

**LA REACTIVACION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA.
UNA PERSPECTIVA EMPRESARIAL**

*Enric Genescà y Vicente Salas
Departamento Economía de la Empresa
Universidad Autónoma de Barcelona*

INTRODUCCION.

Este artículo analiza las condiciones para el relanzamiento de la actividad inversora por parte de las empresas manufactureras españolas, a partir de información extraída de sus documentos contables y con una perspectiva de comparación internacional. El relanzamiento de una inversión sostenida se vincula, a su vez, a una recuperación de la rentabilidad de los activos productivos por encima del coste de oportunidad financiera de la inversión.

Conocer si la economía española ha salido de la situación de estancamiento de la actividad productiva, y se ha iniciado ya una nueva etapa de expansión y crecimiento, constituye un aspecto de atención permanente entre los analistas económicos. Con frecuencia, las variables a través de las cuales se busca verificar en que punto del ciclo económico nos encontramos son indicadores coyunturales como las expectativas de los empresarios, los consumos de energía y cemento, matriculación de automóviles,... disponibles con escasos meses de retraso en relación al tiempo presente. Valorar las posibilidades de recuperación de la actividad empresarial a partir de información extraída de los documentos contables de las empresas, como aquí se hace, implica hacer frente a una dificultad adicional puesto que la información estadística disponible, suministrada por el proyecto BACH de Centrales de Balances, lleva un retraso de dos o más años (1). El desfase temporal de la información disponible impide relacionar el relanzamiento de la actividad empresarial con señales coyunturales y obliga a recurrir a otras que, en cambio, pueden considerarse más inequívocamente ligadas a una recuperación sostenida de dicha actividad. En este sentido, la variable elegida ha sido la que denominamos propensión inversora de las empresas, aproximada por la diferencia entre la rentabilidad de los activos productivos y el tipo de interés que se paga por los fondos monetarios utilizados para financiar esa inversión.

El estudio de la propensión inversora de la empresa española se realiza combinando una perspectiva histórica o temporal, que se extiende desde 1982 hasta 1992, de los resultados económicos de nuestras empresas, con otra perspectiva de comparación de tales resultados con los de cinco países europeos, Alemania, España, Francia, Italia y Reino Unido, debidamente ponderados para llegar a un resultado económico "europeo" (2).

La comparación se restringe al conjunto de empresas manufactureras (industria excluida energía) debido a que las bases de datos que ofrece el proyecto BACH para las manufacturas son relativamente más homogéneos entre países que los referidos al conjunto de todas las empresas. La doble perspectiva, temporal y comparada, permite, de un lado, descubrir algunas claves

explicativas del comportamiento de los resultados económicos de las empresas españolas en el tiempo y del otro comparar esas claves con la realidad de los países de nuestro entorno.

El apartado segundo describe la metodología propuesta para el análisis y la ilustra a través de su aplicación a la serie histórica de resultados de la empresa manufacturera española. El apartado tercero se ocupa de la comparación internacional, incluyendo dentro de ella evidencias acerca de cuál ha sido el proceso de convergencia con Europa de las variables más representativas a la hora de determinar la propensión inversora. El apartado cuarto resume los principales resultados a modo de conclusiones y esboza la senda que, a corto plazo, puede cambiar la tendencia observada, claramente contraria a un relanzamiento de la actividad inversora.

Propensión a la Inversión y sus Determinantes en la Empresa Manufacturera Española (1983-1992).

El esquema conceptual que dirige nuestro análisis así como la aplicación del mismo a la empresa manufacturera española se muestran en el cuadro núm. 1. El primer bloque de variables incluye la rentabilidad del activo neto de explotación (beneficio antes de gastos e ingresos financieros y antes de impuestos, dividido por el activo neto excluidos los activos financieros de fuera de la explotación), el coste financiero de los fondos monetarios invertidos y la diferencia entre ambos. El coste financiero tiene en cuenta que una parte de los activos, los inmovilizados, se revalorizan año a año, y su cálculo se realiza ponderando el tipo de interés real y el tipo de interés nominal (3). A España, como al resto de países, se les atribuye como coste financiero de referencia el coste medio ponderado de los cinco países indicados. Se deja, por tanto, fuera de nuestro análisis histórico la convergencia de tipos de interés al considerar que en el futuro la integración de los mercados financieros favorecerá dicha convergencia.

