

SITUACION FINANCIERA E INVERSIONES EMPRESARIALES EN LOS OCHENTA

Uno de los fenómenos económicos más sobresalientes en el conjunto de países industriales, durante la segunda mitad de los años ochenta, ha sido el de la recuperación de las inversiones empresariales. Este fenómeno, que reviste especial intensidad y trascendencia en el caso de la empresa española, es analizado en el presente trabajo desde un triple plano. **José Folgado** y **Rafael Luengo** profundizan, en primer término, en las causas o factores de índole económico-financiera que influyen en la confianza de los empresarios y en sus decisiones inversoras. Se centran luego en los fines u objetivos de las inversiones empresariales, por un lado, y en su relación con la evolución del empleo, por otro. Cierran, por último, el artículo planteando algunos de los peligros y apuntando algunas líneas de actuación para lograr la continuidad de las inversiones ante el reto del Mercado Unico Europeo (*).

INTRODUCCION

EL hecho más relevante que está viviendo la economía española, y protagonizando el sector empresarial público y privado, durante la segunda mitad de los años ochenta, es el de la enorme expansión de las inversiones. Queda atrás una década oscura en la que la inversión privada fue perdiendo sistemáticamente peso en la economía nacional (con la sola excepción de 1980), al pasar del 25,9 por 100 del producto interior bruto en 1975 al 15,4 por 100 en 1985. Al concluir 1988, es decir, en tres años, se han remontado 4,6 puntos de los 10,5 perdidos en diez años, situándose la inversión con un peso relativo similar al de finales de los años setenta (cuadro n.º 1).

El aumento de las inversiones

en las empresas no sólo ha sido *intenso*, por encima del 15 por 100 anual en términos reales durante los últimos tres años, sino que también se ha mostrado muy *diversificado* por actividades y funciones productivas (en equipos de todo tipo y material de transporte, tal como se desprende de la información de los productores nacionales y de las importaciones de este tipo de bienes).

Este radical y positivo cambio de tendencia en las decisiones empresariales de inversión debe ser calificado como el de mayor trascendencia por las propias características de la inversión. Esta variable, por una parte, es un componente de la demanda interna que, junto con el consumo, contribuye en cuanto tal a la actividad y empleo presentes. Por otra parte, es el elemento pro-

pulsor del desarrollo económico a largo plazo, en cuanto medio fundamental para la ampliación y modernización del equipo productivo, con la consiguiente mejora de la capacidad de oferta, de la productividad y del empleo.

Las cuestiones básicas a las que este análisis tratará de apuntar algunas respuestas son las siguientes: en primer lugar, parece lógico preguntarnos por los *factores determinantes de la inversión empresarial*. Utilizar la información existente y reflexionar sobre los factores que han logrado dinamizar las inversiones de las empresas en los últimos años es de enorme utilidad para extraer las conclusiones adecuadas en orden a la instrumentación de la política socioeconómica. El primer apartado se centrará especialmente en aquellos que influyen en la situación y estructura económico-financiera de la empresa. En segundo lugar, nos preguntaremos por los *finés de la inversión*, según la propia opinión de los empresarios manifestada en encuestas, tanto a nivel europeo como específicas para España. Una vez visto el por qué y el para qué de las inversiones empresariales, surge, como tercera e importante cuestión, el descubrir *las relaciones existentes entre el comportamiento de las inversiones y la creación de empleo en términos netos*. En el cuarto y último apartado se hace una reflexión sobre algunos de los *aspectos más preocupantes que planean en la actualidad sobre la actividad empresarial*, y que pueden mostrarse como elementos limitadores del ritmo inversor en el próximo futuro.

Para responder a estas cuatro cuestiones —determinantes de la inversión, fines de la misma, su relación con el empleo y sus pers-

CUADRO N.º 1

LA INVERSION EN LA ECONOMIA ESPAÑOLA
(Formación bruta de capital)

AÑO	INVERSION PUBLICA		INVERSION PRIVADA		TOTAL	
	Miles de mill. de ptas.	Porcentaje PIB	Miles de mill. de ptas.	Porcentaje PIB	Miles de mill. de ptas.	Porcentaje PIB
1974	123,8	2,4	1.423,5	27,8	1.547,3	30,2
1975	158,4	2,6	1.559,2	25,9	1.717,6	28,5
1976	164,2	2,3	1.786,9	24,6	1.951,1	26,9
1977	237,9	2,6	2.059,0	22,4	2.296,9	25,0
1978	234,5	2,1	2.343,5	20,8	2.578,0	22,9
1979	226,4	1,7	2.714,5	20,7	2.940,9	22,4
1980	276,0	1,8	3.272,1	21,5	3.548,1	23,3
1981	365,2	2,1	3.273,0	19,3	3.638,2	21,4
1982	574,5	2,9	3.582,1	18,3	4.156,6	21,2
1983	607,7	2,7	3.862,4	17,4	4.470,1	20,1
1984	722,0	2,9	3.990,8	15,9	4.712,8	18,8
1985	994,6	3,6	4.291,6	15,4	5.286,2	18,9
1986	1.029,6	3,2	5.343,8	16,7	6.373,4	19,9
1987	1.238,1	3,5	6.523,8	18,3	7.761,9	21,8
1988 (*)	1.505,9	3,8	7.934,9	20,0	9.440,8	23,8

(*) Estimaciones.

Fuente: Banco de España.

pectivas— utilizamos básicamente, pero no de forma exclusiva, la información que arroja la encuesta semestral de CEOE (con carácter trimestralizado en los dos últimos años) sobre «recursos ajenos, costes financieros e inversiones». En este sentido, el análisis que aquí se realiza puede ser complementario del que se lleva a cabo utilizando la información de la Central de Balances del Banco de España. La divergencia en algunos resultados entre ambas encuestas se debe a características específicas en cuanto al tamaño de las empresas y a las ramas de actividad. Llama la atención que, mientras el tamaño medio de la empresa en el colectivo de la encuesta de CEOE es de 8,8 trabajadores, el de la muestra de la Central de Balances asciende a 171,2 trabajadores, estando, por consiguiente, representadas en esta última las empresas de gran tamaño en mayor proporción, lo

que, sin duda, condiciona los resultados. Baste para corroborarlo un ejemplo extraído de la encuesta de CEOE: el porcentaje de recursos ajenos sobre los propios que emplean las empresas llega a ser, en el grupo de tamaño de «más de 500 trabajadores», cinco veces superior al del grupo de «hasta 30 trabajadores».

