

POSIBILIDADES Y LIMITACIONES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

La información pública de las empresas, que tiene periodicidad anual, ofrece serias limitaciones para el análisis de la coyuntura. A pesar de ello, el presente artículo de **Juan Antonio Maroto Acín** se basa en la información económico-financiera empresarial que proporcionan bases de datos como las de la Central de Balances trimestral del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter trimestral o semestral, para analizar la situación reciente de la economía española. Este análisis se define y precisa, además, en cuanto a sus posibilidades y limitaciones de utilización; y se aplica, asimismo, al diagnóstico de las pautas de comportamiento estructural de las empresas españolas durante los últimos años. El trabajo finaliza con una serie de reflexiones del autor sobre las actuaciones que deben emprender los agentes, públicos y privados, para consolidar la incipiente recuperación de la economía española, y con una bibliografía sumaria sobre el análisis económico-financiero de óptica empresarial.

Por otro lado, la coyuntura de las empresas españolas no puede entenderse sin el estudio de las que han sido sus pautas de comportamiento estructural durante los últimos años, y que han sido diferentes en empresas públicas y privadas, por lo que un segundo gran objetivo del trabajo es el de detectar y sistematizar dichos comportamientos estructurales, a partir de la definición del marco constitucional de una economía de mercado y teniendo presente el hito fundamental de la integración de las empresas españolas en el marco competitivo ampliado de la Comunidad Europea (apartado IV).

Sobre esas bases, se aborda posteriormente el estudio de la actual coyuntura de las empresas españolas (apartado V), para destacar los factores que pueden determinar la consolidación del cambio de tendencia que se apunta respecto de la última crisis económica de principios de los noventa, teniendo presentes las pautas de comportamiento empresarial detectadas y los cambios recientes en el entorno macroeconómico (apartado VI). El trabajo concluye con una bibliografía sumaria, que se ordena atendiendo a los diversos componentes del análisis económico-financiero incluidos en su desarrollo.

I. INTRODUCCION

EL estudio de la coyuntura empresarial por medio del análisis económico-financiero presenta múltiples dificultades, que se relacionan tanto con las características de la información empresarial, basada en el sistema de información contable, como en la disponibilidad de sus datos, que se ofrecen en cómputo anual y con un gran desfase respecto del cierre de cada ejercicio. La presentación de los resultados del análisis puede atender, a su vez, a múltiples objetivos de los demandantes de la información y sustentarse sobre diferentes aproximaciones conceptuales, que pueden relacionarse o no con el marco teórico que inspira las decisiones financieras

empresariales, ya sean de inversión, financiación o dividendos. Y la utilización de los datos agregados de las empresas depende, por último, de la metodología de formación y estructura de presentación de las bases de datos, públicas y privadas, que existen en la actualidad.

Ante esa diversidad de planteamientos, el presente trabajo pretende, en primer lugar, precisar el concepto de análisis económico-financiero empresarial, delimitar su contenido y acotar las posibilidades de su diagnóstico (apartado II), tomando como referencia las bases de datos públicas que pueden utilizarse, y que ofrecen grandes restricciones para el análisis coyuntural (apartado III).

II. ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO EMPRESARIAL: CONCEPTO, CONTENIDO Y ALCANCE DE SU DIAGNÓSTICO

El análisis económico-financiero (1), o «análisis financiero» en su denominación usual, constituye un sistema de diagnóstico acerca de la situación económica

y financiera de las empresas en un momento dado. Estudia la incidencia de las decisiones empresariales pasadas, ya sean esas decisiones estrictamente financieras (inversión, financiación y dividendos) o de otra índole (tecnológicas, productivas, comerciales u organizativas), sobre la situación presente de la unidad económica; y pretende la correcta formación e implantación de las decisiones futuras en ella, una vez estimado el horizonte previsible a través de las correspondientes técnicas de pronóstico, y mediante la planificación financiera de la incidencia de dichas decisiones sobre la empresa, partiendo de la base de su situación patrimonial y sus resultados presentes.

La actividad de las empresas lleva implícita la idea del mantenimiento de equilibrios económico-financieros dinámicos. Dicha actividad se basa en la captación de los recursos financieros necesarios en el sistema financiero, mediante decisiones de financiación, y en su orientación hacia colocaciones productivas a través de decisiones de inversión; lo que le permite la recuperación de las disponibilidades en un momento posterior y la amortización de los recursos a las diferentes fuentes financieras que se los proporcionaron, y/o la retención de los mismos en concepto de autofinanciación. La idoneidad de ese proceso se juzga mediante indicadores como los de la rentabilidad de las inversiones, de tal forma que ésta permita cubrir el coste promedio de las financiaciones, o coste del uso del capital, y la generación de excedentes para repartir a los accionistas o para retener como reservas. Del mismo modo, se basa en indicadores de relación interna entre sus masas patrimo-

niales de activo y pasivo, que deben guardar entre sí unas adecuadas proporciones de funcionalidad en volúmenes y plazos, para asegurar su liquidez y solvencia.

El número de variables que aparecen en los estados económico-financieros empresariales y los diversos puntos de vista que aplican sobre las mismas los demandantes de la información hacen, sin embargo, que el modelo de análisis financiero no sea único, y que dependa ya de los estados considerados para formular el oportuno diagnóstico o ya de los objetivos con los que se analice la información disponible. Teniendo eso presente, y salvaguardando unos requisitos mínimos de exigencia en cuanto a que tiene que evidenciar la posición de estructura patrimonial, actividad, rentabilidad y riesgo de la empresa, el análisis financiero profundizará más o menos en esos indicadores según los objetivos de los receptores de la información. El caso es semejante a la utilidad que puedan tener para un potencial usuario un plano de carreteras o un callejero de determinada ciudad: ambos se basan en el mismo tipo de variables de información espacial, pero su grado de detalle es diferente, y hace inservible tanto el plano de carreteras, si lo que se busca es una calle concreta, como el callejero, si el usuario desea desplazarse de una ciudad a otra.

La metodología usual en la que se basa el análisis financiero consiste en la elaboración de *ratios*, cocientes o proporciones entre magnitudes económico-financieras de la empresa o externas a ésta; de forma que se puedan comparar entre sí las variables objeto de estudio, ya sean de una misma empresa a lo largo del

tiempo (análisis de serie histórica), ya de una empresa con otra o con agregados de empresas en un momento determinado (análisis de corte transversal), o ya mediante técnicas mixtas de los dos anteriores, que pretenden evidenciar los «residuos» no explicados por aquéllas. Con la aplicación de esta metodología, se busca, como es fácil deducir, la comparabilidad entre las variables, cuyas magnitudes absolutas pueden venir condicionadas por factores tales como la dimensión de las empresas, la forma jurídica, la estructura de propiedad, el sector de operación, el carácter cíclico de la actividad, la fase del ciclo en la que se encuentre la economía, el poder adquisitivo de la moneda en la que se expresen sus valores y tantos otros.

La consideración de los datos del entorno singulariza al análisis financiero frente al mero estudio de los estados contables anuales, pero su principal base de datos es, al igual que en éste, el sistema de información contable, que plasma los datos representativos de la actividad empresarial, mediante principios de contabilidad generalmente aceptados, en los denominados estados tradicionales, o cuentas anuales (balance de situación, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria). Aunque deba tener en cuenta, asimismo, la potencial relevancia informativa de otros estados económico-financieros complementarios (estados de tesorería, de valor añadido, de variación del patrimonio neto, de inversión en recursos humanos, de productividad, ...), en función de su disponibilidad para terceros.

La principal base cuantitativa del análisis financiero está constituida así por las diversas variables sintetizadas en los ante-

riores estados anuales, ya sean variables-fondo (balance o estado de equilibrio patrimonial) o variables-flujo. Que, en este último caso, pueden representar tanto magnitudes esencialmente económicas (cuenta de pérdidas y ganancias, y estado de valor añadido) como fundamentalmente financieras (cuadro de financiación o estado de origen y aplicación de fondos, y estado de tesorería).

Ahora bien, el modelo posible de análisis financiero no garantiza ni la eficacia ni la eficiencia de dicho modelo, habida cuenta de que su objetivo primordial de formación y evaluación de las decisiones es múltiple; como lógica consecuencia de la diversidad de grupos sociales que concurren en la actividad empresarial. La eficacia del análisis financiero requiere identificar y sistematizar los bloques de variables económico-financieras más relevantes para cada grupo social; y su eficiencia, el que los objetivos concretos de éstos se vean reflejados en una metodología de análisis que minimice el empleo de recursos (2). El análisis financiero debe cubrir la demanda de información y orientar las decisiones básicas de accionistas, inversores, directivos, empleados, financiadores y proveedores, clientes, entidades de calificación y entes públicos (3); mediante un sistema de indicadores completo e integrado en el que se plasmen los objetivos principales de todos y cada uno de tales grupos.

Por lo que se refiere al cálculo concreto de *ratios*, hay que tener presente una serie de premisas para facilitar el análisis que se haga sobre las mismas. En primer término, que se hagan explícitos los objetivos y los puntos de vista de los agentes destinatarios del análisis, ya que éstos definirán

los aspectos de la actividad empresarial sobre los que habrá de ponerse el énfasis explicativo. En segundo término, que se evite la redundancia entre *ratios*, de manera que su presentación sea lo más concisa y esquemática posible, para evitar la saturación informativa del decisor. En tercer lugar, que se eviten las reglas fijas en cuanto a los valores que hayan de ofrecer las *ratios*, porque siempre estarán condicionados por variables internas y externas a las empresas, caracterizadas por una elevada variabilidad. Y en último, pero tal vez más importante lugar, que se tomen puntos de referencia para hacer comparaciones, dado que una *ratio*, por sí misma, es un número sin unidades y, por tanto, de escasa significación intrínseca.

Como síntesis de esa diversidad de objetivos, el análisis financiero empresarial se articula usualmente sobre tres grandes bloques de datos internos: los relativos a la situación patrimonial, que definen la cuantía y composición relativa de los capitales, en sentido económico y financiero, así como determinan su funcionalidad recíproca en términos de disponibilidad y exigibilidad; los que reflejan flujos de renta, en sus componentes de ingresos y costes, que evalúan y justifican los márgenes y la rentabilidad económica y financiera; y los que, por último, se corresponden con flujos financieros, que evidencian la solvencia a diferentes plazos temporales, y aproximan la variabilidad del resultado final y, con ello, a los riesgos económico y financiero. Eventualmente, el análisis financiero puede recurrir también a otro bloque de datos, externo, cual es el de la valoración que proporciona el mercado bursátil respecto de

los activos financieros emitidos por las empresas, y que está supeditado, obviamente, a la existencia de dicho mercado y a la cotización en él de los mencionados activos.

Desde la perspectiva de la teoría de las decisiones financieras, sin embargo, ese enfoque tradicional del análisis financiero adolece de unas limitaciones cruciales: su base científica es esencialmente empírica y casuística, carece de un modelo sistemático de desarrollo, y su explicación y predicción de la realidad empresarial están supeditadas a la habilidad e intuición del analista. De ahí que, progresivamente, adquiera carta de naturaleza el denominado enfoque moderno del análisis financiero, resultante de la aplicación de técnicas estadísticas multivariantes a las *ratios*, al objeto de detectar modelos subyacentes de comportamiento empresarial. Para interpretar así la información económico-financiera a la luz de la moderna teoría financiera, garantizar un modelo científico de desarrollo en el que el análisis sirva para la contrastación de hipótesis sobre el comportamiento financiero de las empresas, e integrar de forma explicativa y predictiva los datos del entorno junto con la información contable de partida (4).

En síntesis, el análisis financiero empresarial, en la actualidad, se caracteriza por la coexistencia de las dos versiones antes apuntadas: una clásica, basada fundamentalmente en las capacidades explicativas de los analistas, de base esencialmente contable y que pretende diagnosticar la situación empresarial mediante las relaciones univariantes definidas por las *ratios*; y otra de base esencialmente estadística, en la que las *ratios* constituyen tan sólo un conjunto de datos

de partida sobre los que aplicar, por procedimientos informáticos, técnicas estadísticas de análisis multivariable en la búsqueda y contrastación de modelos de comportamiento financiero, con capacidad explicativa y predictiva de las decisiones financieras empresariales.