CUADRO NUM. 1

PROPENSION A LA INVERSION. EMPRESA MANUFACTURERA ESPAÑOLA 1983-1992										
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
(1) Rentabilidad Activo neto exp.	5,36%	7,54%	6,68%	8,06%	10,03%	12,04%	11,27%	7,24%	4,84%	2,33%
(2) Coste financiero de referencia	7,66%	7,67%	7,39%	6,16%	6,18%	5,76%	6,08%	6,92%	6,57%	6,80%
(3) Propensión inversora (1)-(2)	-2,30%	-0,13%	-0,71%	1,90%	3,85%	6,28%	5,19%	0,32%	-1,73%	-4,47%
(4) Costes de personal/Valor añadido	69,99%	65,25%	67,15%	65,71%	64,03%	60,90%	63,57%	69,71%	74,26%	76,18%
(5) Margen bruto	30,01%	34,75%	32,85%	34,29%	35,97%	39,10%	36,43%	30,29%	25,74%	23,82%
(6) Valor añadido/Activo explotación	35,24%	39,20%	39,45%	43,15%	45,62%	49,21%	50,32%	45,99%	50,73%	46,79%
(7) Amortización/Activo explotación	5,22%	6,08%	6,28%	6,74%	6,38%	7,20%	7,06%	6,69%	8,22%	8,82%
(8) Rentabilidad Activo exp. (5)/(6)-(7)	5,36%	7,54%	6,68%	8,06%	10,03%	12,04%	11,27%	7,24%	4,84%	2,33%
(9) Gastos financieros/Beneficio bruto-Impuestos	79,60%	63,42%	57,23%	45,16%	37,91%	27,45%	28,40%	40,80%	51,66%	69,79%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

La rentabilidad del activo de explotación evoluciona de forma estable hasta 1985 y, a partir de este año crece significativamente alcanzando una cifra máxima del 12% en 1988. A partir de este año desciende a un ritmo muy alto de manera que en 1992 alcanza un valor de sólo 2,33%, muy por debajo de las cifras diez años antes, también en plena recesión. La evolución del coste financiero estimado es mucho más estable alrededor del 6,5%, por lo cual la evolución de la propensión inversora, diferencia entre rentabilidad y coste financiero, está en gran parte determinada por la evolución de la rentabilidad. En 1991 la rentabilidad está ya por debajo del coste financiero en casi dos puntos porcentuales, mientras que en 1992 la diferencia entre

rentabilidad y coste es de 4,5 puntos porcentuales. La propensión a invertir a principios de los años 90 aparece, por tanto, muy deteriorada entre el conjunto de empresas manufactureras españolas.

¿Cómo se explica la caída tan marcada de la rentabilidad a partir de 1990? El segundo bloque del cuadro núm. 1 trata de responder a esta pregunta. En la primera línea se muestra el porcentaje que representan los costes de personal sobre el valor añadido, variable conocida habitualmente como coste laboral unitario. El perfil del coste laboral unitario muestra una tendencia decreciente hasta 1988, con un valor inicial en 1983 del 70% y un valor mínimo en 1988 del 61%. A partir de 1989 los costes laborales representan proporciones crecientes del valor añadido y en 1992 alcanzan la cifra del 76,18%; en otros términos, el coste laboral unitario en 1992 es un 25% superior al de 1988.

El margen bruto, que aparece en la segunda fila del segundo bloque del cuadro núm. 1, es igual a uno menos el coste laboral unitario, por lo cual su evolución en el tiempo merece pocos comentarios pues es complementaria a la de dicho coste, que fue objeto de comentario en el párrafo anterior. El margen bruto, valor añadido bruto menos costes de personal por peseta de valor añadido, multiplicado por la rotación del activo, valor añadido por peseta de activo, determina el beneficio antes de amortización por peseta de activo, si de la rentabilidad bruta se sustraen las amortizaciones por peseta de activo llegamos a la rentabilidad neta de explotación que nos interesa explicar. La rotación del activo y la tasa de amortización, completan el bloque central del cuadro núm. 1.