Otra diferencia estructural a destacar entre ambos colectivos es el mayor peso relativo de la industria en la muestra de la Central de Balances (78,5 por 100) respecto al que tiene en el colectivo de CEOE (55,6 por 100). Este hecho explica también la divergencia de resultados, dado que, según la encuesta de CEOE, el *ratio* recursos ajenos/recursos propios (tasa de endeudamiento) es tres veces superior en la industria que en los servicios. Por consiguiente, el claro sesgo hacia la empresa grande y del sector industrial en la investigación de

la Central de Balances contribuye a explicar las diferencias de resultados que puede observar el usuario de ambas fuentes de información.

No obstante, el carácter exhaustivo de la información obtenida por la Central de Balances sobre los conceptos del balance y cuenta de resultados de las empresas, frente al carácter limitado y concreto de la encuesta de CEOE, hace obligado el recurso a aquella para observar el comportamiento de algunas variables y *ratios*, como gastos de personal o rentabilidad del activo, que ayudan a dar respuesta al primer interrogante planteado sobre los factores condicionantes de la inversión.

I. FACTORES CONDICIONANTES DE LA INVERSIÓN EMPRESARIAL

Según un reciente trabajo de los servicios técnicos de la Comisión de las Comunidades Europeas (1), los factores más importantes que condicionan la inversión privada son la rentabilidad del capital y la demanda. Debe añadirse, según la Comisión, un nuevo factor en el actual contexto histórico, que es el llamado «efecto 1992», por cuanto está generando unas expectativas y la consiguiente toma de posiciones con vistas al Mercado Unico Comunitario.

La rentabilidad del capital ha registrado en la CEE una importante mejora durante los años transcurridos de esta década. La tasa de rendimiento del capital fijo ha subido un 48 por 100, hasta situarse en torno al 80 por 100 del nivel medio alcanzado en el período 1960-1973, que fue de práctico pleno empleo. Como factores causantes de esta mejora en la rentabilidad se mencionan la moderación salarial registrada durante varios años, la caída de los precios de la energía en 1986 y el aumento en la utilización de la capacidad instalada (hasta 1985, por el tirón de las exportaciones, y después, por el mayor consumo interno europeo) que ha posibilitado la elevación de la productividad del capital.

En definitiva, la mejora de la situación económica y financiera de las empresas europeas durante los años ochenta y las expectativas sobre la continuidad de esta tendencia alcista, o al menos sobre la no existencia de elementos de distorsión graves, están en la base de la gran aceleración de las inversiones regis-

trada en la mayoría de los países europeos desde 1984, si centramos el análisis sólo en la inversión en equipo, y desde 1986, si incluimos la inversión en construcción.

España ha participado plenamente en esa fase expansiva registrada en la CEE y, por extensión, en el conjunto de países industriales. De hecho, la tasa media de crecimiento real de la formación bruta de capital fijo desde 1986 ha sido en España del 12,9 por 100, muy superior a la de la CEE (5 por 100). Esto significa que puede aplicarse a nuestro país, probablemente de manera corregida y aumentada, lo arriba expuesto sobre los factores determinantes de la inversión en Europa.

De los datos de la Central de Balances se deduce que, centrándolo el análisis en el sector privado no eléctrico, se ha producido una gran recuperación del beneficio. Si colocamos éste (antes del impuesto de sociedades)

en relación con el valor añadido, se pasa del 7 por 100 registrado en 1983 al 19,9 por 100 en 1987. Del mismo modo, poniendo el beneficio en relación con los recursos propios utilizados para generarlo, se observa una rentabilidad que va del 7,5 por 100 en 1983 al 18,5 por 100 en 1987, en un proceso de mejora continuada.

Las dos causas más importantes de esa recuperación del beneficio empresarial son: el menor peso de los gastos de personal y el aligeramiento de los gastos financieros, debido esto último a una menor utilización de los recursos ajenos, y también, aunque en medida limitada, al menor coste del crédito.

1. Los gastos de personal

En cuanto a los gastos de personal, la Central de Balances registra una reducción de su peso en el reparto del valor añadido

CUADRO N.º 2

COSTES LABORALES UNITARIOS EN MONEDA NACIONAL (Variación anual en porcentaje)

	1961/70	1971/75	1976/80	1981/87
Bélgica	3,3	11,3	6,2	4,0
Dinamarca	7,0	11,3	8,2	6,3
Alemania Federal	4,1	7,6	3,6	2,0
Grecia	0,8	10,9	17,5	20,2
España	6,9	13,2	18,2	8,4
Francia	4,4	10,2	10,5	6,6
Irlanda	5,3	14,5	14,5	7,2
Italia	4,3	14,8	16,2	11,6
Luxemburgo	3,5	12,0	6,1	4,1
Holanda	6,5	10,5	5,4	0,9
Portugal	3,5	17,8	16,2	17,3
Reino Unido	4,3	15,1	13,1	5,5
Europa 12	4,3	11,2	8,6	4,6
España-Europa 12	2,6	2,0	9,6	3,8

Fuente: Servicios de la Comisión.

desde el 67 por 100 en 1983 al 63,6 por 100 en 1987.

Es innegable el proceso de moderación salarial registrado en España en los años ochenta, superior al de los demás países de la Europa Comunitaria, después del enorme traspie vivido en la segunda mitad de los años setenta. Según la Comisión de la CEE (2), en el período 1981-1987 los costes laborales unitarios en moneda nacional aumentaron en España a una tasa anual del 8,4 por 100, frente al 4,6 por 100 en la CEE, habiendo, por tanto, una diferencia adversa todavía del 3,8 por 100. Pero esa diferencia había sido de 9,6 puntos en el período 1976-1980, cuando en España aumentaron los costes laborales unitarios a ritmo anual del 18,1 por 100, frente al 8,6 por 100 en la CEE (cuadro n.º 2).

