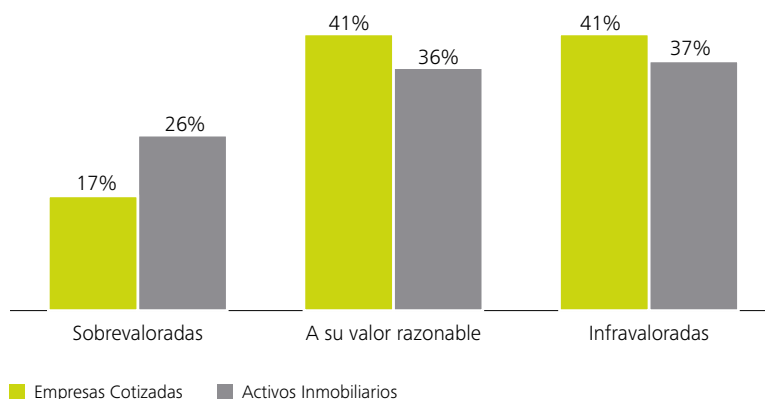
En opinión de los Directores Financieros encuestados, en los próximos meses se mantendrá la tendencia creciente que las operaciones corporativas iniciaron hace dos años



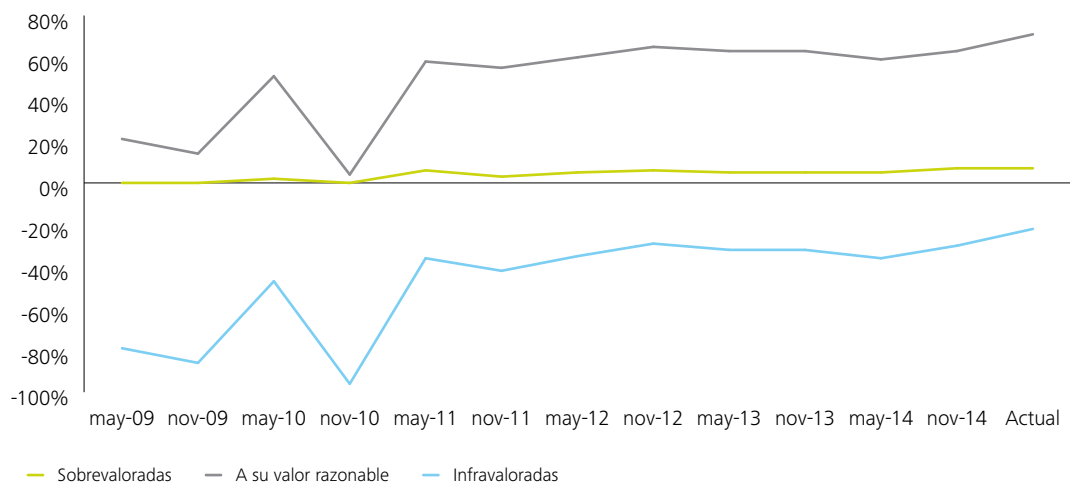
En este contexto, el 17% de los CFOs considera que las empresas cotizadas están sobrevaloradas (porcentaje levemente inferior al 22% de hace 6 meses) y el 26% de los encuestados considera que lo están los activos inmobiliarios (12 p.p. menos que en la edición anterior). Aumenta en 11 p.p. el número de CFOs que considera que estos activos están infravalorados (del 26% al 37%).

Cuando hablamos de las acciones de sus propias empresas, aumenta respecto a la edición anterior el porcentaje de los que consideran que se encuentran a su valor razonable (del 63% al 71%) y disminuye el de los que opinan que están infravaloradas (del 30% al 22%).

**Gráfico 29. Percepción sobre la valoración de activos inmobiliarios y empresas cotizadas en España**



**Gráfico 30. Valoración de las acciones de sus empresas**



# Clara mejoría en las condiciones de nueva financiación para las empresas españolas

El acceso a nueva financiación sigue la tendencia positiva que ya se percibía en las anteriores encuestas, y los Directores Financieros vuelven a mostrarse optimistas ante el panorama actual para la obtención de fondos. Las nuevas medidas de política monetaria emprendidas por el BCE en los últimos meses están encaminadas a promover una reducción de los costes de financiación del sector privado, con el objetivo de fomentar el crecimiento y el flujo de crédito desde las entidades financieras hasta el tejido empresarial.

Además, la mejora de la actividad y el empleo contemplada en el escenario macroeconómico actual permite mostrarse optimista respecto a la evolución de

los flujos de crédito, mientras que las dificultades en las negociaciones con el nuevo gobierno griego para la prórroga de la asistencia financiera están teniendo, de momento, un impacto limitado en los mercados.

Durante el primer trimestre de 2015, los tipos de interés de la deuda pública española y sus diferenciales respecto a la referencia alemana han continuado una tendencia a la baja. El rendimiento del bono referencial ha llegado a cotizar por debajo del 1,20%, mientras que la prima de riesgo a largo plazo ha llegado a situarse por debajo de los 90 p.b., referencias mínimas de 2010.

