

# CONVERGENCIA MICROECONOMICA ESPAÑA-EUROPA (1982-1992)

Enric GENESCA  
Vicente SALAS

**L**a plena integración de España en la Comunidad Económica Europea ha suscitado el interés por el estudio de la convergencia entre la economía española y las del resto de países comunitarios. La mayor parte de las variables para las que se analizan los procesos de convergencia reflejan magnitudes de carácter macroeconómico, como la renta per cápita (convergencia real), la inflación, el déficit público, la deuda, etc. (convergencia nominal). El objetivo de este artículo es extender el estudio de la convergencia al ámbito de las variables microeconómicas, y en particular a las variables que influyen sobre la determinación de los resultados económicos y financieros de las empresas. Se pretende con ello completar los ámbitos de investigación sobre los procesos de convergencia y evaluar las interrelaciones que puedan producirse entre los procesos de ámbito micro y macroeconómico (1).

## INTRODUCCION

La actividad inversora de las empresas constituye un elemento fundamental de los procesos de creación de riqueza, especialmente cuando esa inversión expande la capacidad y la dotación de recursos directamente productivos, generando empleo y mejorando la productividad de los trabajadores empleados. Explicar la inversión empresarial y sus determinantes constituye todavía

hoy un tema más abierto que cerrado para la investigación económica, pero pocos discutirán que la inversión se desencadena cuando existen proyectos que permiten generar una rentabilidad para los fondos invertidos superior o igual al coste de oportunidad de dichos fondos, determinado, en buena parte, por el tipo de interés que rige en los mercados monetarios. En la medida en que la rentabilidad media de los activos ya invertidos sea una variable informativa de la rentabilidad de los proyectos nuevos que se pueden emprender en cada momento, el estudio de la rentabilidad económica de los activos productivos y su relación con el tipo de interés de mercado constituye una pieza básica para el estudio de la actividad inversora, y con ella de una de las fuerzas motrices principales de los procesos de convergencia real a nivel macroeconómico.

El carácter global de los mercados de capitales financieros sugiere la conveniencia de asumir un coste financiero de referencia similar para todos los países del ámbito comunitario europeo, del que forma parte la economía española, y, a partir de esta hipótesis, la dinámica inversora de las empresas españolas en relación con la de los países comunitarios estará en buena parte determinada por la rentabilidad de los activos productivos; de ahí que esta rentabilidad, junto con las variables que la determinan, según se muestra en el apartado

metodológico siguiente, constituya la variable central de nuestro análisis de la convergencia microeconómica.

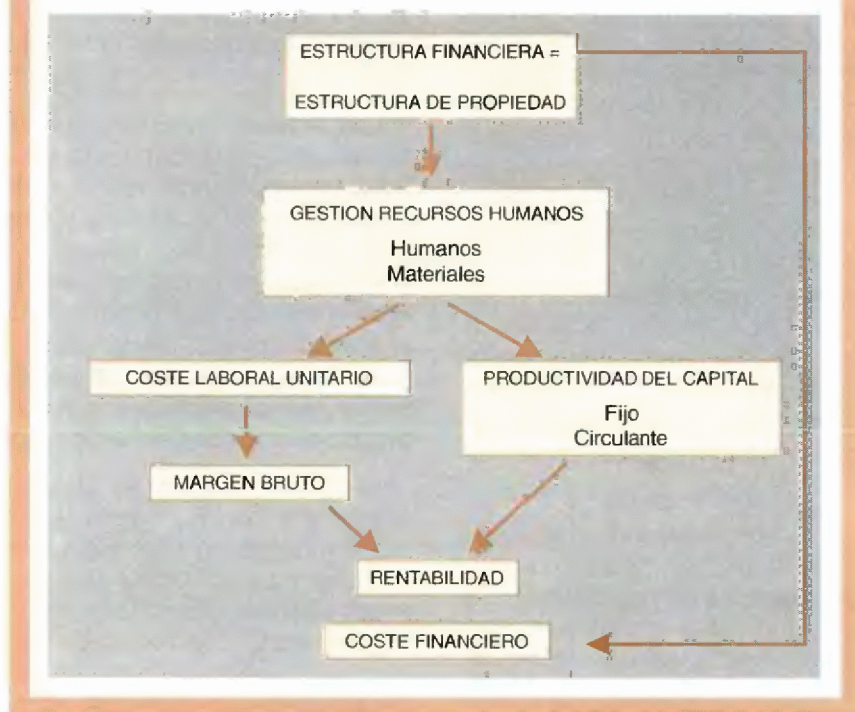
Este trabajo se organiza del siguiente modo. El apartado I presenta el marco conceptual y analítico que orienta nuestro estudio y describe la base de datos que suministra la información para el análisis empírico; esta base de datos es la de los estados financieros que componen la base del proyecto BACH, referida al conjunto de empresas manufactureras (sector industrial, excluyendo energía). El apartado II muestra la evolución de la rentabilidad económica de la empresa manufacturera española entre 1982 y 1992, su convergencia con respecto a Europa y la convergencia del conjunto de los seis países europeos considerados: Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Reino Unido y España; el apartado se completa con los mismos epígrafes aplicados al margen bruto de explotación, uno de los determinantes de la rentabilidad. El apartado III presenta la evolución histórica y resultados del análisis de convergencia para los determinantes de la rentabilidad que se engloban en la denominación genérica de gestión de activos, productividad de los activos fijos y de los activos circulantes. Otra de nuestras premisas del trabajo es que los resultados económicos de la empresa se ven influidos por su estructura financiera, consecuencia, a su vez, de unos mercados financieros imperfectos; el apartado IV se centra en el estudio de la evolución y convergencia de la financiación de la empresa manufacturera española en el período considerado. Las conclusiones resumen los resultados principales y las implicaciones que se derivan de ellos.