Aquella diferencia adversa de 3,8 puntos en los años ochenta es bastante más elevada que la existente en los años 1971-1975, que fue de sólo 2 puntos. Es cierto que a lo largo de los años ochenta ha ido disminuyendo tal diferencia, de manera que en los últimos tres años se ha situado por debajo de dos puntos. Pero siempre ha estado, y está, por encima de la media de Europa, y eso significa que, al tratarse de costes laborales unitarios en los que ya se ha tenido en cuenta la evolución de la productividad, existe una automática pérdida de competitividad, cuya importancia relativa habría que analizar en función de nuestro comercio con cada país y en función del comportamiento del tipo de cambio. En los últimos cinco años se ha producido una apreciación del tipo de cambio efectivo real (pérdida de competitividad) del 17 por 100 frente al conjunto de países industriales, y del 14,5 por 100 frente a la CEE.

Pero, dejando a un lado la corrección o no por otras vías de aquel diferencial adverso en los costes laborales unitarios, lo cierto es que ese diferencial ha registrado un sistemático estrechamiento en los años ochenta, habiendo sido la concertación social un instrumento básico para este ajuste.

Los acuerdos sociales —desde el Acuerdo Marco Interconfederal (AMI), firmado por CEOE y UGT en 1980, al Acuerdo Económico y Social (AES), firmado por CEOE, UGT y gobierno en octubre de 1984, con vigencia para los años 1985 y 1986— han tenido, a nuestro juicio, una triple virtualidad: han servido, en primer lugar, como estabilizador social, reduciendo parcialmente el volumen de tensiones vividas en los últimos años setenta; en segundo lugar, se fijaron unos puntos comunes sobre temas conflictivos que sirvieron de pauta para la negociación de los más de 3.000 convenios colectivos, y, por último, han logrado introducir criterios de moderación salarial, fijando bandas en función de los objetivos de inflación establecidos por el gobierno.

No es éste el lugar para un desarrollo más amplio de estos temas relacionados con la concertación social, pero no deben dejar de mencionarse al menos otros dos aspectos que han contribuido a la mejora de la situación de las empresas. En primer lugar, se aprobaron en el AES las llamadas nuevas modalidades de contratación —contratos temporales, de formación, de prácticas, a tiempo parcial, etc.—, cuyas características han permitido introducir un cierto grado de flexibilidad en el rígido marco legislativo de nuestras relaciones laborales. En segundo lugar, se incremen-

taron los incentivos fiscales a la inversión y creación de empleo.

Todos esos factores contribuyen a explicar la expansión de las inversiones y del empleo en España a fuerte ritmo, mayor incluso que el registrado en el conjunto de países de la OCDE. Sin embargo, el hecho de haberse reducido recientemente, y de forma drástica, los incentivos fiscales a la inversión, y el mantenimiento de unas cuotas empresariales a la seguridad social que se encuentran entre las más elevadas de Europa, contribuyen a arrojar cierta sombra de preocupación sobre la continuidad del ritmo inversor actual.

2. La estructura financiera de la empresa

La segunda de las causas que explican la recuperación del beneficio empresarial se concreta, como se había dicho anteriormente, en la mejora financiera de la empresa española. Tomando como base los datos de la encuesta que CEOE viene realizando, desde hace seis años, sobre la evolución de la estructura financiera de las empresas, el coste de los recursos ajenos utilizados y sus inversiones, se puede apreciar (cuadro n.º 3) el claro proceso de saneamiento financiero, entendiéndose por tal la *mejora de la autonomía financiera de las empresas* (la proporción de recursos propios utilizados por la empresa como porcentaje del total de recursos utilizados) o, lo que es lo mismo, la *disminución de su nivel de endeudamiento* (relación entre los recursos ajenos y los propios).

Así, se pasa de una tasa de endeudamiento del 58,1 por 100, en el primer trimestre de 1983, al 51,4 por 100, en el tercer trimestre

CUADRO N.º 3

ESTRUCTURA FINANCIERA
(En porcentaje)

	Recursos propios (1)	RECURSOS AJENOS					Tasa de endeudamiento (2/1)
		Total (2)	Hasta un año		Entre uno y tres años	Tres y más años	
			Créditos	Descuento			
1983							
Primer trimestre	63,3	36,7	28,6	39,4	14,1	17,9	58,1
Tercer trimestre	62,6	37,4	29,3	43,8	9,5	17,4	59,8
1984							
Primer trimestre	61,2	38,8	34,1	41,1	10,1	14,7	63,3
Tercer trimestre	64,0	36,0	34,5	38,0	11,7	15,8	56,3
1985							
Primer trimestre	61,3	38,7	39,1	30,7	14,4	15,8	63,2
Tercer trimestre	63,9	36,1	36,7	31,3	14,1	17,8	56,6
1986							
Primer trimestre	66,4	33,6	34,7	40,8	10,1	14,5	50,5
Tercer trimestre	65,9	34,1	35,6	32,5	12,4	19,5	51,7
1987							
Primer trimestre	64,4	35,6	45,7	33,0	7,2	14,1	55,4
Segundo trimestre	66,3	33,7	49,9	29,9	8,1	12,2	50,9
Tercer trimestre	66,6	33,4	47,6	32,3	7,6	12,5	50,2
Cuarto trimestre	66,2	33,8	42,7	30,3	11,9	15,1	51,1
1988							
Primer trimestre	67,2	32,8	43,7	29,6	11,7	15,0	48,7
Segundo trimestre	66,1	33,9	41,2	33,9	10,3	14,6	51,4
Tercer trimestre	66,1	33,9	41,4	34,2	10,9	13,4	51,4

de 1988. Es decir, mientras en 1983 del total de recursos utilizados por las empresas el 63,3 por 100 eran propios, en 1988 este porcentaje había subido el 66,1 por 100. Este proceso ha sido, con ligeras oscilaciones, progresivo.

No obstante, es obvio que carecería de sentido cualquier intento de estimación de un volumen de «endeudamiento óptimo» a nivel agregado que permitiera determinar, por comparación con él, si un nivel dado era alto o bajo. Dicho «nivel óptimo» será distinto en función del sector de producción, la estrategia de la propia empresa, etc. Sin embargo, el hecho de que haya disminuido el

endeudamiento es esperanzador, por cuanto se partía de niveles excesivamente elevados, y esto supone romper la tendencia de fragilidad financiera de la empresa española. La influencia positiva de este cambio de tendencia sobre la cuenta de resultados de las empresas, y sobre su capacidad de asumir nuevas inversiones, no se ha hecho esperar.