Pese a las obvias ventajas del enfoque moderno del análisis financiero, su exigencia de datos individualizados lo excluye las más de las veces de las aplicaciones concretas, que se fundamentan sobre bases de datos que garantizan la confidencialidad de la información recibida de cada empresa en particular, mediante su inclusión en agregados más o menos amplios. De ahí que la metodología tradicional se aplique, de forma reiterada, como sistema de información para la toma y evaluación de las decisiones financieras y, pese a sus limitaciones económicas, como criterio de actuación empresarial eficiente de cara al mercado.

Esa metodología tradicional, en efecto, acota la validez y el alcance económicos del análisis financiero, porque la base esencialmente contable (impregnada adicionalmente, en muchas ocasiones, de consideraciones legales de tipo mercantil y fiscal) introduce una peculiar forma de registrar, clasificar, analizar e interpretar los hechos económico-financieros de la actividad empresarial. Esto sesga el concepto del beneficio como indicador de eficiencia, al dotarle de unas características de subjetividad, temporalidad y relatividad que son ajenas a la hipótesis de mercados competitivos, y que impiden asimilar su maximización con la actuación económica o eficiente de maximizar el *output* a factores dados, o minimizar éstos ante un valor predefinido de aquél.

No obstante todo lo anterior, el objeto de este trabajo, referido a la evaluación económico-financiera empresarial según los datos disponibles para un observador externo a las empresas, impone la servidumbre de adaptarse al marco usual del análisis financiero, centrado en la rentabilidad y el riesgo financiero. Aun así, las consideraciones previas deben tomarse como acotaciones a ese marco usual de referencia, sobre todo por la frecuencia de una aplicación acritica del mismo, y por la relatividad de sus conclusiones acerca de la eficiencia de las empresas, con base tan sólo en la rentabilidad. A fuerza de mirar, con ese enfoque, tan sólo el renglón último de la cuenta de resultados, se corre el peligro de no ver las dispares decisiones y los múltiples condicionamientos extraeconómicos que inspiran la cascada de ingresos y costes que lo preceden.

III. EL ANALISIS FINANCIERO CON OPTICA EMPRESARIAL: BASES DE DATOS Y APLICABILIDAD

La agregación de los datos individualizados de las unidades microeconómicas genera las macromagnitudes de la economía, por lo que difícilmente habrá disonancia entre los diagnósticos que se formulen sobre la situación económica atendiendo a unos u otros indicadores, empresariales o macroeconómicos. El auge o la crisis de la economía española son los de sus empresas y, en la situación actual, sólo la mejora de la situación económico-financiera y de los resultados empresariales podrá reconstituir la inversión y el empleo en la economía española.

No obstante lo anterior, la metodología de formación de los datos económico-financieros empresariales está inspirada por unos principios de constancia documental de los hechos económicos, exige una serie de operaciones de regularización que se corresponden con el final de cada ejercicio y debe respetar unas normas estrictas de publicidad frente a terceros, aprobación y registro, que no le permiten emular la agilidad de buena parte de los datos macroeconómicos, que no sólo reflejan puntualmente la coyuntura, sino que la anticipan mediante las encuestas de opinión. Por otra parte, la heterogeneidad de las empresas, en sectores de actividad, dimensiones y formas jurídicas y organizativas, hace que un dato aislado sobre ellas pierda buena parte de su relevancia explicativa, que depende de poder confrontar dicho dato con otros representativos de la empresa en cuestión o de otras empresas o momentos temporales.

No existen, por tales dilaciones en la disponibilidad de la información, y en sentido estricto, datos coyunturales económico-financieros basados en la metodología del sistema contable empresarial. Por lo que no es de extrañar que los empresarios se encuentran muchas veces ajenos a las macromagnitudes que se manejan por las administraciones públicas para, precisamente, tomar decisiones e implantar políticas que incidan sobre las empresas.

Por otro lado, el problema se agrava por el desfase que existe en nuestro país entre las fechas en que se dispone de indicadores macroeconómicos y las de aquellas otras en las que se ofrecen los indicadores microeconómicos, sobre todo si éstos se atie-

nen a los mencionados principios de la contabilidad empresarial. Las encuestas sobre opiniones y expectativas empresariales y los indicadores coyunturales sobre algunas de las variables de situación patrimonial y actividad de las empresas sólo pueden contrastarse con sus estados económico-financieros completos uno o dos años más tarde, en el mejor de los casos, y ello sin que tales estados agregados o promedio puedan tomarse con una adecuada representatividad estadística sobre el colectivo de empresas españolas. Ello no empece el encomiable esfuerzo desarrollado en pro del análisis empresarial por la Central de Balances del Banco de España desde 1982, o, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desde 1990 y respecto de las empresas cotizadas en Bolsa, pero pone de manifiesto las reticencias de las empresas españolas a proporcionar su información «pública» al exterior, incluso en lo relativo a la obligación del depósito de sus cuentas anuales en el Registro Mercantil que, o bien simplemente se incumple, o bien se verifica de forma incompleta o incoherente (5); lo que evidencia el arduo camino que aún nos resta por recorrer para poder diagnosticar el estado de la empresa en España de manera precisa y rápida en cada momento.

Hay que reivindicar, por ello y en primer término, una mayor «sensibilidad empresarial» de los poderes públicos hacia la necesidad de disponer de bases de datos con óptica económico-financiera para el seguimiento de la coyuntura de las empresas. Estas bases de datos coyunturales podrían sustentarse en la metodología de las encuestas, como la que realiza sobre estrategias empresariales la Fundación Em-

presa Pública; en la del registro de datos, como los aportados por las empresas a efectos tributarios, y que ahora publica con carácter anual el Instituto de Estudios Fiscales (que habría de completarse, en ese caso, con las fuentes de los territorios forales con autonomía fiscal); o en la del seguimiento de una muestra autoseleccionada, como la que venía manteniendo hasta fechas recientes, con carácter experimental y no público, la Central de Balances del Banco de España, simultáneamente a la de periodicidad anual. Esas bases coyunturales constituirían un complemento ideal de los habituales datos de coyuntura macro proporcionados por el INE, de las diversas encuestas periódicas de opinión empresarial que se mantienen, y de las bases de datos anuales empresariales existentes, como son las de la Central de Balances del Banco de España, la del proyecto BACH de las Comunidades Europeas, la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Sociedad Rectora de las Bolsas de Valores, la del Registro Mercantil, la del Observatorio Europeo de las PYME de la Unión Europea o la del Centro de Información Contable de las Empresas Públicas, dependiente de la Intervención General de la Administración del Estado.

En segundo término, se pretenden utilizar en este trabajo como indicadores de coyuntura las únicas bases de datos públicas, formadas con metodología contable, que ofrecen la situación patrimonial y los resultados de las empresas para períodos inferiores al año; que se hallan circunscritas, en la actualidad, a la de las empresas cuyos títulos cotizan en los mercados de valores, y que es la que ofrece con carácter trimestral y semestral (se-

gún el grado de detalle y cuantía de la información) la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); y a la de la muestra autoseleccionada y reducida de grandes empresas no financieras colaboradoras de la Central de Balances del Banco de España, que se sustancia en la recientemente hecha pública Central de Balances trimestral (CBT) (6).

A efectos de sintetizar la información que ofrecen tales bases, y de sistematizar las principales fuentes de información disponibles para el análisis de la coyuntura empresarial, se ha elaborado el cuadro n.º 1. En él pueden apreciarse las principales características de cada una de las fuentes de información, sobre todo las que otorgan mayor o menor fiabilidad a sus resultados, tales como la institución responsable de la base, la periodicidad con la que se ofrecen los datos, la metodología de formación, la cobertura de empresas y la estructura y presentación de la información ofrecida.

En lo que se refiere a las bases de datos que ofrecen información de carácter contable, CBT y CNMV, es de destacar la reducida cobertura que tienen en cuanto al número de empresas incluidas en ellas, así como el sesgo que adquieren, debido a las peculiaridades de éstas. En el caso de la CBT, las empresas son mayoritariamente grandes (en concreto, 529 empresas de la última muestra representaban el 10 por 100 del valor añadido de empresas y familias de la Contabilidad Nacional), públicas y de determinados sectores (como por ejemplo: industrias manufactureras, sector energético, transportes y comunicaciones, y comercio); en tanto que en la CNMV son, en general, igualmente grandes, priman las

CUADRO N.º 1

INFORMACION PUBLICA PARA EL ESTUDIO COYUNTURAL DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

1. Datos empresariales basados en el sistema de información contable de las empresas

Organismo	Periodicidad	Fuente	Número de empresas	Información	Formato	Desglose
CBBE (Trimestral)	Trimestral	Encuesta	500-700	Cuenta de Resultados Rentabilidades Número de trabajadores Remuneración media	Artículo en el <i>Boletín Económico del Banco de España</i>	Total Sectores (10) Tamaño Naturaleza
CNMV y SRBV	Trimestral	Información aportada a la CNMV por las sociedades cotizadas en Bolsa	300	Cifra de negocio Resultado antes de impuestos Capital suscrito Número de empleados Dividendo	Publicación en papel y soporte magnético	Sectores (20) Individual Grupo consolidado
	Semestral	Información aportada a la CNMV por las sociedades cotizadas en Bolsa	300	Balance Cuenta de Resultados Número de empleados Dividendo	Publicación en papel y soporte magnético	Sectores (20) Individual Grupo consolidado

2. Otras fuentes de información aplicables al estudio coyuntural de las empresas no financieras

Organismo	Periodicidad	Fuente	Formato	Información
INE (<i>Boletín Mensual de Estadística</i>)	Mensual	Registro Mercantil Juzgados de 1.º Instancia Registro de la Propiedad Cuestionario a entidades bancarias Ministerio de Industria y Energía	Publicación en papel y soporte magnético	Registro de Sociedades Suspensión de Pagos y Quiebras Hipotecas Efectos comerciales impagados <i>Encuesta de coyuntura industrial</i>
Ministerio de Trabajo y Seguridad Social (<i>Boletín de Estadísticas Laborales</i>)	Mensual	Direcciones Provinciales de Trabajo y Seguridad Social	Publicación en papel	Apertura de centros de trabajo
Banco de España (<i>Boletín Estadístico</i>)	Mensual	Ministerio de Industria y Energía MOPTMA Ministerio de Industria y Energía	Publicación en papel y soporte magnético	Indicadores de energía Indicadores de construcción, acero y cemento Indicadores de los servicios Opiniones empresariales <i>Encuesta de coyuntura industrial</i>

de los sectores con elevado peso en la capitalización bursátil y cuentan con una cultura empresarial de acceso al mercado y de sometimiento a sus criterios de valoración.

Las restantes fuentes de información del cuadro n.º 1 ofrecen datos parciales relativos al sector empresarial español, elaborados mediante una amplia gama de métodos, que van desde la en-

cuesta hasta la elaboración de indicadores, pasando por los registros de datos. Su principal inconveniente, desde la óptica del análisis económico-financiero, radica en la imposibilidad de aplicar a través de ellos la metodología usual de *ratios* que sintetice las posiciones patrimonial y de rentabilidad-riesgo de las empresas. No obstante, constituyen un contrapunto imprescindible para ese análisis, ya sea por ofrecer

indicadores avanzados de coyuntura (*Encuesta de Coyuntura Industrial*), ya por evaluar el nacimiento y mortalidad de las empresas (*Registro de Sociedades y Apertura de Centros de Trabajo*), o ya por sintetizar variables clave de la situación financiera y la actividad de las empresas (*suspensiones de pagos, quiebras y efectos comerciales impagados*; e indicadores de consumo y utilización de energía, materiales de

construcción y servicios, respectivamente).