**Gráfico 31. Rendimiento de los bonos a 10 años de España y Alemania**



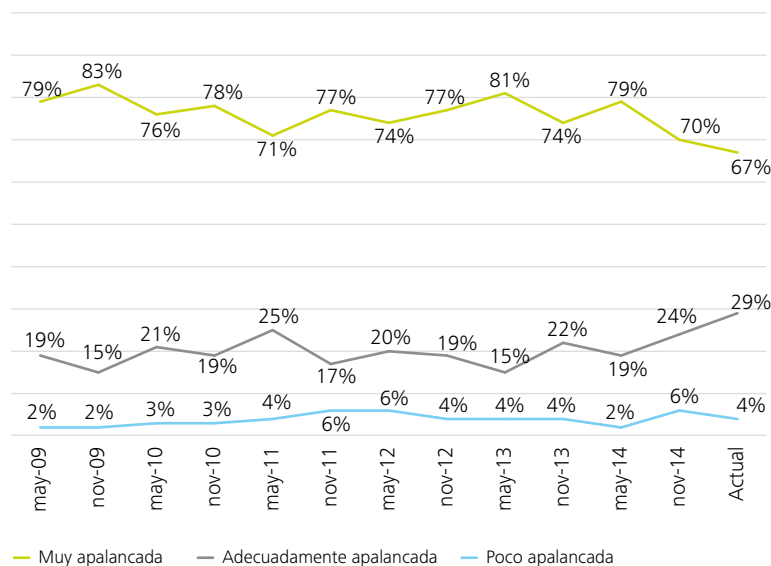
Por su parte, los ratios de endeudamiento y carga financiera de las empresas en relación con el PIB continuaron reduciéndose durante el cuarto trimestre de 2014, prolongándose la tendencia de los trimestres anteriores, como resultado, tanto del descenso del empleo de recursos ajenos por parte del sector privado, como del crecimiento del PIB. A pesar de ello, cerca de tres cuartas partes de los CFOs siguen considerando que las empresas españolas están muy apalancadas.

En línea con la mejoría observada en los mercados financieros, el coste de todas las fuentes de financiación empresarial, incluyendo las emisiones de renta fija y recursos propios, descendió en el primer trimestre de 2015.

El 71% de los Directores Financieros mantiene que la deuda bancaria es la fuente de financiación más atractiva, un 12% más que en la pasada edición, explicación que puede tener su origen en la mejora de la oferta bancaria a raíz de las subastas de liquidez del Banco Central Europeo.

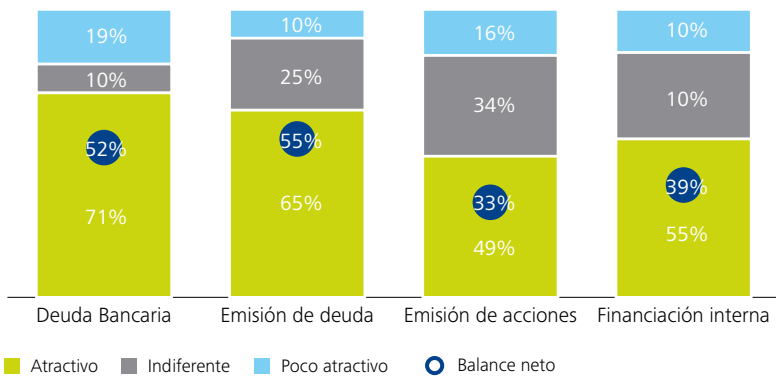
El 65% de los encuestados considera atractiva la emisión de deuda, que aunque queda en segundo lugar, muestra una clara mejoría frente al 54% de la encuesta anterior.

**Gráfico 32. Situación patrimonial de las empresas españolas**



La deuda bancaria es la fuente de financiación preferida tanto para los CFOs españoles como para los del resto de países europeos. En España, de hecho, un gran número de encuestados tiene previsto contratar deuda bancaria en los próximos meses

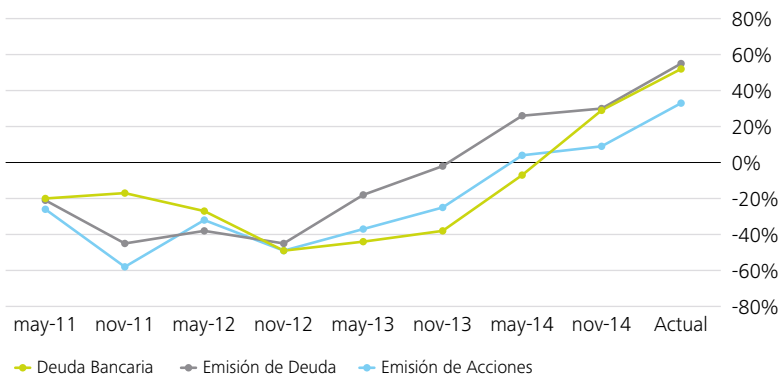
**Gráfico 33. Valoración actual de las fuentes de financiación**



La emisión de acciones deja de ser la fuente de financiación que un mayor número de encuestados considera como poco atractiva (un 16%), relegada por la deuda bancaria, donde un 19% de los CFOs así lo cree.