Otro dato que conviene resaltar en este análisis, y que no merece la misma valoración positiva, es que esta menor dependencia de los recursos ajenos por parte de las empresas se ha producido a costa de una disminución relativa de la apelación a los recursos a medio y largo plazo, mientras

que los recursos a corto plazo han aumentado su proporción dentro de los recursos ajenos utilizados por las empresas.

Hay que matizar que, dentro de los recursos a corto plazo, han sido los provenientes de los créditos los que han aumentado considerablemente su participación en los recursos ajenos utilizados, en tanto que el descuento comercial ha perdido importancia. No obstante, este proceso tuvo un máximo en el segundo trimestre de 1987, cuando casi el 50 por 100 de los recursos ajenos utilizados por las empresas eran créditos a corto plazo, mientras que en 1983 éstos sólo representaban el 28,8 por 100. A partir de

dicho punto, se ha producido un ligero avance del descuento comercial y, por el contrario, un descenso de la apelación al crédito por parte de las empresas.

Del análisis sectorial de la estructura financiera (cuadro n.º 4) se puede extraer una primera conclusión. El nivel de autonomía financiera de la industria es inferior al de los servicios o, lo que es lo mismo, la primera tiene un mayor grado de endeudamiento. Así, mientras el grado de autonomía financiera de los servicios en ningún caso ha bajado del 70 por 100 desde 1983 (en el primer trimestre de 1988 tuvo su punto más alto de autonomía, con el 84 por 100), la industria se situaba en el tercer trimestre de 1988 en el 64,2 por 100, la tasa más alta desde que se inició la encuesta.

No obstante, se observa una paulatina disminución de las di-

ferencias entre ambas. Este proceso de acercamiento ha venido propiciado tanto por una mejora del nivel de autonomía financiera de las industrias —donde, sin duda, han jugado un papel importante los procesos de saneamiento financiero, especialmente intenso en los sectores y empresas sometidos a planes de reconversión— como por una mayor apelación al crédito del sector servicios.

El saneamiento financiero que se ha producido en la industria se ha basado principalmente en los recursos a medio y largo plazo, con reducciones significativas en el porcentaje que representan dentro de la estructura de recursos ajenos (de representar más del 31 por 100 del total de recursos ajenos utilizados por la industria en 1983 han pasado al 23 por 100 en 1988).

El aumento de utilización de recursos ajenos por los servicios se ha repartido casi en partes iguales entre los recursos a corto y a medio y largo plazo, manteniendo su proporción en la composición del pasivo. No obstante, hay que hacer dos precisiones. La primera en cuanto a la composición de los recursos a corto plazo, donde se ha producido una modificación, al cobrar una mayor relevancia la apelación al crédito en detrimento del descuento comercial. Este proceso, sin embargo, parece retroceder a partir del segundo trimestre de 1987, en el cual tuvo su punto más alto (el 58 por 100 de los recursos ajenos eran créditos a menos de un año). Por otra parte, se ha producido un avance en los recursos a largo plazo en detrimento de los a medio plazo, si bien este avance ha sido irregular, con grandes altibajos.

CUADRO N.º 4

ESTRUCTURA FINANCIERA SEGUN SECTORES
(En porcentaje sobre total recursos)

	1983		1984		1985		1986		1987				1988		
	I	III	I	III	I	III	I	III	I	II	III	IV	I	II	III
INDUSTRIA															
Recursos propios	58,9	58,3	56,3	59,7	55,4	58,5	63,7	61,3	63,1	61,3	61,3	60,8	62,0	64,1	64,2
Recursos ajenos	41,1	41,7	43,7	40,3	44,6	41,5	36,3	38,7	36,9	38,7	38,7	39,2	38,0	35,9	35,8
Hasta un año															
Créditos	28,2	27,4	34,4	34,6	38,6	36,2	36,7	36,4	44,9	45,4	43,6	41,8	42,3	41,3	40,7
Descuento	40,3	41,9	40,4	37,7	31,6	32,2	37,4	31,8	31,7	32,7	34,9	32,0	31,4	36,0	36,4
Entre uno y tres años...	13,5	11,5	10,4	12,1	14,6	13,8	11,4	13,0	9,2	8,7	9,2	11,6	11,2	10,2	10,6
Tres y más años	18,1	19,3	14,8	15,5	15,1	17,8	14,6	18,8	14,2	13,2	12,4	14,6	15,0	12,5	12,4
SERVICIOS															
Recursos propios	80,6	76,9	78,2	79,7	80,6	80,4	74,9	80,3	71,3	75,5	75,1	83,3	84,5	71,3	70,9
Recursos ajenos	19,4	23,1	21,8	20,3	19,4	19,6	25,1	19,7	28,7	24,5	24,9	16,7	15,5	28,7	29,1
Hasta un año															
Créditos	34,2	29,6	33,8	35,0	46,1	42,2	32,1	34,3	46,4	58,5	56,9	53,5	57,1	43,9	46,5
Descuento	42,1	46,8	42,8	42,9	25,7	27,5	49,7	36,7	37,5	25,2	27,1	22,5	21,7	29,3	29,7
Entre uno y tres años...	15,8	5,0	8,3	7,5	11,2	16,0	5,1	8,6	2,7	6,2	3,6	9,0	12,5	9,2	9,5
Tres y más años	7,9	18,6	15,1	14,6	17,0	14,3	13,1	20,4	13,4	10,2	12,3	15,0	8,7	17,6	14,4

Nota: Los números romanos en la cabecera de éste y otros cuadros indican el trimestre del año de referencia al que corresponden los datos de la Encuesta CEOE.