Como puede comprobarse, la rotación del activo de explotación sigue una trayectoria ascendente hasta 1989, año a partir del cual se estabiliza. Algo similar ocurre con la tasa de amortización, aunque ahora el crecimiento se extiende hasta 1992. El impacto positivo de una mayor rotación sobre la rentabilidad, para un margen dado, hasta 1989, contrarresta el efecto negativo de una mayor tasa de amortización, de ahí que la evolución de la rentabilidad neta se explique casi totalmente por la evolución del margen bruto. En otros términos, la evolución en el tiempo de la rentabilidad neta de los activos de explotación entre las empresas manufactureras españolas está muy marcada por la evolución, en sentido opuesto, de los costes laborales unitarios. Y estos costes son también, en última instancia, los que condicionan casi totalmente la evolución de la propensión inversora.

El último bloque de información del cuadro núm. 1 incluye una variable que posiblemente mantendrá una relación inversa con la holgura de liquidez de la empresa, sobre todo cuando esta soporta algún tipo de restricciones financieras; se trata del cociente entre los gastos financieros y el beneficio bruto descontados los impuestos. Cuanto más bajo sea este cociente mayor será la liquidez de la empresa y más fácil será también acometer inversiones. Las cifras ponen de manifiesto un marcado descenso del cociente entre los gastos financieros y el beneficio bruto después de impuestos hasta 1988; a partir de este año el cociente vuelve a aumentar pero en 1992 todavía no ha alcanzado los niveles por encima del 80% que se observan en el año 1982.

La Posición Relativa frente a Europa.

El segundo tema de atención en este trabajo es analizar cuál es la posición relativa de los resultados económicos de la empresa española frente a los de la empresa europea (4) y como ha evolucionado en el tiempo, ¿Existe convergencia y divergencia de los resultados de la manufactura española en relación a la de los países de su entorno?

GRAFICO NUM. 1

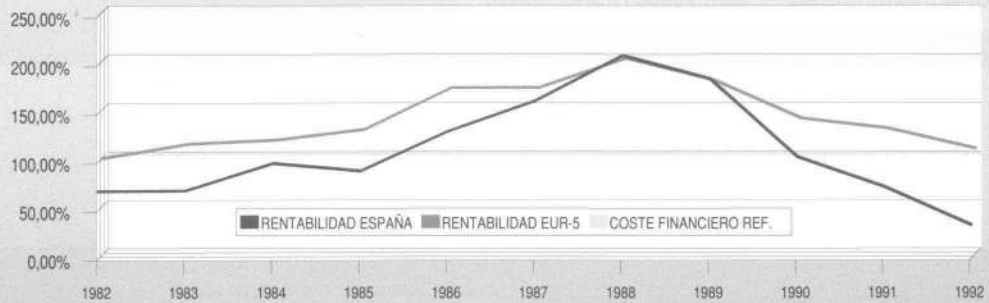
RENTABILIDAD DE EXPLOTACION Y COSTE FINANCIERO