IV. EVOLUCION DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS DURANTE LOS ULTIMOS AÑOS: PAUTAS ESTRUCTURALES

Un somero repaso de la situación económico-financiera de las empresas españolas desde los años setenta (7) pone de manifiesto tanto las características de su actuación como los dos hitos fundamentales que han marcado gran parte de sus comportamientos: la definición por el nuevo marco constitucional de una economía social de mercado, en 1978, y la ampliación del marco competitivo en el que desarrollar su actividad, con la entrada de España en la Comunidad Europea, en 1986. No obstante, la bibliografía disponible muestra que las pautas específicas de empresas públicas y privadas no se atienen a un patrón idéntico, y conviene caracterizarlas por separado, tomando como referencia homogénea la base de datos fundamental para el análisis financiero que proporciona la Central de Balances del Banco de España; aun admitiendo las limitaciones de representatividad estadística de este agregado respecto de la totalidad de empresas españolas (8).

Las empresas privadas, a pesar de la crisis económica generalizada que se inicia en 1973, se benefician durante los años posteriores a esa fecha de la inercia del crecimiento de los años sesenta, basado en mercados interiores protegidos, en la utilización de tecnologías intermedias, frecuentemente importadas, y en la producción con bajos costes la-

borales, que eran, en gran medida, la contrapartida implícita de la creación de nuevos puestos de trabajo. Entre 1974 y 1977, la rentabilidad económica de las empresas decrece, pero aun así sigue siendo superior al coste nominal de las deudas y posibilita una rentabilidad financiera mayor que aquélla, a través del efecto palanca financiero, de carácter amplificador (9).

En 1978, ante la evidencia de un coste de las deudas que ya pasa a ser superior a la rentabilidad económica, y de la paulatina desaparición de la rigidez competitiva en el mercado interior, regulado por el nuevo marco constitucional, las empresas españolas inician y realizan el proceso de ajuste a esa crisis que habían dilatado durante los años anteriores. La reconversión y reestructuración subsiguientes se producen no sólo en el ámbito sectorial, mediante el paulatino abandono de actividades obsoletas desde la perspectiva de la competencia internacional, sino también en el de la estructura patrimonial y de costes de cada empresa en particular, y en el ámbito organizativo. Ello da lugar a actuaciones como la caída de la inversión, para adecuar la capacidad instalada con la efectivamente utilizada, y la reestructuración de las fuentes financieras, al objeto de controlar los aumentos en el coste de las deudas.

Ese proceso de saneamiento económico-financiero, traumático en la generalidad de los casos, empieza a manifestar sus efectos beneficiosos a partir de 1985, ya con la perspectiva de la entrada en la Comunidad Europea; momento en el cual se trasluce en las cuentas de resultados la recuperación de los diferentes indicadores de rentabilidad y, con ella, la mejora de las expectativas

empresariales, la realización de nuevas inversiones y la generación de nuevos puestos de trabajo, sobre todo en las grandes empresas, que eran precisamente las que habían soportado el mayor peso del ajuste.

La situación, a partir de 1986, refleja una constante mejora en la estructura patrimonial y en los resultados empresariales. Las empresas privadas aumentan su nivel de operaciones, reducen su período de maduración y recuperan la funcionalidad de sus equipos productivos, a la par que incrementan su capacidad mediante nuevas inversiones. Al propio tiempo, reconstituyen su patrimonio neto, mediante reservas y ampliaciones de capital, y reestructuran sus fuentes financieras externas, mediante la sustitución de deudas a corto por emisiones de títulos a medio y largo plazo. Los resultados, en todos sus escalones, se afectan favorablemente por todo ello, y aunque persiste el apalancamiento financiero reductor, el coste aparente de las deudas disminuye de manera constante y se acerca cada vez más a la rentabilidad económica, con la subsiguiente mejora en la rentabilidad financiera.

Datos posteriores ponen de manifiesto, sin embargo, un punto de inflexión en dicho proceso a partir de 1989, debido a una serie de causas concatenadas: el repunte de la tasa de inflación, ante la persistencia del déficit público y el crecimiento de la economía; el endurecimiento de la política monetaria, con restricciones crediticias y elevación de los tipos de interés; el encarecimiento de la factura energética y la incertidumbre acerca de su evolución previsible, y la elevación de los costes salariales que, al no vincularse con incrementos de productividad, presionan sobre el

proceso inflacionario y originan una actuación defensiva en las empresas, que recurren a generar los nuevos empleos en precario, mediante el recurso a las diferentes formas entonces posibles de contratación temporal.

En los años posteriores a la entrada en la CE, las empresas privadas españolas ofrecían un panorama ambivalente. Junto a una estructura de activos fundamentalmente sólida, debido al proceso inversor iniciado en 1986 y a las amortizaciones y saneamiento del mismo llevados a cabo durante los años siguientes, iniciaban, en 1989, una caída en la actividad comercial y una ostensible reducción de la liquidez. Su estructura financiera mantenía aún una favorable participación de los fondos propios, pero de nuevo aparecía en 1989 un incremento de la financiación a corto plazo en detrimento de la recibida a mayores plazos. Y sus resultados, en fin, también se resentían de la menor rotación de los activos, que resultaban sobredimensionados ante la disminución de la actividad, y de los mayores costes de personal y financieros. La rentabilidad de los fondos propios rompía la tendencia creciente de años anteriores, se reducía el apalancamiento amplificador que se había logrado reconstituir en 1988, y se hacía de nuevo patente el riesgo de insolvencia financiera a corto plazo.

Para introducir el contrapunto del colectivo de empresas públicas españolas, y ponerlas en relación con las pautas estructurales de las empresas privadas desde la perspectiva del análisis financiero, conviene recordar que su marco de actuación, vigente hasta los años setenta, estaba viciado por una estricta subsidiariedad respecto de la iniciativa privada que su financiación elu-

día la racionalidad asignativa del mercado, al nutrirse de circuitos privilegiados; y que sus resultados, condicionados por la reducida rentabilidad económica, ni siquiera podían aprovechar la elevada *ratio* de endeudamiento y el reducido coste de las deudas para amplificar la rentabilidad financiera, por lo que exigían unas elevadas cifras de subvenciones, de todo tipo.

La crisis económica de 1973 no hizo, así, más que acentuar las tensiones patrimoniales, de rentabilidad y de solvencia que ya padecían estas empresas; y que, además, se acrecentaban por la socialización de pérdidas privadas a las que se veían abocadas por su instrumentalización como «hospital de empresas». Durante los años siguientes, las empresas públicas hubieron de asumir nuevas actividades, sin una adecuada reestructuración organizativa de los *holding* existentes y sin una estrategia coherente en ellos para gestionar las participaciones asumidas, y definir y mantener la funcionalidad de las mismas a lo largo del tiempo. La caída de la demanda multiplicó los excedentes de capacidad y de plantillas, elevó los costes de personal y financieros, y exigió la multiplicación de las subvenciones, ante la generalización de las pérdidas.

Ese agravamiento de su crisis económica y financiera hizo que las empresas públicas difirieran el necesario ajuste y emprendieran un paradójico proceso de «huida hacia adelante» (10), que les llevó, en lugar de adaptarse a la contracción de los mercados y a reconsiderar los costes de una manera eficiente, mediante la reducción de capacidades excedentes y la reestructuración patrimonial, a nuevas incorporaciones de ineficiencia privada, con

una mayor diversificación de sus actividades; al incremento del empleo; y a la realización de nuevas inversiones. El resultado no pudo ser otro que un incremento dramático de las pérdidas, que contribuyeron a acrecentar el déficit público, ante la necesidad de nuevas aportaciones de capital bajo la forma de subvenciones.

En 1983, y con el objetivo explícito de racionalizar y modernizar el sector empresarial público de cara al nuevo marco competitivo de la Comunidad Europea, la actuación de las empresas públicas se abordó desde una nueva racionalidad empresarial, que iniciaba el ajuste postergado durante los años anteriores y que ya había sido iniciado por las empresas privadas desde hacía varios años. Ese proceso pasó, en primer lugar, por la acotación del tamaño del sector público empresarial, mediante la limitación de nuevas incorporaciones provenientes de la iniciativa privada; así como por una completa reestructuración organizativa, que incidió en la fusión de algunas empresas matrices y en la segregación de otras filiales, para hacer más eficientes la organización de cada unidad empresarial y la prestación de las actividades asumidas por ellas. También exigió la reordenación de estas actividades productivas, para solventar la obsolescencia de muchas de las tradicionalmente mantenidas en sectores sin futuro, y el abandono de algunas empresas públicas, bien por liquidación de actividades inviables en condiciones de mercado, bien por venta a grupos multinacionales de actividades que sólo podían ser rentables desde una dimensión superior que la estrictamente nacional.

Las empresas públicas fueron objeto de una reestructuración ne-

tamente empresarial, en su patrimonio, costes y plantillas. La actuación desde el lado de los costes solventó las principales cargas que pesaban sobre su actividad: mediante la reducción de plantillas y la limitación del crecimiento de las cargas salariales, y por vía de la reconstitución de los recursos propios y la reestructuración de las deudas, acotando el crecimiento de las cargas financieras. La rentabilidad, en sus diversos componentes, logró recuperarse, y con ella la autofinanciación bruta, que permitía un paulatino saneamiento de los capitales económicos y de la estructura financiera. A partir de 1986, el agregado de empresas públicas logra, por fin, ofrecer un resultado neto positivo; aunque, en ningún momento, consiguiese una rentabilidad financiera superior a la económica.

Los datos de 1989 marcaban también en las empresas públicas un punto de inflexión en la mejora de su situación económico-financiera, por iguales causas que las ya apuntadas en el caso de las empresas privadas. El reto del mercado único, que requería de ellas autonomía financiera y competitividad, era, así, doblemente exigente: no sólo porque cualquier recesión coyuntural afectaría a una situación económico-financiera que todavía era más endeble que la de las empresas privadas, sino porque su eficiencia comparada se habría de evaluar a través de una metodología de análisis, basada en la rentabilidad, que no considera la internalización de las cargas impropias; entendidas éstas como los costes que comportan los objetivos de interés general que normalmente se les imponen, de manera explícita o implícita.

Desde 1989, en suma, los datos de óptica empresarial evidencian

una nueva situación de crisis, que va a atenazar a las empresas españolas desde el inicio de los años noventa hasta fechas bien recientes. Una crisis que, a tenor del modelo de *ratios* que se presenta en el cuadro n.º 2 (en el que se reflejan los indicadores básicos que se han citado en el primer epígrafe, para sintetizar la situación patrimonial, actividad y rentabilidad-riesgo de las empresas), nos retrotrae de nuevo a las tradicionales carencias estructurales de nuestro sector empresarial, que se pueden caracterizar, a grandes rasgos, por los siguientes factores (11):

1) caída de la rentabilidad, en todos sus componentes, y consiguiente empeoramiento de la posición de solvencia a medio y largo plazo y de la liquidez;

2) paralización del proceso de saneamiento financiero en curso, por la menor dotación de reservas, la necesidad de nuevo endeudamiento y el mayor peso en éste de la financiación a corto plazo;

3) atenuación o paralización de los procesos de inversión y deterioro de la funcionalidad futura del capital económico, por las menores dotaciones por amortización, que, además, incrementan su peso en relación con los recursos generados, y

4) reducción del empleo, como vía de ajuste a la caída de la demanda y a la rigidez a la baja de los sueldos y costes salariales totales por trabajador.

Estos factores, que se traslucen de los datos económico-financieros de las empresas durante los últimos años, coinciden, además, con los diagnósticos institucionales de diversas organizaciones empresariales, como puedan ser la Confederación

Española de Organizaciones Empresariales (CEOE) (12) o el Círculo de Empresarios (13). Estas, sin embargo, identifican la principal causa de la crisis en el entorno que ha penalizado durante los años noventa la actuación de las empresas españolas: crecimiento de las figuras impositivas y de la carga fiscal, como secuela de las crecientes necesidades de financiación del imparable déficit público; incremento de los costes laborales y de las cargas sociales conexas; nivel de los tipos de interés efectivos, garantías para acceder a la financiación crediticia y contingentación del crédito por parte de las instituciones financieras; sobrevaloración del tipo de cambio de la peseta y subsiguiente penalización de las actividades exportadoras; morosidad de las administraciones públicas frente a las empresas; rigidez del mercado laboral, y desatención, en general, hacia las necesidades financieras específicas de las pequeñas y medianas empresas (PYME).