CUADRO N.º 5

ESTRUCTURA FINANCIERA SEGUN TAMAÑOS
(En porcentaje sobre total recursos)

Empresas según número de trabajadores	1983		1984		1985		1986		1987				1988		
	I	III	I	III	I	III	I	III	I	II	III	IV	I	II	III
Hasta 30															
Recursos propios	80,0	77,3	78,5	76,9	79,2	77,5	75,3	77,2	70,3	80,3	79,8	85,0	85,8	77,2	77,4
Recursos ajenos	20,0	22,7	21,5	23,1	20,8	22,5	24,7	22,8	29,7	19,7	20,2	15,0	14,2	22,8	22,6
De 30 a 100															
Recursos propios	64,8	62,7	58,7	68,7	63,5	67,0	67,3	65,4	70,6	68,6	67,9	61,9	65,4	62,5	61,8
Recursos ajenos	35,2	37,3	41,3	31,3	36,5	33,0	32,7	34,6	29,4	31,4	32,1	38,1	34,6	37,5	38,2
De 101 a 500															
Recursos propios	55,5	59,8	58,6	55,2	54,8	55,2	62,0	59,8	61,2	61,2	61,5	62,0	58,8	57,4	58,5
Recursos ajenos	44,5	40,2	41,4	44,8	45,2	44,8	38,0	40,2	38,8	38,8	38,5	38,0	41,3	42,6	41,5
Más de 500															
Recursos propios	46,0	47,6	41,7	47,5	40,6	47,5	53,0	51,7	51,9	49,7	49,9	45,7	45,7	57,2	56,7
Recursos ajenos	54,0	52,4	58,3	52,5	59,4	52,5	47,0	48,3	48,1	50,3	50,1	54,3	54,3	42,8	43,3

Por lo que respecta a la estructura financiera en función del tamaño de las empresas, tomando como indicador de éste el número de trabajadores, se puede apreciar (cuadro n.º 5) el mayor grado de autonomía financiera en la pequeña que en la gran empresa, situándose en la primera la relación recursos propios/recursos ajenos en una proporción de 4 a 1, mientras que en la grande se sitúa en torno a 1 a 1. Tras de este hecho se esconde la evidente menor capacidad negociadora de las condiciones del crédito por las PYME, como se menciona más adelante.

También es interesante resaltar que, dentro de esa menor dependencia de la empresa pequeña respecto de los recursos ajenos, estos recursos son fundamentalmente a corto plazo y, más concretamente, descuento de papel comercial (representan más del 50 por 100 del total de recursos ajenos que emplean).

Otra cuestión que se plantea

en esta encuesta es saber el destino principal de los créditos contratados en el trimestre: si su fin es financiar inversiones o capital circulante. En este sentido, desde que se introdujo, en 1984, esta pregunta en el cuestionario el porcentaje de empresas que han contestado, con ligeras oscilaciones, que el fin principal era financiar capital circulante se ha situado en torno a los dos tercios, y para el tercio restante, por lo tanto, el fin era la inversión. A pesar de que esta pregunta es cualitativa y, por lo tanto, sin que exista posibilidad de una cuantificación del importe total, se puede extraer la conclusión de que la empresa española ha recurrido, en los últimos años, al sistema financiero principalmente para financiar sus operaciones de tráfico, mientras que para financiar sus inversiones ha hecho una mayor apelación a las otras fuentes de financiación de que disponía (autofinanciación, emisiones, etcétera).

Como ya hemos comentado,

el nivel de endeudamiento óptimo es relativo y dependerá de múltiples factores. Por lo tanto, si partimos de la premisa de que será la gestión empresarial la que determine, a la hora de llevar a cabo una inversión, la estructura más adecuada para su financiación, ésta tendrá que basarse en el coste de los recursos ajenos y en el rendimiento esperado de las inversiones (activos).

La encuesta de CEOE proporciona información del coste real de la financiación ajena para la empresa, en el que se incluyen intereses, otros gastos, comisiones, etc., de los recursos contratados en el trimestre con bancos y cajas de ahorros (incluyendo al crédito oficial). No se refiere, por tanto, al tipo de interés del crédito vivo, sino al coste de los créditos nuevos, por lo que un aumento o una disminución del coste del crédito no tendrá por qué reflejarse, en la misma cuantía, en la partida de gastos financieros de la cuenta de resultados de las empresas. Es decir, las pre-

guntas del cuestionario pretenden descubrir la motivación, por parte del empresario, para asumir un posible aumento de actividad o un nuevo proceso de inversión, o para limitarse a especular financieramente con el posible *cash-flow* que obtenga.

En este sentido, se puede apreciar (cuadro n.º 6) la tendencia claramente descendente del coste de todos los tipos de recursos contratados por las empresas desde el tercer trimestre de 1983, con la única excepción del crédito oficial. La explicación de este último dato viene dada por la obligación de los bancos oficiales de tener que recurrir al mercado para la captación de sus pasivos, debido a la paulatina desaparición

de los diferentes coeficientes de inversión obligatoria de las instituciones financieras. Otro dato que es interesante resaltar es la clara convergencia que se ha producido entre el coste de todas las clases de créditos. Así, mientras que en el primer trimestre de 1983 la diferencia existente entre el tipo medio más alto y el más bajo era de seis puntos, en el tercer trimestre de 1988 esta diferencia era de menos de un punto.

Sin embargo, en el proceso de disminución de los tipos de interés que se inicia a finales de 1983 hay que distinguir diferentes etapas: durante los años 1984 y 1985, se da una notable disminución de los tipos, que empieza

a ralentizarse en 1986 y que, a lo largo de 1987, cambia de tendencia, con un repunte de éstos en la parte central del año, coincidiendo con los temores suscitados por el desbordamiento de las magnitudes monetarias en dicho periodo; no obstante, en la última parte de 1987 se reanuda nuevamente el proceso de descenso de los tipos de interés, que parece verse truncado en la segunda mitad de 1988.