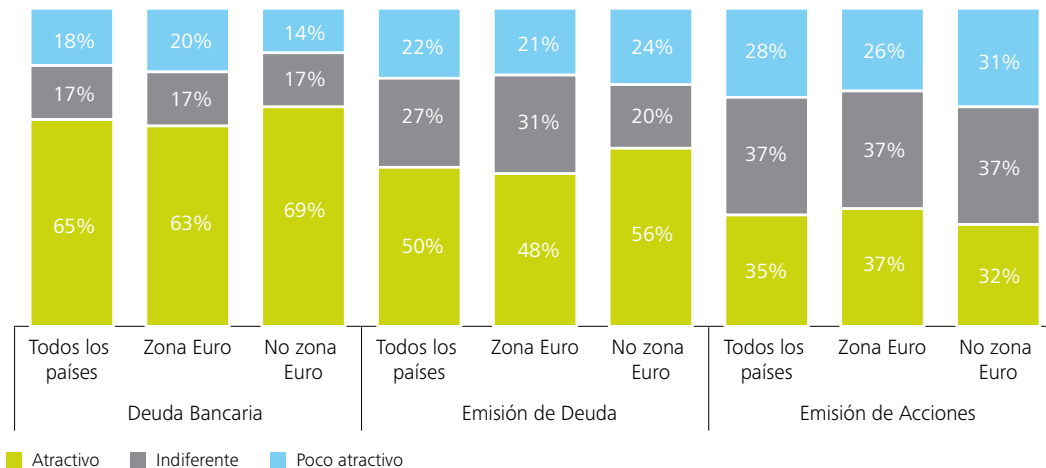
La deuda bancaria es también la fuente de financiación más atractiva para los CFOs europeos, donde un 65% la califica así, 4 p.p. más en el caso de CFOs de países no euro. En segundo lugar se sitúan los bonos corporativos, con un 50% de encuestados que opina que son una alternativa de inversión atractiva, siendo esta opción también valorada por más Directores Financieros de fuera de la Eurozona. La emisión de acciones, sin embargo, no parece tener muchos partidarios entre los Directores Financieros de este continente, y sólo hay un 35% que considere interesante esta opción.

**Gráfico 34. Volumen de CFOs que consideran "Atractiva" cada fuente de financiación**



El crecimiento de la inversión, junto con la mejora de las condiciones financieras y una disminución de la proporción de empresas que ven desestimadas sus solicitudes de crédito, podría indicar que las instituciones financieras perciben la existencia de una mayor disponibilidad de crédito, así como una mejora de la calidad crediticia de los potenciales prestatarios.

**Gráfico 35. Valoración actual de las fuentes de financiación a nivel europeo**



Fuente: Encuesta a la Dirección Financiera en 14 países europeos (1.312 CFOs)

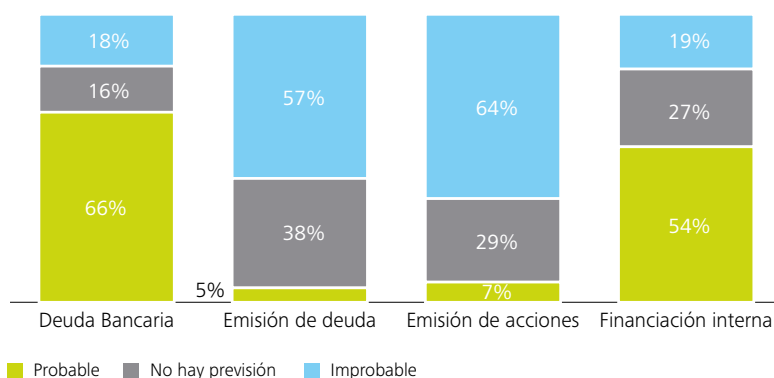
El 66% de los encuestados tiene previsto contratar deuda bancaria en los próximos 12 meses, desestimando otras fuentes de financiación alternativas que podrían favorecer una mayor diversificación de la deuda de las compañías españolas, tradicionalmente vinculada a la financiación bancaria. De hecho, sólo un 5% considera probable emitir deuda y un 7% se plantea la emisión de acciones como bastante probable.

En los últimos años, para responder a la crisis económica, las empresas han llevado a cabo planes agresivos de reducción de costes. Como consecuencia, muchas de esas empresas disponen en la actualidad de excedentes de efectivo, que pueden utilizar para emprender estrategias de inversión y crecimiento. En opinión de los CFOs encuestados, un 54% de ellos prevé financiarse internamente en los próximos 12 meses.