## I. METODOLOGIA Y BASES DE DATOS

La rentabilidad económica, o beneficio generado por cada unidad monetaria invertida en activos productivos de la empresa, constituye una variable de resultados empresariales que, *ex-ante*, nos indica las oportunidades para generar beneficios invirtiendo recursos adicionales y, *ex-post*, informa sobre la eficiencia y efectividad con que se lleva a cabo la gestión de la empresa. Las series históricas de rentabilidad confunden en una sola medida la doble señal informativa, y por lo tanto nuestro análisis, basado en datos históricos, constituye a la vez una aproximación a la propensión inversora y a la evaluación de la gestión. Para el primer propósito, será importante conocer también el coste financiero de oportunidad.

En la determinación de la rentabilidad y el coste financiero intervienen un conjunto de factores que resumimos sintéticamente en el esquema 1. Según las tesis tradicionales de Modigliani y Miller, la estructura financiera de la empresa no influye ni en la rentabilidad de los activos productivos ni en el coste de los fondos monetarios empleados para financiarlos; es decir, el valor de mercado de la empresa (como valor actual de flujos esperados de rentas) es independiente de la estructura financiera. Si aceptáramos la tesis de Modigliani y Miller, el análisis de la rentabilidad de los activos haría innecesario prestar atención al pasivo del balance de las empresas. La moderna teoría financiera sustituye los mercados financieros anónimos y eficientes, que presumen implícitamente Modigliani y Miller, por instituciones que se ven afectadas por problemas

ESQUEMA 1  
ESQUEMA DE INTERRELACIONES PARA EL ANALISIS



de información e incentivos, cuya solución, al menos parcial, se busca a través de elegir una determinada estructura de propiedad para la empresa. La estructura financiera es la manifestación más inmediata de dicha estructura de propiedad. La rentabilidad y el coste financiero dejan de ser independientes de la estructura financiera de la empresa, y la atención a ésta queda plenamente justificada. El estudio de la convergencia de la estructura financiera de las empresas en los distintos países europeos servirá también para conocer el grado de integración de los mercados que facilitan a las empresas los fondos necesarios para financiar sus inversiones.

La estructura de propiedad o financiera de la empresa delimita el contexto donde se desarrolla la gestión de los recursos

directamente productivos, estableciendo prioridades y proporcionando incentivos y controles a los gerentes que se encargan de dicha gestión. La información disponible permite centrar nuestra atención en indicadores de eficiencia sobre la gestión de los recursos humanos y sobre la gestión de los recursos de capital físico. La primera se define a partir del coste laboral unitario, medido como cociente entre los costes de personal de las empresas y el valor añadido generado. La gestión de los recursos de capital físico se evalúa a partir de la productividad parcial del recurso, calculada como cociente entre el valor añadido generado y el valor según balance del activo neto de explotación. La productividad parcial del capital productivo se analiza descomponiéndola en productividad de los activos fijos y de los activos circulantes.