Este descenso de los tipos de interés no ha tenido como resultado, en líneas generales, una mayor apelación de las empresas al endeudamiento, como ya hemos visto. Quizá durante este proceso de ajuste la apelación de las empresas a los recursos aje-

CUADRO N.º 6

TIPOS DE INTERES

	CREDITO PRIVADO LIBRE				Crédito oficial
	Hasta un año		Entre uno y tres años	Tres y más años	
	Crédito	Descuento			
1983					
Primer trimestre	17,8	16,4	16,8	15,8	11,1
Tercer trimestre	18,7	17,2	17,1	17,2	11,8
1984					
Primer trimestre	18,5	17,2	17,1	16,8	11,1
Tercer trimestre	17,8	16,8	16,9	15,4	11,4
1985					
Primer trimestre	16,4	15,3	16,2	15,6	11,5
Tercer trimestre	15,9	14,8	16,0	15,0	11,5
1986					
Primer trimestre	14,9	13,7	14,5	14,0	12,1
Tercer trimestre	14,4	13,2	14,1	13,8	12,2
1987					
Primer trimestre	14,1	13,0	14,5	14,1	12,1
Segundo trimestre	15,0	13,6	14,6	14,4	13,4
Tercer trimestre	15,4	13,9	14,7	14,4	12,8
Cuarto trimestre	14,6	13,7	13,9	13,2	12,3
1988					
Primer trimestre	14,1	13,3	13,7	13,0	12,1
Segundo trimestre	13,3	12,9	13,8	13,4	12,4
Tercer trimestre	13,4	12,7	13,7	13,6	12,6

CUADRO N.º 7

FRECUENCIA DE LOS TIPOS DE INTERES. TERCER TRIMESTRE 1988
(En porcentaje)

TIPOS	Marcas de clase	CREDITO LIBRE				Credito oficial
		Hasta un año		Mas de un año y menos de tres	De tres y más años	
		Credito	Descuento comercial			
Inferior a 10	9,5	1,2	0,9	—	9,1	6,3
10-10,9	10,5	5,6	5,2	7,0	9,1	12,5
11-11,9	11,5	19,1	17,5	14,0	18,2	37,5
12-12,9	12,5	26,5	38,7	23,2	15,2	12,5
13-13,9	13,5	13,6	22,2	14,0	12,1	18,7
14-14,9	14,5	13,0	8,0	16,3	15,2	6,3
15-15,9	15,5	11,7	2,4	14,0	12,1	6,2
16-16,9	16,5	6,2	2,8	4,6	3,0	—
17-17,9	17,5	1,2	0,9	6,9	—	—
18-18,9	18,5	0,6	0,9	—	3,0	—
19 y más	19,5	1,3	0,5	—	3,0	—
		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

nos haya sido poco elástica a las variaciones del tipo de interés y, por lo tanto, a pesar de que éste seguía una tendencia claramente descendente, las empresas han seguido con su proceso de saneamiento financiero. No obstante, en los últimos años, coincidiendo con una situación financiera más saneada de las empresas, la relación entre el nivel de endeudamiento y el coste de los recursos parece ser más estrecha.

Otra información que proporciona la encuesta de CEOE es la referente a la *distribución de frecuencias del coste de los recursos ajenos* para las empresas y la variabilidad de éste (cuadro número 7). Este dato es interesante para apreciar las diferentes situaciones del mercado y poner de manifiesto el diferente poder de negociación de las empresas con bancos y cajas de ahorros. Así, podemos apreciar que en el tercer trimestre de 1988 había todavía un 1,3 por 100 de empresas

que pagaban el 19 por 100 y más por un crédito a un año, cuando el tipo medio era del 13,44 por 100. Pero también había un 1,2 por 100 de empresas a las que les costaba este mismo crédito menos de un 10 por 100.

En lo referente al coste de los recursos según sectores, puede deducirse (cuadro n.º 8) que, en principio, el sector servicios parece abonar sus recursos ajenos a un tipo superior. Así, en el tercer trimestre de 1988, en tres de las cinco clases de créditos analizadas, se registran cifras más altas en los servicios que en la industria; similar deducción, incluso más acentuada, se puede obtener de los datos del segundo trimestre de ese mismo año. No obstante, dado que en otros períodos se obtienen resultados diferentes, no parece que pueda extraerse una conclusión plenamente válida. Quizá esta divergencia dependa de las características de cada empresa, si bien las del sector industrial parecen

ofrecer, en general, mayor garantía patrimonial, al tiempo que suelen estar más vinculadas a los sectores financieros.

En cuanto al tamaño (cuadro número 9), los datos reflejan de forma clara un mayor coste de los recursos para las empresas de menor tamaño; hecho que, en principio, era de prever, dado su menor margen de garantía y su menor volumen de operaciones y, en consecuencia, su menor poder de negociación.

II. ¿CUALES SON LOS FINES DE LA INVERSION?

Otra de las cuestiones que nos planteábamos al principio era la de la finalidad de la inversión. En la encuesta que nos sirve de base para responder a esta pregunta se ha utilizado la conocida clasificación de las razones para invertir en tres categorías:

CUADRO N.º 8

TIPO DE INTERES SEGUN SECTORES

	1983		1984		1985		1986		1987				1988		
	I	III	I	III	I	III	I	III	I	II	III	IV	I	II	III
INDUSTRIA															
Crédito privado															
Hasta un año															
Créditos	17,8	18,7	18,2	17,8	16,4	15,9	14,8	14,4	14,1	14,5	15,2	14,5	13,9	13,6	13,2
Descuento	16,3	17,0	17,1	16,7	15,2	14,8	13,6	13,3	12,9	13,7	14,0	13,6	13,2	12,9	12,6
Entre uno y tres años...	16,6	17,1	17,6	16,7	15,7	16,2	14,1	14,1	14,7	14,7	14,8	13,7	13,4	14,0	14,0
Tres y más años	14,6	16,8	16,7	16,3	15,4	13,9	13,6	13,5	14,1	14,6	15,1	13,5	13,0	13,2	13,6
Crédito oficial	11,1	12,0	11,3	11,1	11,4	11,2	11,8	12,3	12,1	12,1	11,6	12,3	12,2	12,1	11,6
SERVICIOS															
Crédito privado															
Hasta un año															
Créditos	17,7	18,6	19,4	17,8	16,6	15,9	15,5	15,2	14,1	15,3	16,2	14,6	14,5	14,1	13,9
Descuento	16,5	17,5	17,8	17,4	16,2	14,9	14,4	12,8	13,0	13,4	13,8	13,5	13,4	13,5	13,3
Entre uno y tres años...	17,5	17,0	16,3	17,5	18,1	15,4	15,4	14,6	14,0	14,3	14,3	14,2	13,9	13,3	13,2
Tres y más años	17,1	17,7	16,3	14,0	15,2	14,7	14,1	14,1	14,1	10,0	13,3	14,1	12,9	13,4	13,3
Crédito oficial	11,4	11,5	10,3	11,6	12,4	12,4	12,9	11,4	12,3	14,0	13,5	12,6	—	13,3	13,2

- ampliación de la capacidad productiva;

- mejora técnica, para conseguir el mismo nivel de producción a menor coste o lograr mayor calidad, y

- reposición de los equipos existentes.