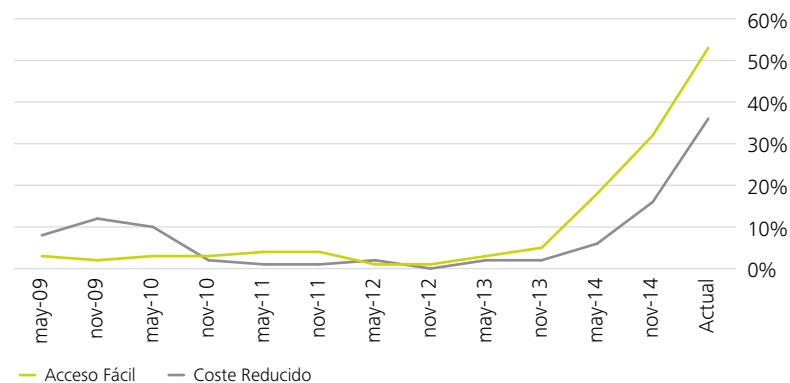
También cambia considerablemente en los últimos meses la percepción sobre los costes financieros por parte de los encuestados. Por primera vez desde que se realiza la encuesta, mayo de 2009, el porcentaje que considera que el coste de nueva financiación para las empresas españolas en la actualidad es reducido alcanza el 36% (frente al 16% de la encuesta anterior). Además, en esta última edición, el porcentaje de encuestados que considera que es fácil conseguir financiación se eleva del 32% al 53%, mayor porcentaje también de todas las ediciones de la encuesta. Se constata, por tanto, una mejora notable en la percepción del acceso al crédito por parte de las empresas españolas desde la primera vez que se realizó la encuesta.

En relación a las previsiones de mejora en la oferta y en los niveles de precio de nueva financiación, el 48% de los encuestados estima que esta mejora ya se ha producido (frente al 34% de la encuesta anterior), mientras que el 16% considera que se producirá en los próximos 6 meses. Podría decirse que este hecho es uno de los principales factores que más ha favorecido y puede favorecer los planes de inversión corporativa.

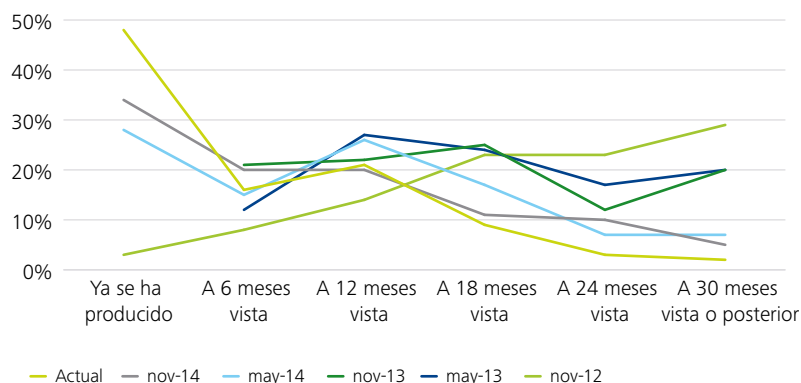
**Gráfico 36. Expectativa de utilizar alguna fuente de financiación en los próximos 12 meses**



**Gráfico 37. Valoración de los Directores Financieros con respecto al coste y el acceso a nueva financiación**



**Gráfico 38. Expectativas sobre cuándo mejorará la oferta y los niveles de precio de nueva financiación disponible**



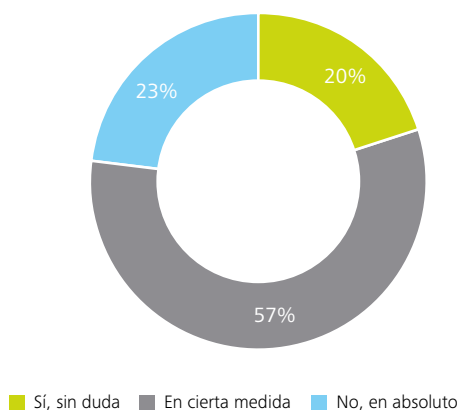
Este cambio en la percepción de los Directores Financieros sobre las condiciones de contratación de nueva financiación ha estado influido de forma significativa por las políticas anunciadas por el BCE.

La nueva fase de actuación tiene en cuenta toda la batería de medidas anunciadas, una vez agotado el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales en noviembre de 2014. Destacan las subastas de liquidez llevadas a cabo por el BCE en los meses de septiembre y diciembre de 2014, con el objetivo fundamental de que dicho dinero se destine a la reactivación del mercado de crédito, además de la compra masiva de activos que la autoridad monetaria realizará hasta septiembre de 2016.

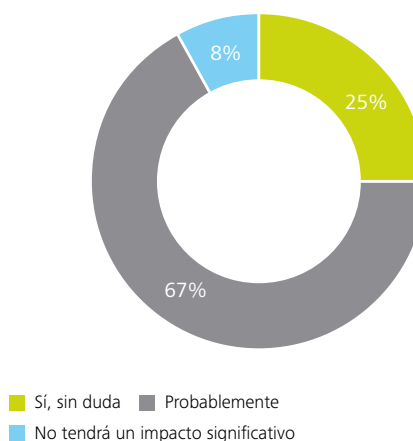
De hecho, más de la mitad (57%) de los encuestados considera que, en cierta medida, las entidades bancarias que han acudido a estas subastas de liquidez han flexibilizado las condiciones de acceso al mercado de crédito para las empresas.

Además, un 67% de Directores Financieros está de acuerdo con el objetivo principal del plan de compra de activos, orientado a combatir la deflación e incentivar el crecimiento en la Eurozona.