El coste laboral unitario es complementario con el margen bruto de explotación; es decir, este margen es la proporción restante de valor añadido una vez deducida la remuneración al factor trabajo. El producto entre el beneficio bruto por unidad monetaria de valor añadido —margen— y el valor añadido por unidad monetaria de activo productivo —productividad parcial del capital— determina el beneficio por unidad monetaria de activo, o rentabilidad. Con ella se debe cubrir la depreciación del activo —amortización— y el coste financiero, antes de conocer si la empresa obtiene o no beneficios extraordinarios.

Los apartados que se incluyen en el resto del trabajo contemplan primero la rentabilidad y sus determinantes inmediatos, margen y productividad del capital, así como su relación con el coste financiero. Después se analiza la eficiencia en la gestión de activos fijos y circulantes, y finalmente, la estructura financiera y sus principales componentes.

Los datos necesarios para el estudio se extraen de la información que proporciona el proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) (2). Este proyecto constituye un intento de homogeneizar la presentación de los estados financieros de las empresas que colaboran con las centrales de balances de los respectivos países, con el fin de facilitar la comparación de resultados empresariales entre todos ellos. A pesar de que se han realizado progresos en dicho intento, las comparaciones todavía deben hacerse con cautelas, especialmente cuando en ellas intervienen variables expresadas en niveles. La comparación de tendencias en la evolución de las variables se

considera, en cambio, exenta de muchos de los problemas que afectan a la comparación de niveles, y las conclusiones que se extraen con base en ella pueden considerarse generalmente válidas.

Los análisis de convergencia se apoyan sobre todo en la evolución de tendencias relativas en las variables seleccionadas y, por ello, a pesar de las limitaciones generales que se le reconocen a la información que proporciona el proyecto BACH, entran dentro de la categoría particular de estudios comparados cuyos resultados son menos discutidos (3).

El estudio contempla la convergencia de indicadores de resultados de las empresas manufactureras españolas con respecto al promedio ponderado de los resultados de las empresas de seis países europeos considerados el núcleo central de la Comunidad Económica Europea: Alemania, Bélgica, Francia, España, Italia y Reino Unido. La ponderación se realiza con base en la proporción que representa el valor añadido de la manufactura para los seis países. Posteriormente, se computa también un indicador de convergencia para los seis países considerados, que coincide con el utilizado por Raymond (1993, pág. 81). Este indicador expresa una medida de dispersión de los valores entre países, de tal manera que la convergencia ocurre cuando el valor disminuye y la divergencia, cuando aumenta.

## II. RESULTADOS ECONÓMICOS

Dentro de este grupo de variables, se incluye la rentabilidad económica de explotación y el

coste financiero de referencia, así como las variables que determinan de forma más inmediata dicha rentabilidad: el margen bruto, la productividad del capital y la tasa de amortización. El cuadro número 1 muestra la evolución histórica de estas variables para la empresa manufacturera española desde 1983 hasta 1992.

La rentabilidad del activo de explotación muestra una evolución en la que se distinguen tres subperíodos: 1983-1985, con una cierta estabilidad; 1986-1988, con un crecimiento importante hasta alcanzar la cifra máxima del 12 por 100 en 1988, y, finalmente, 1989-1992, donde la rentabilidad decrece rápidamente hasta alcanzar el valor de 2,33 por 100 en 1992, muy por debajo de la cifra de 1983, cuando la economía española estaba también en una fase recesiva.

La evolución de la rentabilidad no es suficiente para conocer los beneficios económicos de la empresa, porque en ella no se tiene en cuenta el coste de oportunidad de los fondos monetarios invertidos. El cuadro número 1 muestra la estimación de este coste referida a Europa [6]. El coste financiero se estima teniendo en cuenta que para aquellos activos que se revalorizan el coste financiero relevante es el coste real (4). La rentabilidad del activo neto de explotación muestra un valor medio de 7,5 por 100 en todo el período, el cual supera al coste financiero de referencia de Europa [6], cuyo valor promedio en todo el período es 6,5 por 100. En cualquier caso, la rentabilidad del activo en 1991 y 1992 se sitúa muy por debajo del coste financiero de referencia; es decir, la rentabilidad está a una sustancial distancia de cubrir el coste de oportunidad.