En las investigaciones realizadas por la Unión de Confederaciones de la Industria y los Empresarios de Europa (UNICE), se ha utilizado una cuarta razón que denominan «motivos diversos», y que se refiere a temas relacionados con la seguridad y con el control de la contaminación. No obstante, como pone de relieve UNICE, estas categorías no son excluyentes. Así, por ejemplo, una inversión llevada a cabo para aumentar o reemplazar la capacidad de producción puede, al mismo tiempo, buscar una mejora técnica.

Los resultados de las diferentes encuestas empresariales y, en particular, la encuesta de tendencias industriales de la Confederación de Industrias Británicas (CBI), muestran que el principal motivo es la consecución de la eficiencia. Así, a lo largo de los años ochenta, el 70-80 por 100 de las industrias manufactureras británicas han afirmado que el principal motivo de sus gastos de capital (inversiones) era la necesidad de mejorar la eficacia. La importancia de la «racionalización» como motivo de la inversión, en el ámbito de la Comunidad, refleja el peso de las presiones de la competencia. Así, una reciente investigación de la Comisión de la CEE sobre las razones de la inversión empresarial en 1986-1988 muestra que, en 1988, el principal motivo de la inversión era la racionalización (30 por 100), seguida de la ampliación de la capacidad instalada

(28 por 100) y de la reposición (26 por 100); por último, las otras razones representan un 16 por 100 de las contestaciones.

Estos datos ponen de relieve que la fuerte presión competitiva que están registrando los países comunitarios, agravada con los últimos movimientos del dólar en relación con las divisas comunitarias, les está empujando a realizar inversiones tendentes a racionalizar y mejorar tecnológicamente sus procesos productivos; este proceso puede continuar o incluso intensificarse con la consecución del Mercado Unico Europeo en 1992. Desde luego, éste puede ser ahora el motivo más importante del notable crecimiento de las inversiones en toda la Comunidad.

Por lo que respecta a la situación española, y tomando nuevamente como base los resultados de la encuesta de CEOE,

CUADRO N.º 9

COSTE DE LOS RECURSOS AJENOS SEGUN TAMAÑOS

EMPRESAS SEGUN NUMERO DE TRABAJADORES	1987				1988		
	I	II	III	IV	I	II	III
Hasta 30 trabajadores							
Crédito privado							
Hasta un año							
Créditos	14,9	15,8	15,5	14,8	14,9	14,9	14,1
Descuento	13,5	13,8	14,1	13,8	13,9	13,9	16,2
Entre uno y tres años	15,0	14,5	14,2	15,8	15,2	15,3	15,1
Tres y más años	15,3	14,5	15,6	—	—	14,8	14,2
Más de 500 trabajadores							
Crédito privado							
Hasta un año							
Créditos	13,3	14,8	15,3	14,1	12,9	12,2	13,4
Descuento	12,6	13,5	13,8	13,4	12,6	12,2	12,7
Entre uno y tres años	14,5	15,0	15,3	13,2	12,9	12,2	13,7
Tres y más años	13,5	14,0	14,4	13,6	12,9	12,6	13,6

podemos apreciar que, en lo referente a los últimos años, los motivos principales de la inversión coinciden, en cuanto a la priorización a la hora de clasificar las razones de la inversión, con los resultados de la investigación de la Comisión. Así, en el tercer trimestre de 1988, la principal finalidad de la inversión era la mejora técnica (el 40,7 por 100 de las respuestas), en segundo lugar aparecía la ampliación de la capacidad (30,3 por 100) y en tercer lugar la reposición de maquinaria y equipo (28,6 por 100). No obstante, ambas consultas coinciden en reflejar, en 1988, un ligero retroceso en el peso de la racionalización o mejora tecnológica.

En cuanto a la evolución histórica de esta variable, se puede apreciar que ha tenido un comportamiento cíclico, por otra parte bastante lógico, con dos fases claramente diferentes a lo largo de la presente década. La primera fase abarcaría hasta comienzos de 1985, y en ella los

recursos empleados por las empresas fueron mayoritariamente destinados a su saneamiento financiero y laboral. El ajuste de plantillas a las verdaderas necesidades de las empresas, mediante inversiones sustitutorias de equipos obsoletos y ahorradoras de mano de obra, era una tarea tan necesaria como urgente. Del mismo modo, esos recursos empleados por las empresas fueron destinados también a mejorar la estructura financiera del balance, ampliando la autonomía financiera, lo que, a su vez, ha permitido, en los años siguientes, aumentar de forma muy significativa la capacidad de autofinanciar inversiones. Esta primera fase ha tenido su exponente máximo de ajuste en aquellos sectores más azotados por la crisis y sometidos, por lo tanto, a un proceso especial establecido en la Ley de Reconversión y Reindustrialización de 1984.

La segunda fase refleja claramente que las inversiones han

sido crecientemente destinadas a la introducción de mejoras tecnológicas y a la ampliación de la capacidad instalada. La mejora técnica (para aumentar la productividad, reducir el coste o mejorar la calidad) es fundamental para alcanzar o, en su caso, mantener un nivel adecuado de competitividad. Este ajuste a las constantes mejoras tecnológicas hay que mantenerlo en el futuro para no perder cuotas de mercado, tanto en el interior como en el exterior, en unos mercados mucho más abiertos y competitivos.

III. RELACION ENTRE LAS INICIATIVAS INVERSORAS Y LA CREACION DE EMPLEO

No es cuestión de entrar a debatir si las inversiones crean o destruyen puestos de trabajo.

Está perfectamente demostrado por la teoría y la evidencia empírica que sólo es posible, en el medio y largo plazo, incrementar el empleo mediante el aumento de las inversiones, con independencia de que, como vimos antes, una parte de las inversiones sean ahorradoras de puestos de trabajo. El efecto neto total es siempre positivo, y así la referida encuesta de CEOE viene dando, año tras año, de manera sistemática, unos datos reveladores. Las nuevas inversiones generan de 12 a 15 empleos y amortizan sólo entre 1 y 2 empleos por cada 1.000 personas ocupadas.