**Gráfico 39. Valoración sobre si las entidades bancarias que han acudido a estas subastas de liquidez han flexibilizado las condiciones de acceso al mercado de crédito**



**Gráfico 40. Valoración sobre si las medidas permitirán combatir la deflación e incentivar el crecimiento económico en la Eurozona**



# La Función Financiera como fuente de información para la toma de decisión en las compañías

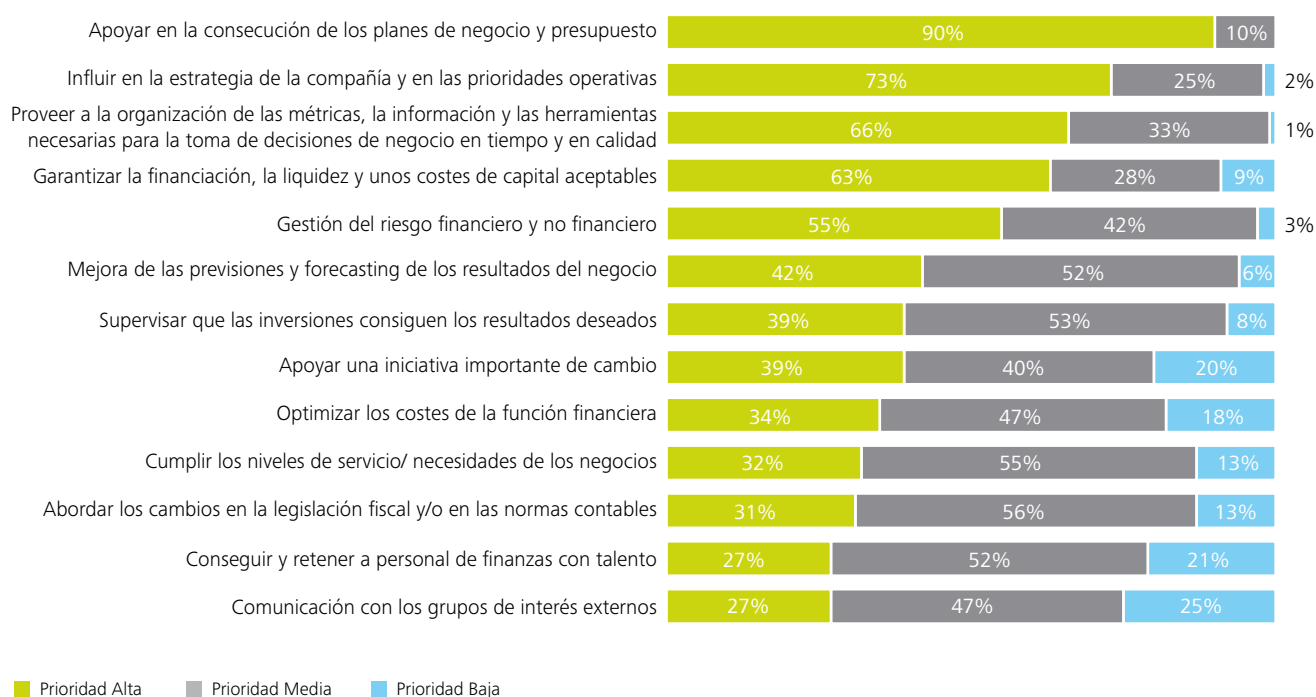
Continúa la evolución que se ha ido percibiendo en los últimos años del rol del director financiero hacia un rol de *business partnership*. Tomando cada vez mayor relevancia la colaboración de la Dirección Financiera con el resto de la organización, tanto a nivel de CEO como de los negocios. En esta línea, destacan entre las primeras prioridades aquellas relacionadas con las capacidades de apoyar a la organización en la planificación y soporte a la toma de decisiones.

En línea con dicha transformación, el Director Financiero está adoptando funciones de apoyo a la definición de la estrategia y al desarrollo de negocio. Actualmente, en opinión del 90% de los encuestados, el principal reto al que se enfrentan es el apoyo en la consecución de los planes de negocio y el presupuesto, y en segundo lugar, para el 73%, se encuentra el influir en la estrategia de la compañía y en las prioridades operativas, reto que en la pasada edición ocupaba el 4º lugar.

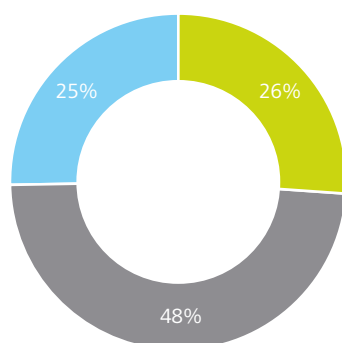
Lógicamente, en el contexto actual, la gestión de la financiación sigue siendo una de las principales prioridades, si bien la importante mejora en las condiciones de acceso a nuevos fondos, confirmada por los Directores Financieros, justifica que garantizar la financiación, la liquidez y los costes de capital, aun manteniéndose como un desafío importante, ya no esté entre los 3 primeros puestos.