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 2

PROPENSION INVERSORA



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 3

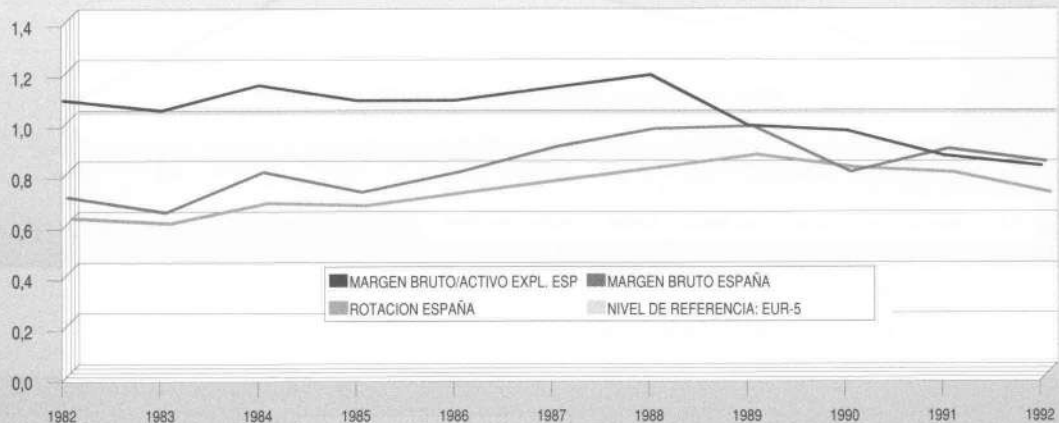
COSTE LABORAL UNITARIO



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 4

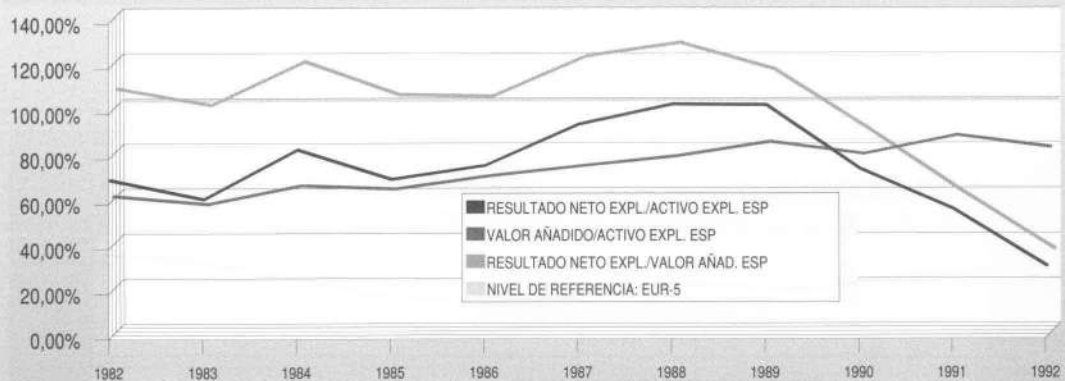
MARGEN BRUTO Y ROTACION



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 5

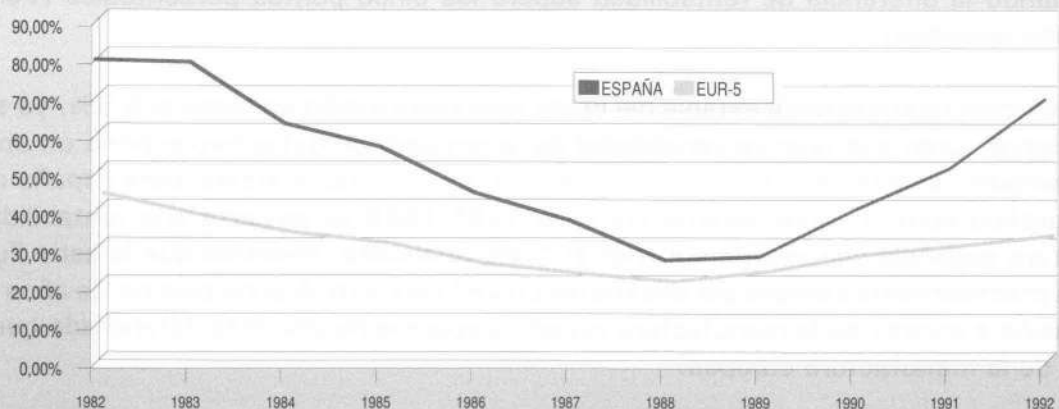
MARGEN NETO, ROTACION Y RENTABILIDAD DE EXPLOTACION



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 6

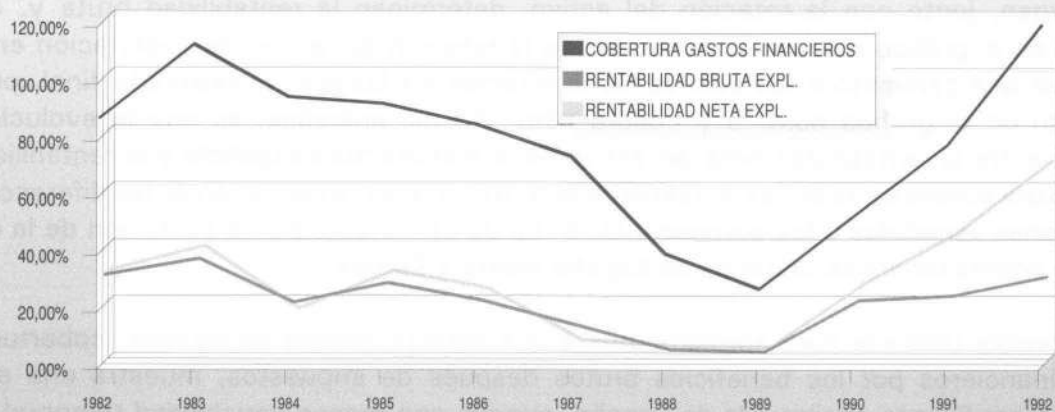
COBERTURA DE LOS GASTOS FINANCIEROS



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

GRAFICO NUM. 7

CONVERGENCIA DE ESPAÑA



FUENTE: BACH, CENTRAL DE BALANCES DEL BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACION PROPIA

El gráfico núm. 1 muestra la superposición temporal de la rentabilidad del activo de explotación de la manufactura española y de la manufactura de Europa (cinco países), entre 1982 y 1992. El gráfico incluye también la evolución del coste financiero medio europeo tomado como referencia de la evolución del coste de oportunidad. La rentabilidad del activo de explotación de la manufactura española se sitúa dos puntos por debajo de la europea, en promedio, entre 1982 y 1986. Durante 1987, 1988 y 1989 las rentabilidades son prácticamente idénticas a las europeas, pero a partir de 1990 se produce un distanciamiento que aumenta continuamente hasta 1992, cuando la diferencia de rentabilidad supera los cinco puntos porcentuales (Ver cuadro núm. A1 del apéndice).

La evolución relativamente estable del coste financiero medio en torno al 6,5%, ya señalada anteriormente, junto a la relativa variabilidad de la rentabilidad del activo supone un comportamiento también variable de la propensión inversora, mucho más marcado para España que para Europa, gráfico núm. 2. Sólo durante los años 1986-1989 se advierte una rentabilidad de la manufactura española claramente superior al coste financiero, mientras que la serie Europa se mantiene prácticamente siempre por encima del coste financiero. A principios de los años noventa la propensión a invertir de la manufactura española aparece mucho más deteriorada que para el conjunto de la manufactura europea.