El entorno macroeconómico, bien es cierto, ha introducido durante los últimos años unas especiales restricciones para la actuación empresarial, pero ello no debe ocultar la externalización de responsabilidades propias que pretenden dichas organizaciones, porque elude y menoscaba la responsabilidad de las propias empresas en cuestiones microeconómicas de tanta relevancia como la calidad de la dirección y la gestión, o la coherencia entre la estructura organizativa y las estrategias implantadas. Con ello parecen coincidir, paradójicamente, con quienes piensan que las empresas son meras «cajas negras», o unidades económicas de producción que actúan en los mercados movidas, tan sólo, por el mecanismo de los precios.

CUADRO N.º 2

MODELO INTEGRADO DE RATIOS PARA EL ANALISIS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS:
PAUTAS ESTRUCTURALES

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
1.1. Estructura del capital económico											
Activo inmovilizado/activo	63,78	64,10	61,13	61,19	60,87	61,15	61,49	61,05	62,63	63,60	65,65
Existencias/activo	11,98	11,08	10,60	10,12	10,18	10,04	10,13	9,83	9,15	8,99	7,40
Cientes/activo	15,06	14,64	14,69	15,54	16,05	15,86	15,66	16,39	16,22	15,54	14,35
Cientes/proveedores	168,23	185,01	176,01	179,17	167,70	166,56	162,17	162,97	157,45	156,91	155,62
Tesorería/activo	2,45	2,35	2,25	2,28	2,17	2,10	1,96	1,60	1,50	1,27	1,27
1.2. Funcionalidad del capital económico											
Dotación amortización/inmovilizado material.	3,89	4,48	4,69	4,94	4,89	5,09	5,13	4,97	5,17	5,24	5,37
Amortización y provisión inmovilizado/inmovilizado material	29,52	30,18	31,51	34,18	35,57	36,61	36,98	37,18	37,64	38,31	40,12
Dotación amortización/recursos generados.	92,09	81,24	74,97	65,22	57,27	52,69	54,08	62,88	66,92	72,72	83,45
1.3. Estructura del capital financiero											
Recursos ajenos/pasivo	61,04	60,20	60,73	58,77	57,19	54,65	54,61	56,62	58,02	60,02	60,42
Reservas (no actualización y rev.)/capital	24,04	28,25	43,28	50,54	61,65	73,50	78,96	77,62	75,27	63,48	49,99
Recursos ajenos a corto de coste explícito/recursos totales de coste explícito	26,86	26,66	26,35	26,57	26,35	25,43	27,85	34,19	37,17	36,17	32,55
Pasivo/financiación permanente	147,09	144,25	145,61	148,76	150,49	150,18	151,07	159,59	161,86	161,48	158,70
1.4. Cobertura del capital económico											
Financiación permanente/activo inmovilizado.	106,60	108,15	112,35	109,86	109,17	108,90	107,64	102,64	98,64	97,38	95,98
Reservas (no act. ni rev.)/activo inmovilizado.	5,93	7,35	11,84	14,76	19,02	23,37	24,88	23,96	22,81	19,81	16,48
2.1. Actividad											
VABcf/valor de la producción	29,17	29,44	29,35	33,94	32,34	32,71	31,65	31,34	31,88	31,26	32,89
VABcf/activo inmovilizado	31,92	32,61	34,95	39,95	40,96	42,13	41,70	40,45	38,27	36,27	33,63
2.2. Estructura de los principales costes											
Gastos de personal/valor de la producción.	17,68	16,95	16,73	18,58	18,35	18,08	18,20	18,76	19,30	19,17	19,92
Gastos financieros/valor de la producción ...	7,18	7,17	5,77	5,23	4,31	3,36	2,94	3,31	3,55	3,66	4,27
2.3. Participación en rentas (% sobre el total de cada año)											
Gastos de personal	60,99	57,75	58,60	55,89	57,95	57,08	59,18	62,14	63,35	64,39	64,35
Gastos financieros	24,78	24,42	20,20	15,74	13,63	10,60	9,56	10,96	11,66	12,30	13,78
Tributos e impuestos sobre beneficios	3,51	2,71	4,51	8,25	5,43	6,48	5,81	5,77	4,30	3,46	3,11
Dividendos	4,18	4,42	4,75	4,88	6,20	7,50	6,70	6,83	6,22	5,79	5,81
Autofinanciación	6,55	10,69	11,94	15,24	16,78	18,34	18,75	14,30	14,47	14,06	12,94
2.4. Empleo											
Empresas totales (número)	3.223	4.079	5.064	6.417	7.451	7.500	7.512	7.172	7.032	6.434	5.111
Trabajadores totales (número, en miles)	1.346,60	1.345,20	1.368,70	1.423,60	1.502,60	1.491,70	1.495,30	1.485,20	1.451,40	1.344,20	1.099,30
Coste salarial/trabajador (miles de ptas.)	1.924,30	2.101,70	2.302,70	2.528,70	2.740,20	2.992,70	3.336,50	3.675,20	4.039,20	4.379,20	4.781,80
Sueldo o salario/trabajador (miles de ptas.)	1.479,20	1.616,80	1.783,10	1.929,20	2.067,70	2.247,70	2.495,50	2.726,00	2.931,90	3.186,30	3.393,20
3.1. Rentabilidad											
Margen económico [(RN+GF)/valor de la producción]	7,70	8,10	7,80	10,00	9,50	10,20	9,50	8,10	6,90	4,70	3,20
Rotación (valor de la producción/activo total medio)	76,90	75,00	76,30	73,40	80,10	81,70	84,10	82,20	78,60	74,90	65,20
Rentabilidad económica (BN+GF)/AN=ROA.	7,50	7,70	7,40	7,90	9,60	10,60	10,80	9,30	7,90	5,80	3,80
Rentabilidad financiera BN/RP*=ROE	-1,10	0,20	1,60	3,90	7,10	9,60	9,60	6,20	4,00	0,10	-3,60
Ratio de endeudamiento R.A./PAS.REM.	54,40	53,80	53,90	52,70	50,00	46,50	44,70	44,90	46,50	48,90	50,70
Gastos financieros sobre recursos ajenos remunerados	14,80	14,10	12,30	11,50	12,20	11,70	12,30	13,00	12,30	11,70	11,10

CUADRO N.º 2 (continuación)

**MODELO INTEGRADO DE RATIOS PARA EL ANALISIS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS:
PAUTAS ESTRUCTURALES**

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
3.2. Solvencia a corto plazo											
Tesorería/pasivo exigible a corto	8,21	8,34	7,87	7,74	7,25	7,17	6,38	4,68	4,19	3,54	3,72
(Tesorería+derechos de cobro)/pasivo exigible a corto	69,27	72,89	84,65	81,18	76,98	77,39	72,85	66,87	64,68	64,19	64,07
Activo circulante/pasivo exigible a corto	121,48	127,43	135,80	131,55	130,74	132,48	125,57	113,61	104,45	101,86	101,00
Capacidad autofinanciación/pasivo exigible a corto	7,28	11,18	12,12	16,33	18,74	21,98	20,68	14,67	13,25	12,20	11,46
3.3. Solvencia a medio y largo plazo											
Gastos financieros/(RN+GF)	93,35	88,71	73,80	52,52	45,61	33,06	31,07	40,65	51,51	77,28	131,84
Capacidad autofinanciación/recursos ajenos totales (coste explícito)	5,08	7,21	7,96	12,09	15,15	18,99	19,11	14,81	13,39	11,46	9,95
Gastos financieros/capacidad autofinanciación	231,01	161,60	121,08	78,25	59,29	41,04	37,57	51,85	56,37	61,96	73,50
Activo total/recursos ajenos totales coste explícito	234,21	229,01	229,42	250,91	270,17	294,53	301,34	294,59	282,50	262,91	255,40

Fuente: CBBE, y elaboración propia.

Cuestión ésta sobre la que volveremos más adelante.

Concretamente, y tomando como referencia el conjunto simplificado de *ratios* del cuadro número 3, la evolución constatada desde 1989 evidencia una caída continua hasta 1993 de los indicadores de rentabilidad financiera, tanto en las empresas públicas (cuya caída se data en 1988) como en las privadas, motivada tanto por la menor rentabilidad económica aparejada por la crisis (que provoca el estrechamiento de los márgenes y la menor rotación de los activos) como por el mayor endeudamiento (en las privadas desde 1990), que sólo puede beneficiarse de la disminución de los costes financieros aparentes de las deudas a partir de 1991. En el gráfico 1, se visualizan las tendencias de los tres indicadores de síntesis desde 1984, para corroborar la especial virulencia de la crisis padecida por nuestras empresas durante los últimos

años y para destacar la diferencia que existe entre el criterio macroeconómico para admitir la existencia de recesión (crecimiento negativo del PIB a precios de mercado durante un trimestre, que se produjo en el último de 1992) y los indicadores microeconómicos que, en tal sentido, la anticipan desde varios años antes, mediante la caída de la rentabilidad y de sus principales componentes.

Debe considerarse, además, que esa caída de la rentabilidad ha penalizado sobre todo la posición de las empresas públicas, debido tanto a las características de madurez tecnológica y de elevados volúmenes de inmovilizado de sus habituales sectores de operación como a su precaria y nunca saneada situación patrimonial; y que se ha hecho tanto más ostensible en las privadas cuanto mayor es el grado de competencia en su sector de operación, como resultado de la menor posibilidad que tienen de trasla-

dar al mercado, vía mayores precios, los incrementos producidos desde el lado de los costes. La consecuencia de todo ello es una primera reducción del peso del inmovilizado en el capital económico de las empresas en 1990, que, sin embargo, y posiblemente por la inercia de los planes de inversión ya comprometidos a largo plazo y por una valoración optimista de las expectativas inducidas por los acontecimientos de 1992 y de la duración y profundidad de la nueva crisis, se eleva de nuevo a partir de 1991.

Las consecuencias de esos activos productivos sobredimensionados para la menor demanda existente, junto con las mayores amortizaciones y provisiones que requieren, no se hacen esperar, y hacen caer la rotación y la rentabilidad del capital económico y la capacidad de autofinanciación de la muestra total de empresas de la Central de Balances, cuya situación económico-financiera patrimonial se retrotrae a

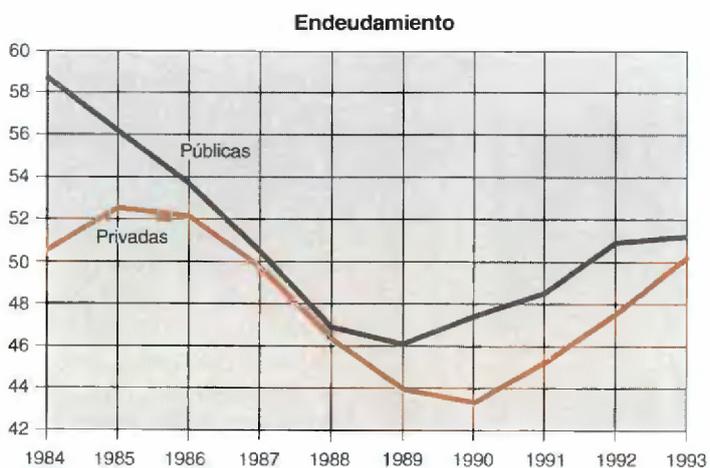
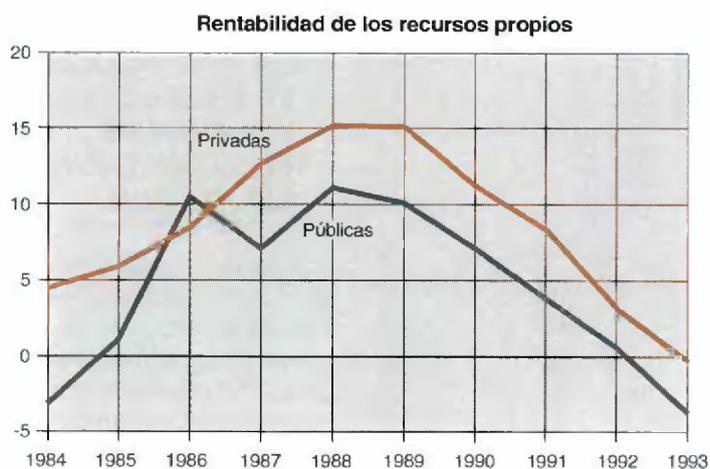
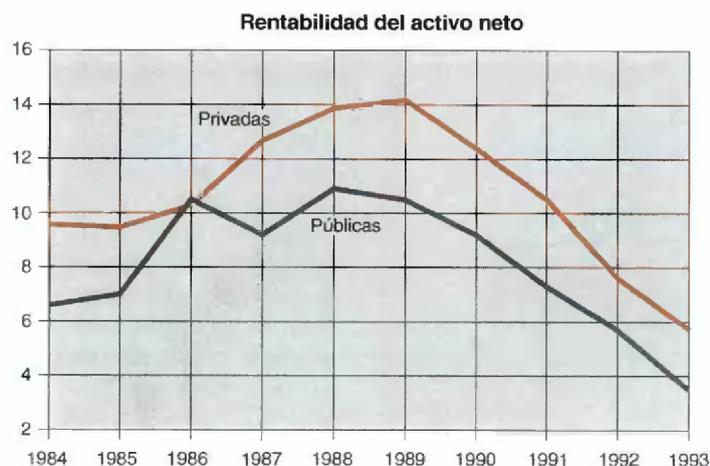
CUADRO N.º 3