Por el contrario, lo que sí sorprende en cierta medida es que, en el entorno actual en el que cada vez se demanda una mayor transparencia y comunicación corporativa, tanto en aspectos económicos como en lo relativo a la gestión de los impactos sociales y ambientales, para un cuarto de los CFOs la comunicación con los grupos de interés externos tenga una prioridad baja.

**Gráfico 41. Principales retos de la Función Financiera**



**Gráfico 42. Percepción de la Función Financiera por parte del resto de la compañía**



- La Función Financiera es siempre la principal fuente de información para la toma de decisiones de los negocios
- La Función Financiera es frecuentemente la fuente de información para la toma de decisiones de los negocios
- Los negocios consideran a la Función Financiera como una fuente fiable de información, si bien solo se apoyan en ella puntualmente

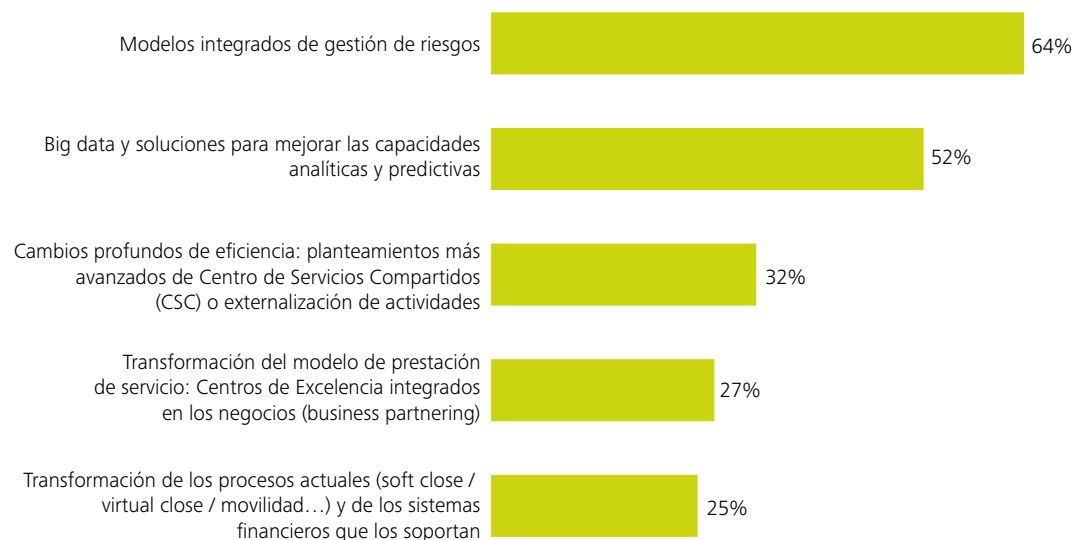
En cualquier caso, con este cambio de rol, toma mayor relevancia la habilidad de la función financiera para proveer de la información requerida para tomar mejores decisiones de negocio. Sobre todo en el actual entorno, en el que la mayoría de las empresas están intentando crecer de forma rentable en mercados más dinámicos y con condiciones más volátiles.

En este contexto, esta nueva función del área financiera es percibida y valorada por parte del Negocio, considerando que tres cuartos de los encuestados opina que la Función Financiera es siempre o frecuentemente la fuente de información utilizada para la toma de decisiones de los negocios.

Para desarrollar este nuevo rol y apoyar la toma de decisiones, la función financiera requiere potenciar sus capacidades analíticas. En esta línea, la gestión del riesgo, la identificación e integración de información de diversas fuentes y la mejora de las capacidades analíticas se sitúan a la cabeza en la agenda de innovación de los Directores Financieros.

Otros aspectos asociados a la mejora de los procesos y modelo operativo de la función financiera se mantienen, si bien han reducido su importancia, posiblemente debido a que en los últimos años ya se han abordado iniciativas innovadoras en estas áreas.