Referente a los determinantes de la evolución de la rentabilidad, la primera variable que se compara entre España y Europa es el coste laboral unitario (coste de personal sobre valor añadido), gráfico núm. 3 y cuadro núm. A2 del apéndice. El coste laboral unitario de la manufactura española se mantiene por debajo del coste de Europa, incluso aumentando sus distancias, hasta 1989, pero la notable subida iniciada en este ejercicio determina que el coste laboral unitario se coloque por encima del coste de Europa, en 1992 el coste laboral unitario de España supera en más de cinco puntos porcentuales al de Europa.

El coste laboral unitario es complementario al margen bruto de explotación y por lo tanto la distancia entre los costes laborales unitarios de la manufactura española y europea tiene una consecuencia, en su evolución, opuesta a la que se produce en el margen bruto, gráfico núm. 4. Este margen, junto con la rotación del activo, determinan la rentabilidad bruta y, como se constata en el gráfico núm. 4, la evolución de la rotación del activo de explotación en España supone un acercamiento a los valores de la rotación en Europa. El resultado final, puesto de manifiesto en el gráfico núm. 5 y cuadro núm. A3 del apéndice, es que la evolución de la distancia entre la rentabilidad neta del activo de la manufactura española y la rentabilidad de la manufactura europea queda casi totalmente determinada por la evolución de las diferencias entre los márgenes españoles y los europeos. O, dicho de otro modo, por la evolución de la distancia entre los costes laborales unitarios de España frente a Europa.

La variable utilizada para aproximarnos a una medida inversa de liquidez, cobertura de los gastos financieros por los beneficios brutos después de impuestos, muestra una evolución temporal para Europa similar a la de España, aunque con menos variabilidad temporal. Al igual que ocurre en España la cobertura en Europa alcanza un valor máximo (los gastos financieros representan una proporción mínima del beneficio bruto después de impuestos) en 1988, gráfico núm. 6 y cuadro núm. A4 del apéndice; a partir de ese año cambia la tendencia pero en 1992 la cobertura es mejor que a principios de los años ochenta. La cobertura de los gastos financieros en la manufactura española se acerca a las cifras europeas en 1988 y 1989, pero a partir de estos años las distancias entre España y Europa de principios de los años ochenta vuelven a reproducirse. En suma, la cobertura de las cargas financieras superior en Europa que en España colocaría a la empresa europea en unas mejores condiciones de liquidez que a la española para

aprovechar las oportunidades de inversión en el inicio del relanzamiento de la actividad económica.