Abundando un poco más en los datos disponibles, desde 1985, año en el que se inició la recuperación de la inversión, la creación de empleos en la economía española ha superado el millón y, más concretamente, durante 1988 —año en el que, según el Instituto Nacional de Estadística, las inversiones crecieron en volumen un 14 por 100— 328.500 personas pasaron a ampliar las cifras de empleo neto creado.

Sentada, por lo tanto, esta premisa, el problema que plantean las inversiones, en su mayor parte incorporadoras de mejoras tecnológicas (nuevas tecnologías), es el de los desajustes entre oferta y demanda en el mercado de trabajo. Se destruyen ciertos trabajos y, por el contrario, aparecen nuevas especialidades.

Se ha procedido al análisis de este tema por multitud de estudios, encontrándose disponible un importante repertorio bibliográfico al respecto. Por su significación, citaremos únicamente el Informe FAST, de la Comisión de las Comunidades Europeas, sobre «Las nuevas tecnologías y el cambio social». Pues bien, sin-

tetizando, podemos indicar que los efectos de la incorporación de las nuevas tecnologías en las empresas es tanto cuantitativo como cualitativo. Parece, por lo tanto, necesario reforzar el proceso de formación y reciclaje de la mano de obra, aparte de otras medidas que se puedan adoptar tendientes a dinamizar el mercado de trabajo.

Por otro lado, los nuevos sistemas de organización y gestión que imponen estas mejoras tecnológicas obligan a plantear planes de formación de cuadros directivos y empresarios. Dentro de este proceso de formación continuada, la formación de formadores se revela como un factor que dará cohesión al conjunto.

IV. UNA REFLEXION FINAL

A modo de síntesis, cabe afirmar que durante los años ochenta se ha producido un conjunto de acontecimientos y decisiones cuyo resultado más palpable y trascendente ha sido el de la generalización de la confianza empresarial, manifestada en la asunción de riesgos inversores en toda clase de equipamientos y sectores.

Algunos de tales factores han ejercido un impacto expansivo por el lado de la demanda para las empresas. Entre ellos cabe destacar, a nivel internacional, el tirón norteamericano en 1983-1985, la expansión de la demanda y el comercio internacional, favorecida por la caída de los precios energéticos (1986-1987) y, a nivel interno español, el estímulo de la demanda proporcionado por algunas medidas fiscales como la reducción de retenciones a raíz del Real Decreto-

Ley de Medidas Urgentes de Política Económica de abril de 1985.

Otras decisiones han atendido más a la vertiente de la oferta, como las medidas relacionadas con la reconversión industrial, especialmente a partir de 1984; la introducción de nuevas y más flexibles modalidades de contratación desde finales de 1984 y comienzos de 1985, y los acuerdos sociales desde 1980, cuyos contenidos han facilitado el saneamiento financiero y el ajuste laboral en las empresas, como se ha visto a lo largo de este trabajo. La mejora de la demanda, por un lado, y el aumento de la rentabilidad económica y de la capacidad de autofinanciación, por otro, han sido los elementos clave que explican el comportamiento de las inversiones empresariales durante los últimos cuatro años. No cabe olvidar que sobre las decisiones inversoras ha podido influir también, según ponen de manifiesto encuestas empresariales, el llamado «efecto 1992», y las consiguientes expectativas y toma de posiciones que tal acontecimiento genera.

En los momentos actuales, las expectativas empresariales en el horizonte razonable que nos separa de la consecución del Mercado Unico Europeo en 1993, sin ser negativas todavía sobre el comportamiento esperado de la rentabilidad económico-financiera y sobre las decisiones de inversión, se ven empañadas por ciertos elementos preocupantes.

A la empresa española llegan con claridad un mensaje y dos impactos dignos de resaltar. El mensaje, insistente, de los rectores de la política económica y monetaria es el de la preocupación manifestada por las tensiones inflacionistas y por el rápido dete-

rioro que sufren las cuentas exteriores, preocupación que se traduce especialmente en una política monetaria de ajuste.

Los dos impactos que influyen negativamente sobre las empresas son, por un lado, las tensiones alcistas sobre los tipos de interés, y en consecuencia sobre los costes financieros de las empresas, y, por otro, la apreciación del tipo de cambio efectivo real, es decir, la pérdida de competitividad derivada del diferencial adverso de precios y costes con nuestros competidores y, simultáneamente, la apreciación de la peseta con las respectivas monedas.

La teoría y la evidencia empírica demuestran que si se quiere actuar sobre los tres objetivos a la vez —evitar las tensiones inflacionistas, cortar el ritmo de deterioro de la balanza comercial y corriente, y mantener la senda de expansión de la actividad, de las inversiones y del empleo registrada durante los últimos tres años— es necesario coordinar, al menos, otros tantos instrumentos de política económica. Parece lógico pensar que la excesiva responsabilidad asignada a la política monetaria para evitar los desequilibrios internos y externos puede hacer pagar un coste excesivo en términos de deterioro de la confianza inversora empresarial y, por consiguiente, del potencial de crecimiento económico.

El déficit progresivo de la balanza corriente indica que la evolución del ahorro, aun siendo creciente, no puede seguir al proceso inversor. Por eso, si se desea que continúen las inversiones empresariales en bienes de capital, sin estrangulamiento en la balanza de pagos, se vuelve prioritaria en estos momentos

una política fiscal de promoción del ahorro. Es prioritario el acercamiento del ahorro al ritmo inversor público y privado. No a la inversa.

NOTAS

(*) Los autores agradecen a Maximino Carpio García, profesor de Economía Aplicada y Director del Departamento de Economía y Hacienda Pública de la Universidad Autónoma, sus oportunas sugerencias para en la elaboración de este artículo.

(1) «The determinants of investment in the Community», *Working Paper of The Commission Services*, Bruselas, noviembre 1988.

(2) «Differences de niveau des couts salariaux dans la Communauté», *Document de Travail*, Bruselas, noviembre 1988. Véase también *Previsions économiques pour 1989 et 1990*, marzo 1989, Comisión de la CEE.