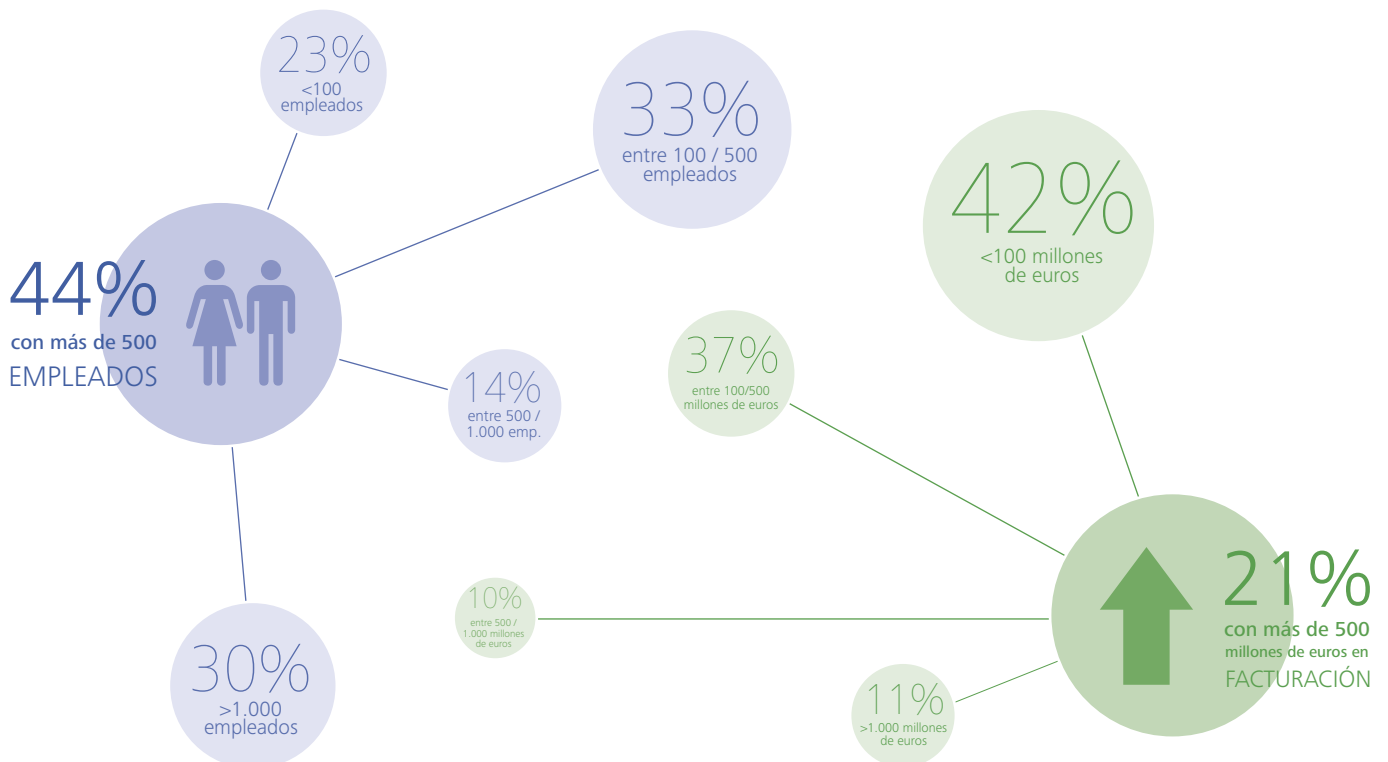
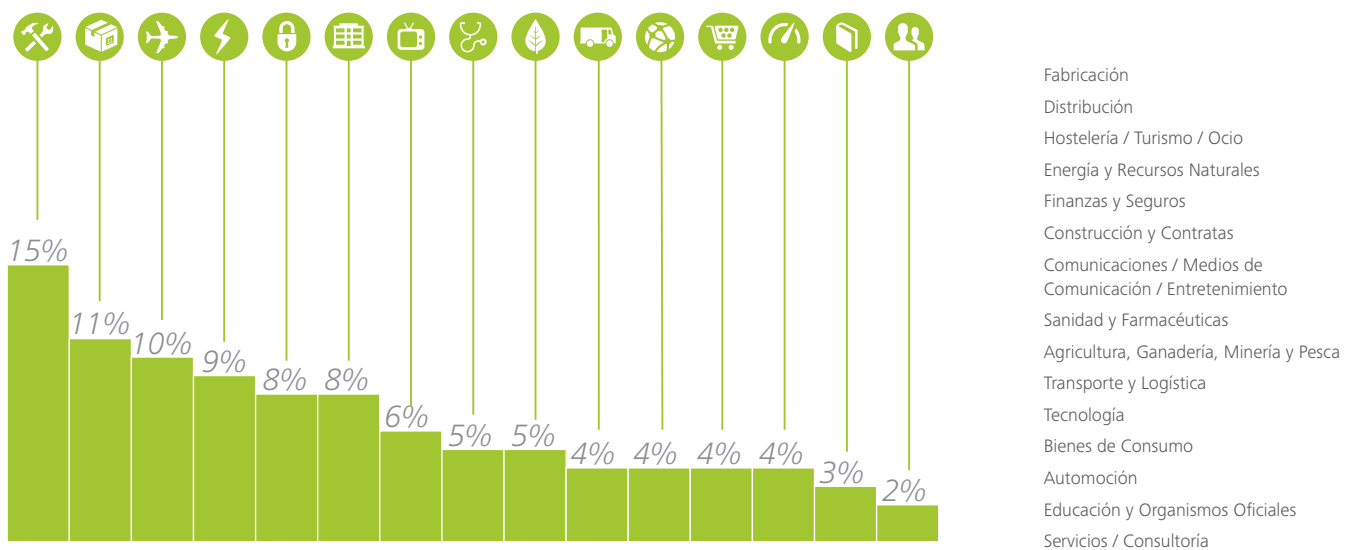
**Gráfico 43. Aspectos innovadores en la Función Financiera del futuro**