CUADRO N.º 1  
**RESULTADOS ECONOMICOS DE LA MANUFACTURA ESPAÑOLA. 1983-1992**  
 (En porcentaje)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
(1) Rentabilidad del activo neto de explotación .....	5,36	7,54	6,68	8,06	10,03	12,04	11,27	7,24	4,84	2,33
(2) Coste financiero de referencia .....	7,66	7,67	7,39	6,16	6,18	5,76	6,08	6,92	6,57	6,80
(4) Costes de personal/Valor añadido .....	69,99	65,25	67,15	65,71	64,03	60,90	63,57	69,71	74,26	76,18
(5) Margen bruto .....	30,01	34,75	32,85	34,29	35,97	39,10	36,43	30,29	25,74	23,82
(6) Valor añadido/Activo explotación .....	35,24	39,20	39,45	43,15	45,62	49,21	50,32	45,99	50,73	46,79
(7) Amortización/Activo explotación .....	5,22	6,08	6,28	6,74	6,38	7,20	7,06	6,69	8,22	8,82
(8) Rentabilidad activo neto explotación (5)*(6)—(7).	5,36	7,54	6,68	8,06	10,03	12,04	11,27	7,24	4,84	2,33

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

¿Cómo se explica la caída tan marcada de la rentabilidad a partir de 1990? El segundo bloque del cuadro n.º 1 trata de responder a esta pregunta. En la primera línea se muestra el porcentaje que representan los costes de personal sobre el valor añadido, variable conocida habitualmente como coste laboral unitario. El perfil del coste laboral unitario muestra una tendencia decreciente hasta 1988, con un valor inicial en 1983 del 70 por 100, y un valor mínimo en 1988 del 61 por 100. A partir de 1989 los costes laborales representan proporciones crecientes del valor añadido, y en 1992 alcanzan la cifra del 76,18 por 100; en otros términos, el coste laboral unitario en 1992 es un 25 por 100 superior al de 1988.

El margen bruto, que aparece en la segunda fila del segundo bloque del cuadro n.º 1, es igual a uno menos el coste laboral unitario, por lo cual su evolución en el tiempo merece pocos comentarios, pues es complementaria

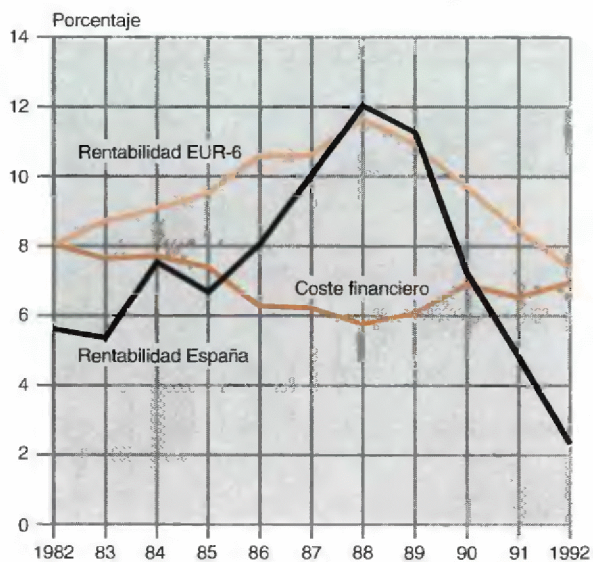
a lo dicho en el párrafo anterior. El margen bruto —valor añadido menos costes de personal por peseta de valor añadido— multiplicado por la rotación del activo —valor añadido por peseta de activo— determina el beneficio antes de amortización por peseta de activo; si de la rentabilidad bruta se sustraen las amortizaciones por peseta de activo, llegamos a la rentabilidad neta de explotación que nos interesa explicar. La rotación del activo y la tasa de amortización completan el bloque central del cuadro n.º 1.