**VARIACION DE ALGUNAS RUBRICAS DE LA CUENTA DE RESULTADOS Y RATIOS SIGNIFICATIVAS
POR NATURALEZA**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Valor añadido bruto al coste de los factores (Tasa de crecimiento)										
Públicas	11,9	6,8	19,9	3,1	10,3	5,6	5,0	5,2	7,7	3,4
Privadas	14,2	10,6	12,7	12,1	12,9	11,4	6,7	6,5	1,4	-1,2
Resultado económico bruto (Tasa de crecimiento)										
Públicas	21,9	8,3	30,8	-2,6	12,6	-3,0	1,4	0,1	9,2	8,5
Privadas	23,9	13,5	15,2	13,1	16,2	7,4	0,1	1,0	-4,4	-7,4
Gastos financieros (Tasa de crecimiento)										
Públicas	6,9	-6,4	-7,5	1,5	-7,2	10,4	16,1	10,8	7,9	7,6
Privadas	16,0	-2,5	-3,5	5,0	-4,2	8,6	14,5	4,9	8,4	4,1
Amortizaciones y provisiones de explotación (Tasa de crecimiento)										
Públicas	20,2	24,8	9,2	20,2	0,4	4,3	7,6	17,3	16,7	14,1
Privadas	35,1	6,3	9,9	5,2	8,5	10,8	6,7	15,8	10,6	6,2
Recursos generados (Tasa de crecimiento)										
Públicas	12,5	-1,1	34,1	40,2	16,2	4	-10,2	2,5	13,6	4,0
Privadas	27,3	18,6	23,7	20,0	20,1	7,6	-7,1	-0,2	-3,8	-16,1
Rentabilidad del activo neto										
Públicas	6,6	7,0	10,5	9,2	10,9	10,5	9,2	7,3	5,7	3,5
Privadas	9,6	9,5	10,3	12,7	13,9	14,2	12,4	10,5	7,6	5,7
Gastos financieros sobre recursos ajenos remunerados										
Públicas	13,5	11,6	10,5	11,3	10,6	11,0	11,5	11,0	10,6	10,3
Privadas	14,6	12,8	12,1	12,8	12,4	13,1	14,1	13,2	12,6	11,8
Rentabilidad de los recursos propios										
Públicas	-3,1	1,1	10,5	7,1	11,1	10,1	7,1	3,8	0,6	-3,7
Privadas	4,5	5,9	8,5	12,7	15,2	15,1	11,2	8,3	3,1	-0,4
Endeudamiento (Recursos ajenos sobre pasivo remunerado)										
Públicas	58,7	56,2	53,7	50,5	46,9	46,1	47,4	48,5	50,9	51,2
Privadas	50,5	52,5	52,1	49,7	46,3	43,9	43,3	45,2	47,5	50,2
Apalancamiento financiero										
Públicas	-6,9	-4,6	0,0	-2,1	0,3	-0,5	-2,3	-3,7	-4,9	-6,8
Privadas	-5,0	-3,3	-1,7	0,0	1,5	1,1	-1,7	-2,7	-5,0	-6,1
Margen de explotación (Resultado económico bruto/producción)										
Públicas	13,8	15,0	22,9	20,6	22,2	19,6	18,3	18,7	18,6	21,2
Privadas	11,9	11,7	12,7	12,0	12,4	11,7	10,8	10,5	9,8	9,8

Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRAFICO 1

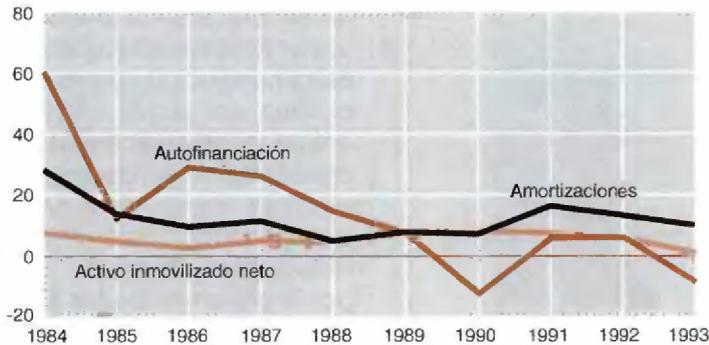


Fuente: Central de Balances del Banco de España.

desequilibrios que se habían empezado a solventar en la anterior fase expansiva del ciclo económico, entre 1986 y 1989. En el gráfico 2, y tomando tasas de crecimiento interanual, pueden apreciarse las interrelaciones entre la autofinanciación empresarial y la cuantía del activo inmovilizado neto que, de no acomodarse a la capacidad de expansión interna, requiere nuevo endeudamiento, que penaliza posteriormente la nueva generación de recursos por la elevación de las cargas financieras, como puede constatar, sobre todo, a partir de 1989. Por otro lado, también es de destacar la elevación en las amortizaciones que inducen los mayores activos inmovilizados, porque contribuyen, asimismo, a la reducción de las tasas de autofinanciación. En todos los casos, las cifras de 1993 muestran la crítica situación a la que habían llegado las empresas españolas autoseleccionadas en la Central de Balances del Banco de España.

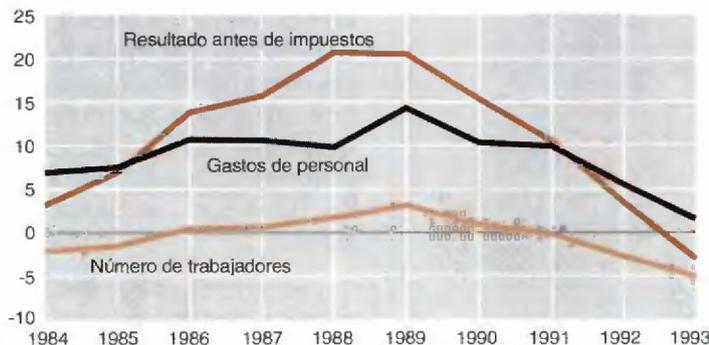
Las repercusiones sobre el empleo de la caída de la rentabilidad se hacen también patentes, a la vista del gráfico 3, de nuevo a partir de 1989. En dicho año, en efecto, las tasas de crecimiento de los gastos de personal y del beneficio antes de impuestos llegan a las cotas más altas del período considerado, e inducen la igualmente mayor tasa de crecimiento del empleo. Sus tendencias a la baja posteriores, por el contrario, producen el efecto de tasas decrecientes en el mismo, que se hacen negativas desde 1991. En el gráfico 4, por último, puede apreciarse el efecto motivado por las tasas de variación del beneficio empresarial respecto de las del empleo. Desde 1986 a 1990, las tasas de crecimiento del beneficio antes de impuestos

GRAFICO 2
EVOLUCION DE LA INVERSION
(Tasas de crecimiento)



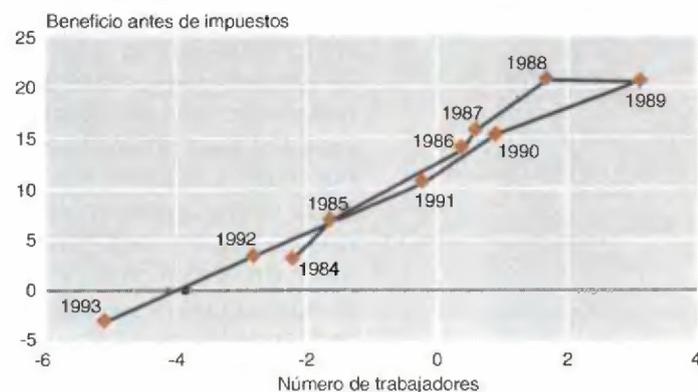
Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRAFICO 3
EVOLUCION DEL EMPLEO
(Tasas de crecimiento)



Fuente: Central de Balances del Banco de España.

GRAFICO 4
EVOLUCION DEL EMPLEO
(Tasas de crecimiento)



Fuente: Central de Balances del Banco de España.

tos superaron el 10 por 100 interanual, y se tradujeron en una generación neta de empleos que alcanzó su máximo en 1989. Desde entonces, la caída del resultado se ha visto acompañada de una disminución en el número de trabajadores empleados; de tal modo que, desde 1991, en que una tasa de crecimiento del beneficio de aproximadamente el 10 por 100 motivó una práctica estabilidad de las plantillas, sus tasas de crecimiento han sido negativas hasta el dato peor del período, 1993, en que también fue negativa la tasa de variación del beneficio.

V. EL ACTUAL CAMBIO DE TENDENCIA DESDE LA PERSPECTIVA DEL ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO EMPRESARIAL

Pese a la reactivación de los defectos estructurales de nuestras empresas que se ha producido con la última crisis, muchos de los datos del entorno macroeconómico han cambiado radical y favorablemente durante los dos últimos años; lo que puede estar, junto con el cambio de tendencia en la situación económica internacional, en el origen de la actual coyuntura favorable empresarial, que intentaremos detectar y caracterizar seguidamente. Esos cambios han sido impulsados, en determinados casos, por las circunstancias externas, como la evolución en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo, que ha llevado a la peseta a una posición más ajustada a los datos fundamentales de la economía española después de tres devaluaciones en su paridad, mejorando la competitividad de nuestras empresas

exportadoras en 1993; o la reducción continuada de los tipos de interés de referencia por el Banco de España, que ha seguido fielmente la senda descendente de los mercados financieros internacionales, y que nos ha conducido hasta cifras en los mismos olvidadas desde los años setenta, con una favorable repercusión a la baja sobre el coste aparente de la financiación desde 1992. En otros casos, los cambios estructurales han venido de la mano de modificaciones en el marco regulador y en las políticas económicas nacionales, como la reforma de las condi-

ciones de contratación en el mercado de trabajo, la consolidación y aumento de las líneas de apoyo financiero a las PYME, o la implantación progresiva, en colaboración con las comunidades autónomas, de una política industrial más activa en la defensa del tejido empresarial.