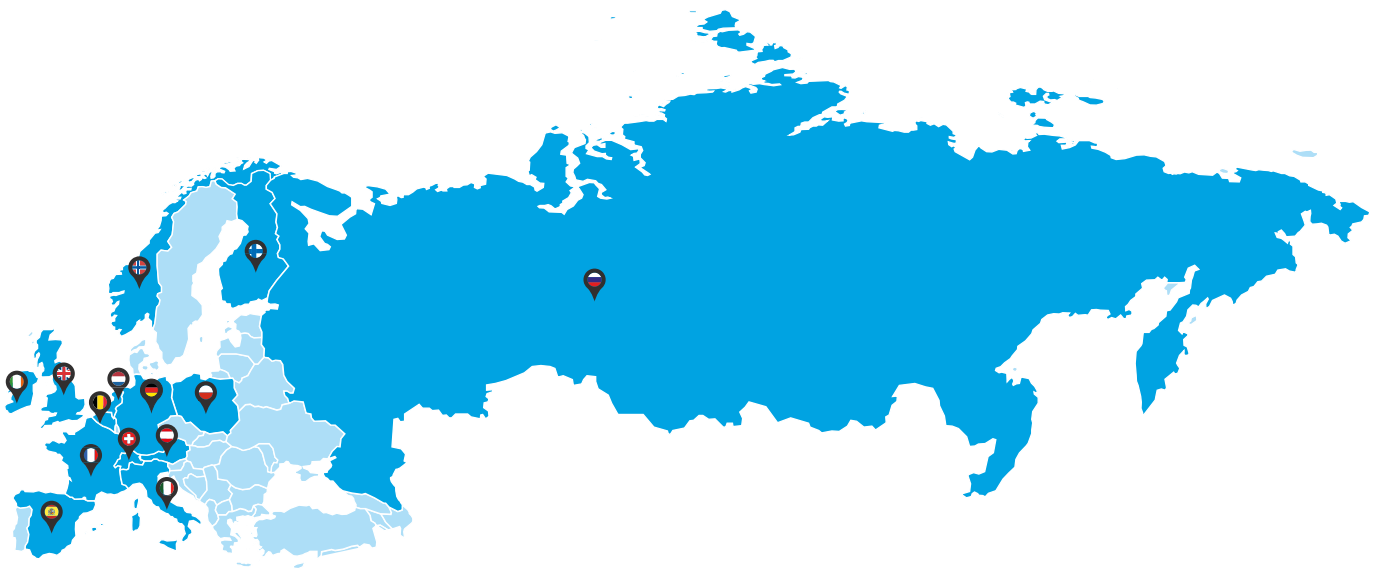


# Datos del Panel

Queremos agradecer las aportaciones realizadas por los 99 Directores Financieros que han participado en esta décimo tercera edición, tanto de empresas o grupos que cotizan en el mercado español y/o en mercados internacionales, como de compañías no cotizadas, representando casi todos los sectores de actividad.



Las comparativas y datos que se incluyen este informe **a nivel europeo**, se han extraído de los resultados obtenidos de realizar algunas preguntas comunes a **1.327 CFOs** de **14 países**: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Noruega, Polonia, Reino Unido, Rusia y Suiza.





## Contacto

### **Jesús Navarro**

Socio Responsable del Programa de  
Directores Financieros de Deloitte en España  
jenavarro@deloitte.es  
+34 91 514 50 00

### **Nuria Fernández**

Senior Manager Responsable del Programa de  
Directores Financieros de Deloitte en España  
nufernandez@deloitte.es  
+34 91 514 50 00

### **Alejandro González de Aguilar**

Senior Manager – Asesoramiento Financiero Permanente  
agonzalezdeaguilar@deloitte.es  
Tel: 91 514 50 00

Si desea información adicional, por favor, visite [www.deloitte.es](http://www.deloitte.es)

Deloitte hace referencia, individual o conjuntamente, a Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), sociedad del Reino Unido no cotizada limitada por garantía, y a su red de firmas miembro y sus entidades asociadas. DTTL y cada una de sus firmas miembro son entidades con personalidad jurídica propia e independiente. DTTL (también denominada "Deloitte Global") no presta servicios a clientes. Consulte la página [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) si desea obtener una descripción detallada de DTTL y sus firmas miembro.

Deloitte presta servicios de auditoría, consultoría, asesoramiento fiscal y legal y asesoramiento en transacciones y reestructuraciones a organizaciones nacionales y multinacionales de los principales sectores del tejido empresarial. Con más de 200.000 profesionales y presencia en 150 países en todo el mundo, Deloitte orienta la prestación de sus servicios hacia la excelencia empresarial, la formación, la promoción y el impulso del capital humano, manteniendo así el reconocimiento como la firma líder de servicios profesionales que da el mejor servicio a sus clientes.

Esta publicación contiene exclusivamente información de carácter general, y ni Deloitte Touche Tohmatsu Limited, ni sus firmas miembro o entidades asociadas (conjuntamente, la "Red Deloitte"), pretenden, por medio de esta publicación, prestar un servicio o asesoramiento profesional. Ninguna entidad de la Red Deloitte se hace responsable de las pérdidas sufridas por cualquier persona que actúe basándose en esta publicación.

© 2015 Deloitte, S.L.

Diseñado y producido por CIBS, Dpto. Comunicación, Imagen Corporativa y Business Support, Madrid.