Como puede comprobarse, la rotación del activo de explotación sigue una trayectoria ascendente hasta 1989, año a partir del cual se estabiliza. Algo similar ocurre con la tasa de amortización, aunque ahora el crecimiento se extiende hasta 1992. El impacto positivo de una mayor rotación sobre la rentabilidad, para un margen dado, hasta 1989 contrarresta el efecto negativo de una mayor tasa de amortización; de ahí que la evolución de la

rentabilidad neta se explique casi totalmente por la evolución del margen bruto. En otros términos, la evolución en el tiempo de la rentabilidad neta de los activos de explotación entre las empresas manufactureras españolas está muy marcada por la evolución, en sentido opuesto, de los costes laborales unitarios. El segundo tema de atención en este apartado es analizar cuál es la posición relativa de los resultados económicos de la empresa española frente a los de la empresa europea (5), y cómo ha evolucionado en el tiempo. ¿Existe convergencia o divergencia de los resultados de la manufactura española en relación con la de los países de su entorno?

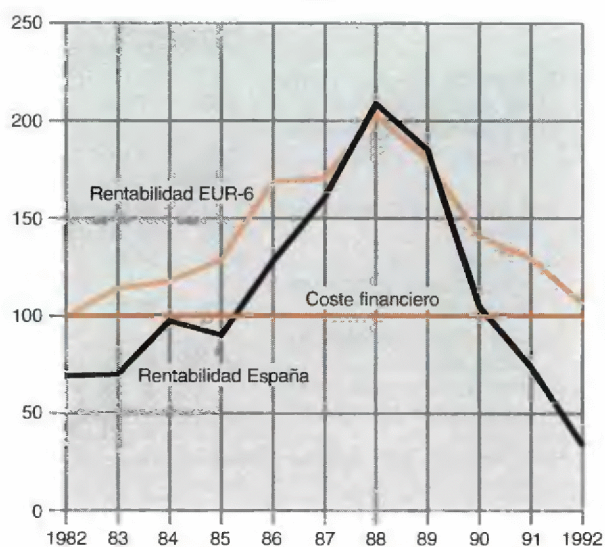
El gráfico 1 muestra la superposición temporal de la rentabilidad del activo de explotación de la manufactura española y de la manufactura de Europa (cinco países), entre 1982 y 1992. El gráfico incluye también la evolución del coste financiero de oportunidad. La rentabilidad del activo de

**GRAFICO 1  
RENTABILIDAD DEL ACTIVO  
DE EXPLOTACION Y COSTE FINANCIERO**



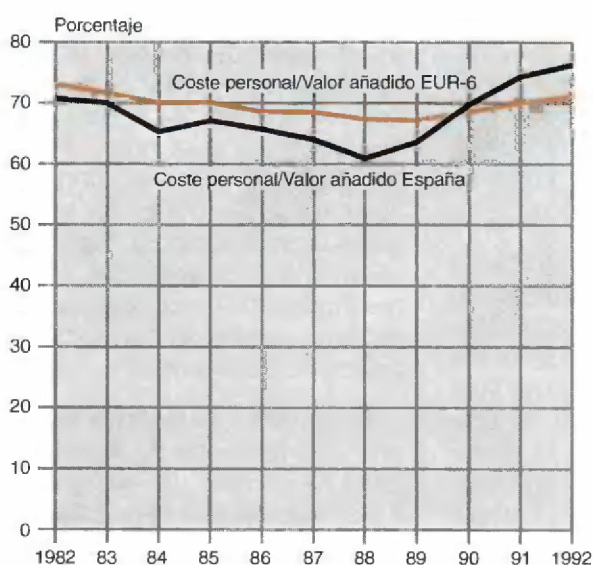
Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 2  
RENTABILIDAD/COSTE FINANCIERO**



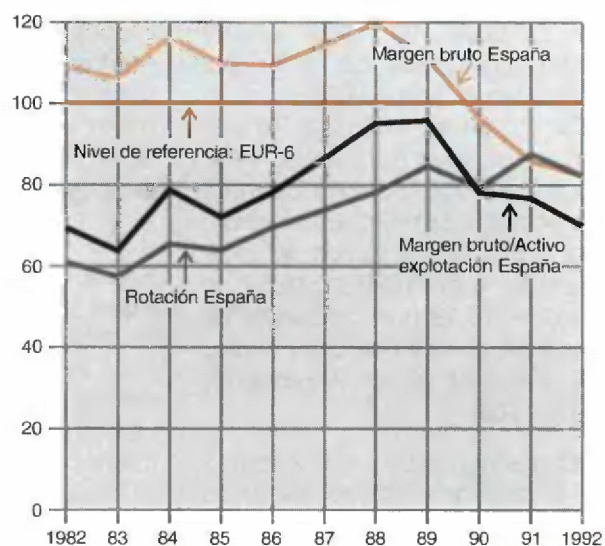
Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 3  
COSTE LABORAL UNITARIO**