La virtualidad de ese cambio de tendencia puede analizarse recurriendo, en primer lugar, a la Central de Balances trimestral del Banco de España, cuyos datos se refieren, en su última publicación, correspondiente al tercer trimestre de 1994, a 529 empre-

sas. Se trata de una base poco representativa de la empresa-tipo española, ya que en ella se encuentran grandes y medianas empresas, tienen un elevado peso las públicas, y predominan los sectores de transporte, almacenamiento y comunicaciones, de producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua, y de industrias manufactureras. No obstante, estas empresas son responsables del 10 por 100 del valor añadido de familias y empresas que registra la Contabilidad Nacional y recogen un buen número de empresas manufactureras, lo que, según el Banco de

CUADRO N.º 4

**SINTESIS DE LA CUENTA DE RESULTADOS/RENTABILIDADES.
TASAS DE CRECIMIENTO SOBRE LAS MISMAS EMPRESAS EN EL AÑO ANTERIOR**

	CENTRAL DE BALANCES ANUAL						CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL			
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	I-94	II-94	III-94	I a III-94
1. Producción (a)	12,1	13,9	7,5	5,8	6,3	0,1	6,9	8,6	7,7	7,5
2. Consumos intermedios (b)	11,9	16,1	8,1	5,7	7,3	-0,2	6,0	9,6	10,9	8,6
S.1. Valor añadido bruto al coste de los factores	12,4	9,4	6,3	6,0	4,2	0,6	8,5	7,0	3,1	5,8
3. Gastos de personal	10,5	14,3	10,3	10,4	6,0	1,5	0,2	0,9	1,0	0,4
S.2. Resultado económico bruto de la explotación	14,9	3,5	0,8	-0,3	1,5	-0,7	17,9	13,9	5,2	11,8
4. Gastos financieros	-2,6	11,5	15,0	6,8	7,8	5,5	-16,7	-21,5	-21,4	-18,9
5. Impuestos sobre beneficios	31,7	-1,5	4,0	-16,6	-14,7	-15,3	18,3	53,3	15,0	26,5
6. Ingresos financieros	16,3	41,2	-7,9	-3,8	-52,9	-3,1	-8,3	-10,8	1,3	1,0
S.3. Recursos generados	22,6	10,0	-9,6	-2,6	-15,7	-7,5	32,3	36,5	25,1	32,9
7. Amortizaciones y provisiones	4,9	7,9	7,1	16,4	13,2	10,0	2,5	8,3	8,6	6,8
S.4. Resultado neto (% sobre VAB c.f.)	14,5	15,0	9,9	6,4	0,1	-6,1	8,8	8,8	6,9	7,1
PRO-MEMORIA:										
R.1. Rentabilidad del activo (neto de proveedores)	10,6	10,7	9,2	7,7	5,7	3,7	7,5	7,1	6,7	6,9
R.2. Gastos financieros sobre pasivo (excepto proveedores y recursos propios)	8,0	8,4	8,8	8,5	8,3	7,6	6,9	6,6	6,8	6,9
R.3. Rentabilidad de los recursos propios	13,7	13,2	9,7	6,6	2,2	-1,9	8,3	8,0	6,5	6,7
R.4. Endeudamiento (recursos ajenos sobre pasivo remunerado)	55,2	53,8	54,4	55,4	56,7	58,6	61,4	61,8	63,2	63,2
R.5. Apalancamiento financiero (R.1-R.2)	2,5	2,2	0,4	-0,9	-2,7	-3,9	0,5	0,5	-0,1	-0,1

(a) Incluidas subvenciones a la explotación.

(b) Incluidos tributos.

Fuente: Banco de España.

España, supone tanto una aceptable representatividad como un adecuado indicador de la coyuntura de los sectores competitivos de la economía, que es, además, utilizado en tal sentido por la mayoría de las centrales de balances de los países europeos.

El cuadro n.º 4 refleja la presentación que hace de sus resultados la CBT, y permite resaltar algunos de los inconvenientes que se añaden al ya mencionado de la representatividad: la reducción en el número de conceptos considerados, que hace perder a la contabilidad empresarial buena parte de sus ventajas explicativas respecto de los indicadores macroeconómicos; la utilización de tasas de variación «nominal», que pueden evidenciar variaciones en

las magnitudes afectadas, pero también efectos variables de las tasas de inflación interperíodos; y la puesta en común de sus datos con los de la Central de Balances anual que, pese a las cautelas que cita la propia CBT en cuanto a sus diferentes coberturas y significados, induce al lector ocasional a compararlas en un mismo plano metodológico.

Haciendo abstracción de los datos anuales, los datos de los tres primeros trimestres de 1994 evidencian la mejora de este grupo de empresas frente a su situación de un año antes, tanto por el crecimiento de los indicadores de valor añadido, resultado económico bruto, recursos generados y resultado neto como por la disminución de los costes

financieros y la estabilización de los costes de personal. No obstante, esa mejora debe matizarse, al menos, en dos puntos: primero, el que supone recordar que los datos del año anterior, sobre los que se evidencia la mejora, constituían la cima de la crisis iniciada en 1989; y, segundo, que si se observa la evolución trimestre a trimestre, lo que se constata es una desaceleración de las tasas de mejora, ya sea en los componentes de la cuenta de resultados (exceptuando los costes financieros, que seguían beneficiándose de la caída de los tipos de interés), o ya lo sea en los indicadores de rentabilidad integrada. En tal sentido, el cambio de tendencia frente a 1993 es innegable, pero también lo es la atemperación de la reactivación

CUADRO N.º 5

**DATOS POR ACTIVIDAD PRINCIPAL, TAMAÑO Y NATURALEZA DE LAS EMPRESAS.
TASAS INTERANUALES (II-1994/II-1993) (a)**

	Número de empresas	VAB c.f.	Gastos de personal	Resultado económico bruto	Gastos financieros
TOTAL	490	5,8	1,3	10,9	-22,4
ACTIVIDADES					
1. Energía y agua	43	0,3	0,2	0,3	-27,6
2. Industrias manufactureras	266	18,8	1,3	100,3	-25,2
2.1. Extracción y transformación de minerales y materiales de construcción	41	33,7	0,4	361,9	-17,0
2.2. Productos químicos	42	7,3	-0,8	25,5	-46,1
2.3. Industrias transformadoras de metales ...	91	23,2	1,2	478,2	-24,2
2.4. Industrias alimentarias	34	4,0	2,2	7,0	-30,3
2.5. Otras industrias manufactureras	58	21,5	4,1	107,6	-21,8
3. Construcción e ingeniería civil	24	-7,2	-5,4	-21,8	-21,8
4. Comercio	57	-3,6	-2,1	-7,7	-16,5
5. Transportes y comunicaciones	46	5,6	4,1	6,7	-13,9
6. Sectores con cobertura muy reducida	54	5,4	1,4	40,0	-17,5
TAMAÑOS Y NATURALEZA					
1. Medianas y pequeñas	314	9,9	2,3	24,3	-20,9
2. Grandes	176	5,4	1,2	9,9	-22,5
1. Privadas	108	3,7	0,5	7,0	-25,1
2. Públicas	68	6,6	1,7	11,9	-20,3

(a) Referido a las empresas que han contestado a los trimestres II-1993 y II-1994.

Fuente: Banco de España.

conforme avanzaba 1994 y la subsistencia, incluso en estas empresas privilegiadas, de una rentabilidad económica inferior al coste de las deudas (apalancamiento financiero reductor), que perjudica aún la rentabilidad financiera, sobre todo por las mayores cifras de endeudamiento que también se manifiestan en los sucesivos trimestres.

Atendiendo a la afectación sectorial, y a la consideración de tamaños y propiedad del capital, el cuadro n.º 5 ofrece los últimos datos disponibles de la CBT, que en este caso se refieren al segundo trimestre de 1994. Hay una mejora generalizada en el componente del coste financiero, y una mayoritaria mejor posición en los indicadores de valor añadido y resultado económico bruto (salvo las actividades de construcción e ingeniería civil y comercio); pero el ajuste parece seguirse basando en la reducción del empleo, ante la rigidez a la baja de los costes de personal, y en la mejora de la posición de las empresas privadas medianas y de las grandes públicas, que eran precisamente las que habían llegado a un mayor deterioro de su situación patrimonial y sus resultados en el año anterior.

Tomando la otra base de datos coyunturales, como es la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ya se ha indicado también que es poco representativa de la empresa-tipo española. Incluye sobre todo a las grandes empresas privadas, que cumplen una serie de requisitos de solvencia y rentabilidad especialmente exigentes para la cotización de sus títulos en los mercados de valores, y que disponen, en la mayor parte de los casos, de una cultura empresarial basada en la eficiencia y la competitividad, que las hace aten-

der permanentemente el objetivo de creación de valor para el mercado, so pena de perjudicar su propia capitalización bursátil. Desde el punto de vista financiero, además, muchas de tales empresas son adelantadas de la innovación, la cobertura de riesgos, la desintermediación financiera y la internacionalización.

No obstante lo anterior, la capacidad que tienen los mercados bursátiles para anticipar o descontar los cambios en las expectativas de los agentes respecto del entorno económico futuro hace de esta base de datos un indicador valioso para detectar cambios en la senda de tendencia que posteriormente seguirán las restantes empresas españolas. Sus resultados, ofrecidos según el modelo uniforme de *ratios* que venimos empleando, se ofrecen en el cuadro n.º 6, referidos al último informe semestral aparecido hasta la fecha (primer semestre de 1994), y comparados con el mismo período de 1993.

Con base en dicha información, se confirma la mejoría de la mayor parte de los indicadores de dichas empresas punteras, ya se refieran a estructura y funcionalidad del patrimonio, actividad, o rentabilidad y solvencia. Desde el lado patrimonial, el activo inmovilizado, concluido ya su ajuste a la anterior caída de la actividad, incrementa de nuevo su peso frente al activo total, evidenciando el reinicio de la inversión, al tiempo que mejora su grado de funcionalidad futura con el incremento de las amortizaciones. En lo relativo al capital circulante, se reducen las existencias y las cuentas a cobrar, y se recupera la tesorería, como indicio de la reactivación de la demanda. El endeudamiento reduce su peso en el pasivo, gracias a la posibilidad de dotar de

nuevas reservas, pero con la contrapartida de un nuevo incremento en la financiación a corto plazo.

Los indicadores de actividad y estructura de costes, por su parte, proporcionan algunas claves de dicha mejora: el mantenimiento de la eficiencia productiva, por la mayor generación de valor añadido ajustado por unidad de capital económico permanente; y el control de costes, por la menor repercusión de los costes de personal y, sobre todo, financieros, por unidad de valor de la producción. La rentabilidad financiera, antes de impuestos, sintetiza todos los mencionados factores favorables y se incrementa, al igual que mejoran la capacidad de autofinanciación, la liquidez y la solvencia patrimonial, como variables que aproximan a la reducción del riesgo financiero de las empresas a diferentes plazos temporales.

Este diagnóstico, a la altura del primer semestre de 1994 (14), es alentador si se tiene en cuenta que los datos de la CNMV del año 1993 se caracterizaban por un sombrío panorama, en el que la rentabilidad financiera había continuado su ritmo de caída de años anteriores: por una persistente baja de la rentabilidad económica y un menor apalancamiento financiero, pero también por una rotación de los activos que se había seguido perjudicando por la caída de la demanda y la sobrecapacidad productiva. Tan sólo, en 1993, los componentes del circulante actuaban como indicadores anticipados del cambio de tendencia, mostrando los síntomas de una mayor actividad comercial, que ahora se puede confirmar.