La última información suministrada en este apartado se refiere a la convergencia(5) de España frente a Europa, gráfico núm. 7, cuadro núm. A5 del apéndice. La observación visual del gráfico es clara sobre dicha convergencia. Las tres variables seleccionadas, rentabilidad neta y bruta del activo de explotación, y cobertura de los gastos financieros, siguen una evolución paralela en el tiempo en su índice de convergencia, que responde a un perfil en forma de "U": La manufactura española converge en Europa entre 1982 y 1989, pero a partir de este año se inicia un proceso de divergencia que vuelve a alejarla de Europa a una rapidez superior a la que se experimentó en el período de convergencia anterior.

Conclusión e Implicaciones

En este trabajo se condiciona la recuperación sostenida de la actividad económica y empresarial en España, a una recuperación de la inversión productiva. Aunque en esa recuperación jugarán un papel destacado factores de demanda ligados al ciclo económico de los países que lideran la economía mundial, a nuestro juicio, una condición necesaria para la inversión es que la empresa española espere obtener de esa inversión una rentabilidad superior al coste de oportunidad que soporta con ella. En las páginas anteriores se han analizado, a partir de datos históricos y desde una perspectiva comparada, las condiciones que determinan la propensión inversora de la empresa española desde posiciones de oferta.

La principal conclusión del trabajo es que, de acuerdo con los datos empleados, la propensión a invertir de la empresa manufacturera española está, a principios de los años noventa, altamente deteriorada debido a un proceso sostenido de reducción del margen bruto de explotación que se inicia en 1990, el cual a su vez refleja una subida muy marcada de los costes laborales unitarios. Aunque esta evidencia está referida a las empresas manufactureras pensamos que es extensible al resto de sectores de actividad.

En segundo lugar, el comportamiento de los costes laborales unitarios, con sus consecuencias para la evolución del margen y la rentabilidad, marca también la evolución del proceso de convergencia de España sobre Europa en las variables que habitualmente utilizamos para medir los resultados de las empresas, como la rentabilidad de explotación. Entre 1982 y 1988, mientras los costes laborales unitarios de España decrecen o se mantienen estables, los resultados de la empresa española convergen hacia los de la europea; a partir de 1989, cuando el coste laboral sobre el valor añadido aumenta en España, observamos un nuevo proceso de divergencia.

La gestión de los costes laborales se convierte así en una cuestión clave para la recuperación de la inversión, recuperación que va estrechamente unida a la convergencia europea puesto que la rentabilidad europea de los activos de explotación acabará determinando el umbral de rentabilidad deseada para que se pongan en marcha nuevos proyectos de inversión. Profundizar en la gestión del coste laboral está fuera de los objetivos del trabajo, pero sí puede afirmarse que la reducción del coste a niveles de finales de los años ochenta requerirá la combinación de reducciones salariales y de mejoras de la productividad parcial del trabajo. Las dos vías de solución llevan algún tiempo en marcha, con la contención de las subidas salariales y la destrucción masiva de empleo. A corto plazo, estas son, probablemente, las únicas soluciones factibles pero a medio plazo sería conveniente encontrar soluciones más positivas. El mantenimiento de los salarios como forma de mantener mejoras en el nivel de vida, y el mantenimiento del empleo, como forma de que esa mejora se extienda a un mayor número de

personas, son los objetivos a alcanzar. Hacerlos compatibles pasa necesariamente por aumentar la productividad de los trabajadores al mismo tiempo que se expande el empleo debido a un aumento de la producción total. Es decir, se trata de ser competitivos sin tener que renunciar al nivel de los salarios y ello sólo es factible aumentando la inversión especialmente en los activos, principalmente intangibles, que nos han de permitir producir y vender bienes y servicios de mayor valor para los clientes.

NOTAS

1. La información contable de las empresas que cotizan en Bolsa está disponible con un menor retraso, pero no se dispone de datos homogeneizados por países como los que proporciona el proyecto BACH.
2. La ponderación se elabora en base a la proporción que representa el valor añadido de la manufactura de cada país, sobre el valor añadido total de los cinco países.
3. El coste financiero que aparece en el cuadro se calcula como la suma ponderada del tipo de interés real, según publica el Informe Económico del Banco de España y referido a la deuda pública, y el coste medio de la deuda con coste de las empresas; el primero se pondera por la proporción que representa el inmovilizado no financiero sobre el total de activo y el segundo se pondera por la proporción del resto de activos de explotación.
4. La serie de datos del proyecto BACH finaliza en los años 1990 y 1991 para la mayoría de países. Para completar la información hasta 1992 se ha contado con publicaciones de las Centrales de Balances de Francia y Alemania correspondientes al último informe de 1992. Los datos utilizados para Italia y Reino Unido en 1992 son los mismos que los de 1991 y 1990 respectivamente.
5. El índice de convergencia para España se calcula como el valor absoluto de la diferencia entre el valor correspondiente a cada variable y el promedio europeo, al que se atribuye valor 100.