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

**GRAFICO 4  
MARGEN BRUTO Y ROTACION**



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

explotación de la manufactura española se sitúa dos puntos por debajo de la europea, en promedio, entre 1982 y 1986. Durante 1987, 1988 y 1989 las rentabilidades son prácticamente idénticas a las europeas, pero a partir de 1990 se produce un distanciamiento que aumenta continuamente hasta 1992, cuando la diferencia de rentabilidad supera los cinco puntos porcentuales.

La evolución relativamente estable del coste financiero medio en torno al 6,5 por 100, ya señalada anteriormente, junto a la relativa variabilidad de la rentabilidad del activo, supone un comportamiento también variable de la diferencia entre ambas, mucho más marcado para España que para Europa (gráfico 2). Sólo durante los años 1986-1989 se advierte una rentabilidad de la manufactura española claramente superior al coste financiero, mientras que la serie europea se mantiene prácticamente siempre por encima del coste financiero. A principios de los años noventa, la relación rentabilidad/coste financiero de la manufactura española aparece mucho más deteriorada que la del conjunto de la manufactura europea.

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

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

Nuestra atención se centra ahora en la convergencia entre los seis países europeos considerados (gráfico 6). Como puede comprobarse, el indicador de convergencia (6) de la productividad del capital se sitúa alrededor de 8 puntos, bastante estable a lo largo del tiempo, mientras que el indicador de convergencia del margen mantiene un valor próximo a 12, excepto durante los años 1991 y 1992, en que sube sensiblemente. El indicador de convergencia de la rentabilidad se sitúa en un valor intermedio al de los dos anteriores, entre 9 y 10 puntos, excepto en 1991 y 1992, que sube hasta el valor de 17,5 puntos en el último año. Este hecho indica una cierta compensación entre la divergencia de los indicadores de productividad y los indicadores de margen entre países; es decir, aquellos donde la productividad es mayor tienen

al mismo tiempo un margen menor, y viceversa. La evolución de los indicadores de convergencia del margen y la rentabilidad en 1991 y 1992 está muy afectada por las cifras de España, de tal manera que si se excluye de los países comparados, el salto en las cifras de esos años desaparece.

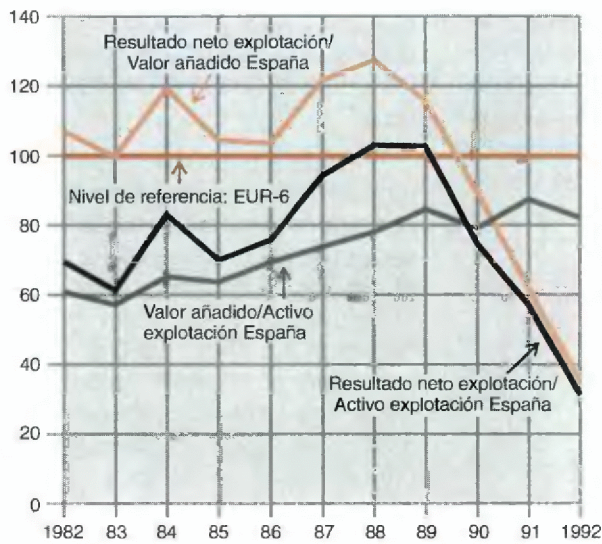
El gráfico 6 incluye también el indicador de convergencia de España para la variable rentabilidad del activo de explotación. El perfil gráfico de este indicador describe una forma de U, con valores mínimos en 1987, 1988 y 1989, precisamente cuando la convergencia de España es máxima; en 1989, el indicador de convergencia de España es sólo del 3 por 100; es decir, la empresa manufacturera española obtiene ese año una rentabilidad de sus activos de explotación similar a los de la empresa europea.