El cuadro n.º 7 muestra, por último, el desglose sectorial de las

CUADRO N.º 6

TOTAL GRUPOS CONSOLIDADOS DE SOCIEDADES COTIZADAS NO FINANCIERAS

RATIOS SEMESTRALES	1.º semestre 1994	2.º semestre 1993
Estructura del capital económico		
Activo inmovilizado/activo total	0,6944	0,6888
Existencias/activo total	0,0644	0,0646
Deudores/activo total	0,1579	0,1662
Deudores/acreedores a corto plazo	0,5645	0,6089
Tesorería/activo total	0,0084	0,0075
Funcionalidad del capital económico		
Dotación amortización inmovilizado/inmovilizado material	0,0435	0,0415
Dotación amortización inmovilizado/recursos generados	0,5838	0,6618
Estructura del capital financiero		
Recursos ajenos/pasivo total	0,5551	0,5664
Reservas/capital	1,3935	1,3592
Recursos ajenos a corto/recursos ajenos totales	0,5039	0,4818
Pasivo/financiación permanente	1,4501	1,4324
Cobertura del capital económico		
Financiación permanente/activo inmovilizado	0,9931	1,0135
Reservas/activo inmovilizado	0,2930	0,2901
Actividad		
Valor añadido ajustado/valor de la producción	0,3540	0,3637
Valor añadido ajustado/activo inmovilizado	0,1632	0,1607
Estructura de los principales costes		
Gastos de personal/valor de la producción	0,1563	0,1679
Gastos financieros/valor de la producción	0,0748	0,1014
Rentabilidad		
Beneficio antes de impuestos (BAI)/Recursos propios	0,0634	0,0477
Ventas/activo total	0,3100	0,2933
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)/ventas	0,1520	0,1635
Activo total/recursos propios	2,7350	2,7913
BAI/BAIT	0,4917	0,3565
Solvencia a corto plazo		
Tesorería/pasivo exigible a corto	0,0299	0,0275
(Tesorería + derechos de cobro)/pasivo exigible a corto	0,5944	0,6364
Activo circulante/pasivo exigible a corto	0,9438	0,9694
Capacidad autofinanciación/pasivo exigible a corto	0,1649	0,1444
Solvencia a medio y largo plazo		
Gastos financieros/(RN + GF)	0,5083	0,6435
Capacidad de autofinanciación/recursos ajenos totales	0,0831	0,0696
Gastos financieros/capacidad de autofinanciación	0,5194	0,7833
Activo total/recursos ajenos totales	1,8015	1,7656

Fuente: CNMV.

empresas tabuladas por la CNMV y una primera descomposición de su rentabilidad financiera (Beneficio antes de impuestos/Recursos propios, [BAT/RP]) en el producto de su rentabilidad económica (Beneficio antes de im-

puestos/Activo total [BAT/AT]) por su coeficiente de endeudamiento (Activo total/Recursos propios [AT/RP]).

Observando los datos del primer semestre de 1993, pueden destacarse las posiciones de sec-

tores como comercio, construcción, o fabricación de cemento, cuyos resultados favorables, frente a la generalidad de las pérdidas de los sectores competitivos, actuaban ya como indicadores anticipados del cambio de

CUADRO N.º 7

GRUPOS DE SOCIEDADES COTIZADAS NO FINANCIERAS

SECTORES	Número de sociedades	1.º semestre 1994			1.º semestre 1993		
		BAT/AT	BAT/RP	AT/RP	BAT/AT	BAT/RP	AT/RP
Agricultura y pesca	1	-0,0212	-0,0283	1,3339	-0,0233	-0,0276	1,1801
Míneras y combustibles sólidos	5	-0,0104	-0,8778	84,2346	-0,0262	-0,1290	4,9298
Petróleo	3	0,0466	0,1237	2,6563	0,0389	0,1055	2,7100
Energía eléctrica	15	0,0255	0,0697	2,7355	0,0204	0,0580	2,8492
Agua y gas	5	0,0598	0,1194	1,9952	0,0478	0,0942	1,9705
Metálicas básicas	14	0,0095	0,0213	2,2438	-0,0071	-0,0170	2,3846
Cemento	9	0,0194	0,0361	1,8659	0,0049	0,0090	1,8253
Vidrio y materiales de construcción	6	0,0025	0,0089	3,4835	-0,0185	-0,0641	3,4641
Química	12	0,0071	0,0256	3,5970	-0,0230	-0,0986	4,2769
Automóvil	6	0,0103	0,0212	2,0672	0,0021	0,0042	2,0211
Otras industrias de transformación de metales.	26	0,0123	0,0496	4,0250	-0,0038	-0,0138	3,6637
Alimentos, bebidas y tabaco	27	0,0195	0,0516	2,6526	0,0137	0,0358	2,6112
Papel y artes gráficas	13	0,0008	0,0021	2,7469	-0,0321	-0,0836	2,6079
Otras manufacturas	18	0,0297	0,0679	2,2881	0,0179	0,0453	2,5279
Construcción	12	0,0159	0,0684	4,3034	0,0148	0,0633	4,2880
Comercio	29	0,0359	0,0968	2,7004	0,0305	0,0903	2,9639
Transportes	6	0,0057	0,0135	2,3655	0,0099	0,0233	2,3527
Aparcamientos y autopistas	11	0,0209	0,0487	2,3316	0,0186	0,0435	2,3360
Comunicaciones	1	0,0156	0,0458	2,9466	0,0158	0,0461	2,9161
Inmobiliarias	53	0,0151	0,0304	2,0147	0,0108	0,0227	2,0960
TOTAL	272	0,0232	0,0634	2,7350	0,0171	0,0477	2,7913

Fuente: CNMV.

coyuntura, que se evidencia un año más tarde. Por otra parte, pueden deducirse las causas aparentes de dicha coyuntura desfavorable, que radicaban tanto en una reducida o negativa rentabilidad económica como en un elevado endeudamiento, inducidas, ambas causas, por la recesión económica.

Si nos atenemos a los datos del último semestre de 1994, tan sólo ofrecen pérdidas las sociedades de los sectores agrícola y minero, mejoran aún más las ganancias de los sectores vinculados con la construcción y, lo que es más relevante de cara a la confirmación de la tendencia generalizada de mejora, se generan

resultados financieros positivos en los sectores industriales propiamente dichos. En todos los casos (con la excepción de los transportes), además, se aprecia una mejora de la rentabilidad económica (mayores cifras positivas o menores pérdidas), como síntoma de la recuperación de la actividad; que, sin embargo, todavía no ha permitido en muchos sectores mantener o reducir el endeudamiento.

En cómputo total, no obstante, las 272 sociedades tabuladas en esta base muestran, de primer semestre de 1994 a primer semestre de 1993, una rentabilidad financiera antes de impuestos al alza (6,34 por 100 de sus recursos

propios, frente a 4,77), como resultado del producto de su mayor rentabilidad económica (2,32 por 100 de su activo total, frente a 1,71) por su menor endeudamiento (con un activo total que supone 2,73 veces sus recursos propios, frente a 2,79).

Aun considerando los síntomas favorables, el cambio de tendencia que se ha apuntado debe tomarse con cautela, si nos atenemos a datos coyunturales provenientes de determinados registros o censos, como el de insolvencia empresarial, del INE, y el de apertura de centros de trabajo, del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, que se muestran en el cuadro n.º 8. Tan sólo

CUADRO N.º 8

SUSPENSIONES DE PAGOS Y DECLARACIONES DE QUIEBRAS

	1.º semestre 1992	1.º semestre 1993	1.º semestre 1994
Suspensión de pagos			
Número de empresas	377	555	433
Pasivo (millones de pesetas)	220.957	237.126	230.498
Declaración de quiebras			
Número de empresas	185	220	291
Pasivo (millones de pesetas)	24.052	31.912	40.945

Fuente: INE.

APERTURA DE CENTROS DE TRABAJO

	1.º trimestre 1992	1.º trimestre 1993	1.º trimestre 1994
Número de centros			
Total	45.599	38.668	35.958
De nueva creación	32.944	26.750	24.826
Número de trabajadores			
Total	143.146	133.572	111.389
De nueva creación	103.734	92.372	77.519

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

se han reducido, durante el primer semestre de 1994 y respecto de igual período del año anterior, el número de empresas y los pasivos afectados por suspensiones de pagos, pero las declaraciones de quiebra siguen mostrando tendencia al alza en ambos indicadores; de lo que podría deducirse la eventual mejora de la liquidez de las empresas, como resultado de la reactivación de la demanda, pero la subsistencia de sus carencias estructurales de solvencia patrimonial, que únicamente tenderán a solucionarse de persistir la reactivación y, con ella, la recuperación de los beneficios y de la autofinanciación, y la reducción del endeudamiento.

Si se considera, por último, la natural renovación del tejido empresarial, que en estos momentos debería cubrir, con nuevas empresas, la elevada mortalidad

padecida por ellas durante la crisis, los datos del registro de nuevos centros y puestos de trabajo creados ofrecen también motivos para el escepticismo sobre la generalización del cambio de tendencia empresarial, al menos desde la perspectiva del primer trimestre de 1994. A tal fecha, en efecto, se seguía manifestando la tendencia reductora de años anteriores, tanto en lo relativo a nuevos centros de trabajo como en lo concerniente a nuevos puestos de trabajo; posiblemente, por el desfase que suele darse entre la percepción de un cambio de tendencia y la toma de decisiones de inversión por los empresarios, que se fundamentan en expectativas de futuro o, al menos, en la confirmación de la mejora presente durante un mayor plazo de tiempo.

VI. ALGUNAS SUGERENCIAS PARA CONSOLIDAR EL CRECIMIENTO RENTABLE Y LA CREACION DE VALOR PARA EL MERCADO

De todo lo expuesto se deduce un panorama coyuntural con evidentes claroscuros, en el que se entremezclan la constancia de la mejora patrimonial y de resultados de las mejores empresas españolas, con la intuición, avalada por datos extracontables y de agregados sectoriales, de que dicha mejora dista aún de ser generalizada, y que no se ha trasladado todavía hacia nuevas inversiones que generen nuevos puestos de trabajo. En esas condiciones, la responsabilidad de todos los agentes radica en disipar las incertidumbres, incluidas las extraeconómicas, que penalizan la elaboración de expectativas por parte de los empresarios; en tanto que la responsabilidad específica de las administraciones públicas se basa en garantizar unas condiciones del entorno macroeconómico que, cuando menos, no perjudiquen a las empresas españolas frente a sus competidoras del resto de los países de la Unión Europea.

En primer término, debe matizarse el mismo diagnóstico que se ha realizado, por el hecho de que la gran mayoría del millón (sin incluir en ellas los autopatronos y micro-empresas) que aproximadamente suponen las empresas españolas, o incluso de las 600.000 de entre ellas que adoptan cualquiera de las formas societarias mercantiles, no se encuentran reflejadas en las bases de datos de la Central de Balances o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que constituyen en sí mismas mues-

tras privilegiadas de empresas, ya sea por su dimensión mediana o grande, ya por la representatividad de sus sectores de operación, o ya por una capacidad de gestión y dirección que les permite ostentar posiciones de liderazgo comercial y concurrir directamente a los mercados de capitales. No es aventurado pensar, a ese respecto, que la generalidad de las empresas españolas se encuentra en igual o peor posición que las analizadas, aun admitiendo una elevada dispersión sobre un valor medio de empresa representativa.

En segundo lugar, no pueden obviarse las pautas de actuación estructural de nuestras empresas, que han inducido o amplificado la crisis actual, porque su persistencia o superación en un futuro próximo, así como su nivel de afectación sobre las empresas, pueden condicionar la incipiente reactivación. A ese respecto, el esquema habitual de razonamiento sitúa la responsabilidad de dichas pautas de comportamiento en el ámbito macroeconómico, y centra el problema de la competitividad empresarial en la relación entre precios y costes, en la que los empresarios actúan como precio aceptantes, ajustando sus posiciones en los mercados de productos y factores por la vía de las cantidades. La elegancia formal del análisis económico y la traslación de responsabilidades desde las empresas a las condiciones del entorno garantizan la aceptación de esta línea argumental, incluso por las propias organizaciones empresariales, como ya se ha citado anteriormente. Además, su contrastación con los datos empíricos de agregados amplios de empresas suele resultar favorable, tanto por su no discriminación entre niveles de competitividad, o in-

cluso de beneficios o pérdidas, como por su referencia a indicadores sintéticos, que suelen ocultar incidencias variables, e incluso de distinto signo, de otros indicadores desagregados.

Bien es verdad que el marco competitivo internacional se caracteriza, hoy en día, por mercados liberalizados y globalizados, en los que los precios de los productos comercializables vienen dados para las empresas españolas, que deben así actuar sobre la estructura y niveles de sus costes para ajustarse a los precios fijados por el entorno internacional. Así como también es cierto que, desde el lado de los costes, los grados de libertad empresarial son escasos, dada la rigidez a la baja de algunos de ellos, como el coste del factor trabajo; la persistente elevación de otros costes, como los de bienes y servicios no comercializables ajenos a la disciplina del mercado; y la carencia de infraestructuras, que deben ser suplidas por inversiones empresariales que acrecientan los componentes fijos de los costes. Pero el ajuste de las empresas a esa compresión bilateral de precios a la baja y de estructura y nivel de costes rígidos sólo podrá darse por la vía de la eficiencia interna, mediante el incremento de la productividad de los factores, tanto tangibles como intangibles; de no ser así, será el beneficio el indicador afectado, lo que disuadirá la realización de nuevos proyectos de inversión y perjudicará la misma viabilidad futura de las empresas.