APENDICE

CUADRO NUM. A1

RENTABILIDAD DEL ACTIVO DE EXPLOTACION Y COSTE FINANCIERO			
	Rentabilidad España	Rentabilidad EUR-5	Coste financiero ref.
1982	5,61%	8,04%	8,09%
1983	5,36%	8,73%	7,66%
1984	7,54%	9,05%	7,67%
1985	6,68%	9,52%	7,39%
1986	8,06%	10,58%	6,16%
1987	10,03%	10,62%	6,18%
1988	12,03%	11,65%	5,76%
1989	11,27%	10,94%	6,08%
1990	7,25%	9,72%	6,92%
1991	4,84%	8,53%	6,57%
1992	2,33%	7,41%	6,80%

	Rentabilidad España	Rentabilidad EUR-5	Coste financiero ref.
1982	69,33%	99,38%	100,00%
1983	69,99%	114,10%	100,00%
1984	98,26%	117,92%	100,00%
1985	90,33%	128,87%	100,00%
1986	130,80%	171,82%	100,00%
1987	162,28%	171,91%	100,00%
1988	208,98%	202,36%	100,00%
1989	185,33%	179,93%	100,00%
1990	104,67%	140,37%	100,00%
1991	73,62%	129,87%	100,00%
1992	34,24%	109,05%	100,00%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NUM. A2

COSTE LABORAL UNITARIO		
	Coste personal/Valor añad. ESP.	Coste personal/Valor añad. EUR-5
1982	70,74%	73,11%
1983	69,99%	71,65%
1984	65,25%	70,08%
1985	67,15%	70,05%
1986	65,71%	68,64%
1987	64,03%	68,59%
1988	60,90%	67,43%
1989	63,57%	67,25%
1990	69,71%	68,56%
1991	74,26%	69,96%
1992	76,18%	71,07%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NUM. A3

MARGEN NETO, ROTACION Y RENTABILIDAD DE EXPLOTACION				
	Resultado neto expl./Activo expl. ESP.	Valor Añadido/Activo expl. ESP.	Resultado neto expl./Valor añad. ESP.	Nivel de referencia: EUR-5
1982	69,76%	60,94%	106,96%	100,00%
1983	61,34%	57,44%	99,57%	100,00%
1984	83,33%	65,67%	118,99%	100,00%
1985	70,10%	64,11%	104,18%	100,00%
1986	76,12%	69,79%	103,41%	100,00%
1987	94,40%	74,24%	121,17%	100,00%
1988	103,27%	78,52%	127,19%	100,00%
1989	103,00%	84,90%	115,56%	100,00%
1990	74,57%	79,48%	89,19%	100,00%
1991	56,69%	87,70%	61,49%	100,00%
1992	31,40%	82,39%	35,59%	100,00%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NUM. A4

COBERTURA DE LOS GASTOS FINANCIEROS		
	España	EUR-5
1982	80,21%	42,80%
1983	79,60%	37,32%
1984	63,42%	32,55%
1985	57,23%	29,73%
1986	45,16%	24,40%
1987	37,91%	21,78%
1988	27,45%	19,63%
1989	28,40%	22,28%
1990	40,80%	26,67%
1991	51,66%	29,03%
1992	69,79%	31,73%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

CUADRO NUM. A5

CONVERGENCIA DE ESPAÑA			
	Cobertura gastos financieros	Rentabilidad bruta expl.	Rentabilidad neta expl.
1982	87,43%	30,39%	30,24%
1983	113,26%	36,15%	38,66%
1984	94,84%	20,80%	16,67%
1985	92,47%	27,61%	29,90%
1986	85,07%	21,42%	23,88%
1987	74,03%	12,77%	5,60%
1988	39,82%	4,10%	3,27%
1989	27,48%	3,34%	3,00%
1990	52,97%	21,41%	25,43%
1991	77,96%	23,05%	43,31%
1992	119,95%	29,78%	68,60%

Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.