Lo pernicioso de los argumentos del ajuste pasivo de las empresas al entorno competitivo de los mercados es que sobrevaloran la incidencia de las políticas macroeconómicas y minimizan los efectos de las actuaciones estrictamente empresariales, que se

ven sometidas a un cierto determinismo y que, sin embargo, no se justifican a la vista de la heterogeneidad de los resultados que, de hecho, existen entre empresas de un mismo sector de actividad, aun en los peores momentos de la crisis. Juegan a favor de esos argumentos las evidentes repercusiones negativas que han tenido sobre las empresas españolas, durante los últimos años, las combinaciones especialmente inadecuadas de políticas macroeconómicas: la política monetaria contractiva ha supuesto el encarecimiento de la financiación y la limitación cuantitativa del crédito por parte de las instituciones financieras; la política presupuestaria expansiva verificada desde 1989 ha contribuido a la sobrevaloración de la peseta y a la elevación de los tipos de interés; los avatares del Sistema Monetario Europeo y la defensa a ultranza de un tipo de cambio de la peseta que excedía de los fundamentos de nuestra economía han coadyuvado también a la pérdida de competitividad de las exportaciones y a la elevación del precio del dinero. De igual forma, los incrementos salariales orientados a cubrir la pérdida de poder adquisitivo por la inflación pasada, la rigidez del mercado laboral, o la elevación de los precios de los servicios y los productos no comercializables, así como la política fiscal, son otros tantos factores del entorno que han penalizado gravemente las cuentas de resultados de las empresas.

Pero todo ello no debe ocultar la responsabilidad de las propias empresas en cuanto a la implantación de estrategias que relacionen eficientemente los datos del entorno con su estructura organizativa, y con la dirección y gestión de sus negocios. La si-

tuación macroeconómica afecta a todas las empresas, pero su incidencia sobre los resultados concretos de cada una depende de actuaciones individuales que se fundamentan en estrategias y políticas diversas: ya sean organizativas, como la diversificación y la integración; de producción, como la tecnología empleada y la capacidad de innovación; de *marketing*, como la penetración en nuevos mercados, la segmentación de la clientela en los mercados existentes o la implantación de redes comerciales en el exterior; o incluso financieras, como la gestión integrada de la tesorería o la cobertura de riesgos por medio de instrumentos financieros derivados. En suma, y parafraseando a Chandler, la innovación y la estrategia se revelan como armas más poderosas que los precios para explicar la evolución de las grandes empresas actuales.

La consolidación y generalización de la salida de la reciente crisis requiere, por tanto, que se acometan actuaciones tanto macro como microeconómicas. Las primeras, para consolidar el cambio de orientación emprendido por las administraciones públicas, con la nueva regulación y flexibilización del mercado laboral, para que el ajuste empresarial no siga penalizando al empleo; o con la reivindicación de la economía real respecto de la economía financiera, para paliar su anterior funcionamiento autónomo y excluyente respecto de la financiación de la actividad de las empresas no financieras (15). Pero también las de índole microeconómica, para implantar una actitud beligerante de los propios agentes empresariales, que solvente las que también son carencias «estructurales» de su dirección y gestión en un mercado liberalizado y supranacional.

En ese sentido, son muchas las líneas de acuerdo y colaboración en las que las administraciones públicas y los agentes económicos y sociales pueden confluir: ya sea en el fomento de vocaciones de nuevos emprendedores y en las mayores facilidades administrativas para la creación de nuevas empresas; en la adecuación del sistema educativo a la flexibilidad y la especificidad de los *currícula* exigidos por las nuevas profesiones, crecientemente especializadas; en la inversión en capital humano y en el fomento de capacidades diferenciadoras como la calidad de servicio, la movilidad funcional y la formación permanente; en la inversión en I + D, que atenúe nuestra brecha tecnológica respecto de los países de la Unión Europea; en la internacionalización y en la concentración de empresas, para que éstas adquieran un tamaño crítico que permita su acceso a los nuevos mercados, ya sea por la vía del crecimiento interno, las fusiones o los acuerdos cooperativos; o en el apoyo decidido a las PYME, para solventar sus tradicionales carencias de recursos financieros a largo plazo, de cualificación técnica de sus gestores y de redes de distribución comercial.

En suma, la consolidación de la salida de la crisis empresarial, se basa en una serie de actuaciones imprescindibles, que pueden resumirse en los siguientes puntos:

- Garantizar la neutralidad del entorno y de las políticas macroeconómicas, para no penalizar la situación competitiva de nuestras empresas en los mercados foráneos con un tipo de cambio sobrevalorado, un diferencial de inflación desfavorable y un precio del dinero sobreelevado respecto

de los países del ámbito comunitario.

- Profundizar en las transformaciones estructurales que demandan los mercados de factores en el marco competitivo de la Unión Europea, y que se han ido postergando indefinidamente, perdiendo la oportunidad de los años del ciclo alcista de nuestra economía. Al objeto de reconstituir una estructura del coste de producción de las empresas que minore el peso de los componentes laboral, financiero y energético y los asimile a los de nuestros competidores comunitarios.

- Reivindicar de los empresarios que asuman su protagonismo en la búsqueda de la eficiencia y la competitividad de las empresas, mediante el cumplimiento constante del objetivo de creación de valor para el mercado y la administración eficiente de sus capitales humano, productivo y financiero.

- Apelar a la sensibilidad de las políticas públicas hacia el sistema real de la economía. Para armonizar su desarrollo con el del sistema financiero y canalizar al tiempo las mayores cotas de eficiencia comparada demostradas por éste hacia la financiación de las empresas. Y para reducir el desfase en capacidades directivas y de formación que vienen arrastrando tradicionalmente las empresas no financieras españolas respecto de las comunitarias.

Lo que significa que, de entre las alternativas de política industrial compatibles con una economía abierta, se elija aquella que no sólo busque el apoyo, la subvención y la adaptación defensiva de las empresas por la vía de las cantidades a las variaciones

en costes y precios de factores y productos, respectivamente, sino que apueste por la definición y seguimiento de estrategias de futuro, en las que las propias empresas asuman su responsabilidad en la internacionalización de sus actividades, la implantación de sus redes de distribución en el exterior, la búsqueda de su dimensión óptima ante los nuevos mercados y la inversión permanente en su capital humano. A partir de esos requisitos de partida, serán los propios empresarios los agentes y responsables de la eficiencia empresarial.

NOTAS

(1) Un estudio pormenorizado de los fundamentos del análisis financiero puede consultarse en FERNÁNDEZ, A. I. (dir.) (1994), *Introducción a las finanzas*, Civitas, Madrid. En particular, su capítulo 5, «El equilibrio económico-financiero de la empresa».

(2) BERNSTEIN, L. A. (1986), *Análisis de estados financieros*, Deusto, Bilbao, pág. 264.

(3) FOSTER, G. (1986), *Financial statement analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, New Jersey, págs. 2-7.

(4) La transición entre ambos enfoques del análisis financiero se aborda de manera completa y sistemática en: LEV, B. (1978), *Análisis de estados financieros: un nuevo enfoque*, ESIC, Madrid, págs. 1-7.

(5) Los datos de los Registros Mercantiles, a 10 de enero de 1995, muestran de forma palpable ese incumplimiento: del total de 1.084.849 sociedades registradas a esa fecha, sólo 795.352 eran activas y, de ellas, únicamente 389.990 habían hecho el correspondiente depósito de cuentas en 1994.

(6) En concreto, sus primeros resultados se presentaron como: «Las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1994», *Boletín Económico*, Banco de España (septiembre, 1994), págs. 27-31.

(7) Un mayor detalle de esos antecedentes puede verse en MAROTO, J. A. (1991), «Los análisis económico-financieros comparativos entre empresas públicas y privadas en España: un "estado de la cuestión"», *En memoria de M.ª Angeles Gil Luezas*, Editorial AC, Madrid, páginas 341-367.

(8) Para un mayor detalle y justificación de tales limitaciones, pueden consultarse: MAROTO, J. A. (1989), «Evolución de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 39/40, págs. 376-396; y la propia «Nota metodológica» del Banco de España (1994), *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras*, 1993, páginas 21-33.

(9) Su planteamiento analítico, en el caso general, puede sintetizarse en la expresión:

$$\begin{aligned} \text{Rentab. fondos propios} &= \\ &= \text{Rentab. económica} + \\ &+ [(\text{Rentab. económica} - \text{Coste deudas}) \times \\ &\quad \times (\text{Deudas/Fondos propios})] \end{aligned}$$

Cuya simbología habitual es:

$$\text{ROE} = \text{ROI} + [(\text{ROI} - \text{K}) \times (\text{D/S})]$$

donde:

ROI > K produce un efecto amplificador

y:

ROI < K produce un efecto reductor

(10) CUERVO, A. (1984), «El ajuste de la empresa pública: un tema pendiente», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 21, págs. 114-139.

(11) MAROTO, J. A. (1993), «El estado de las empresas españolas: un reto de futuro ante las elecciones generales», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 73 (abril), págs. 49-61, y MAROTO, J. A. (1994), «¿Un cambio de tendencia en la crisis empresarial?», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 85 (abril), páginas 3-13.

(12) CEOE (1992), «La empresa española ante el Mercado Único», *Informes y Estudios de CEOE*, n.º 67 (4/1992).

(13) CÍRCULO DE EMPRESARIOS (1992), «Un nuevo entorno para una industria competitiva», *Documentos Círculo* (10 de diciembre).

(14) Aunque los últimos datos disponibles de la CNMV, a la fecha de redacción final de este trabajo, son los del tercer trimestre de 1994, no se han podido estimar dado su carácter limitado, que impide la aplicación del cuadro de ratios uniforme que se viene empleando.

(15) Sobre las relaciones recíprocas entre sistema real y sistema financiero, puede verse, MAROTO, J. A. (1994), «Los factores financieros y la competitividad de la economía española», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 40 (septiembre), págs. 143-151.

BIBLIOGRAFIA BASICA

La amplitud y diversidad de temas que se incluyen en la concepción del análisis financiero que se ha descrito en este trabajo, hacen que resulte imposible encontrar referencias específicas y autosuficientes de la misma en la bibliografía disponible. De ahí que se citen tan sólo algunas de las muchas obras paradigmáticas de cada uno de los componentes esenciales que se han tratado:

a) *Marco teórico de referencia, constituido por las finanzas de empresa:*

FERNÁNDEZ ALVAREZ, A. I. (dir.) (1994), *Introducción a las finanzas*, Civitas, Madrid.

BREALEY, R., y MYERS, S. (1993), *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill/Interamericana, Madrid.

SUÁREZ, A. S. (1993), *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid.

b) *Análisis financiero tradicional, de base esencialmente contable:*

AMAT, O. (1992), *Análisis económico-financiero*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona.

ESTEO, F. (1992), *Análisis de estados financieros. Planificación y control*, Centro de Estudios Financieros, Madrid.

RIVERO, J. (1993), *Análisis de estados financieros. Un ensayo*, Trivium, Madrid.

c) *Análisis financiero de base estadística, relacionado con el marco teórico de las finanzas de empresa:*

CUERVO, A. (1994), *Análisis y planificación financiera de la empresa*, Civitas, Madrid.

FOSTER, G. (1986), *Financial statement analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs (NJ).

LEV, B. (1978), *Análisis de estados financieros. Un nuevo enfoque*, ESIC, Madrid.

d) *Técnicas estadísticas de análisis multivariante:*

DICKINSON, J. P. (1990), *Statistical analysis in accounting and finance*, Philip Allan, Hertfordshire.

JUDEZ, L. (1989), *Técnicas de análisis de datos multidimensionales*, MAPA, Secretaría General Técnica, Madrid.

e) *Modelos específicos de análisis financiero:*

SILVESTRE, P., y SILVESTRE, M. (1989), *Análisis económico y financiero. Basado en la metodología de la Central de Balances del Banco de España*, Centro de Formación del Banco de España, Madrid.