### III. GESTION DE LOS ACTIVOS

En este apartado, se analiza la evolución desagregada de las principales variables que determinan la productividad del capital. En un primer nivel de desagregación, se distingue entre productividad de los inmovilizados de explotación y productividad del circulante (7), y después el circulante neto se subdivide en sus cuentas principales: existencias, clientes, tesorería, proveedores y otros pasivos sin clasificar.

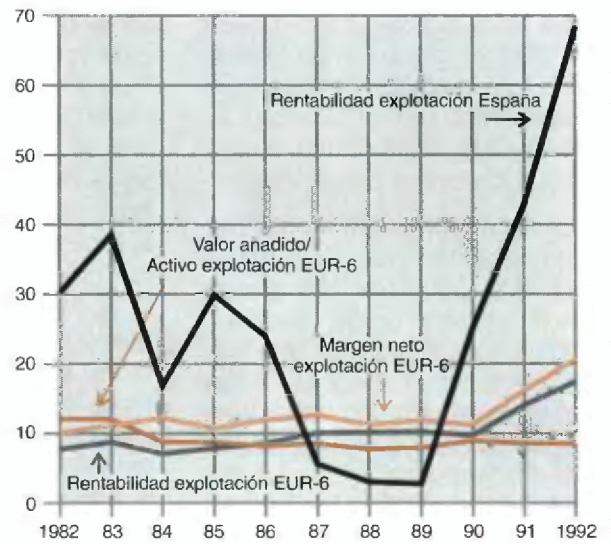
El cuadro n.º 2 muestra la evolución para la manufactura española de los indicadores seleccionados para evaluar la eficacia en la gestión de los activos productivos. Como puede comprobarse, las variables de circulante se expresan en días de la variable

**GRAFICO 5**  
**MARGEN NETO, ROTACION**  
**Y RENTABILIDAD DE EXPLOTACIÓN**



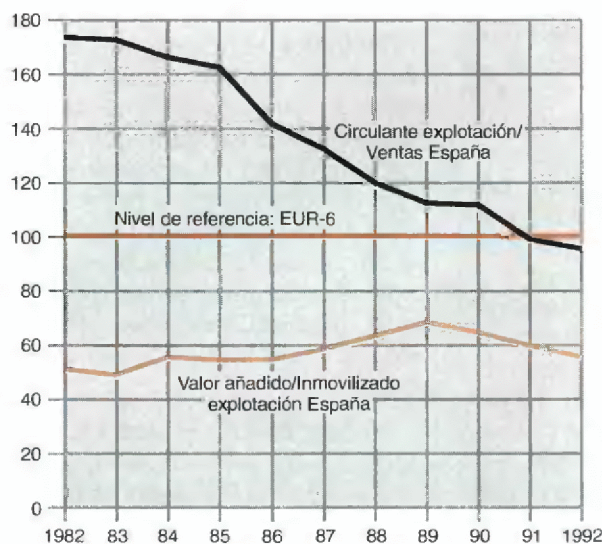
Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 6**  
**RENTABILIDAD, MARGEN Y ROTACION.**  
**CONVERGENCIA**



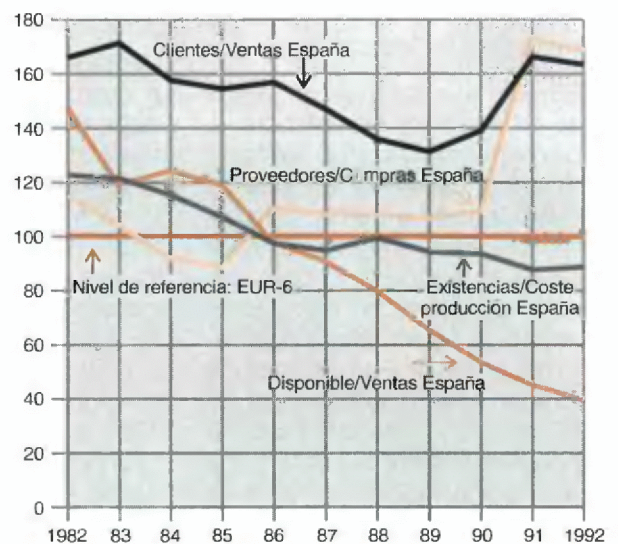
Fuente: BACH, Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 7**  
**PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL Y ROTACION**  
**DEL CIRCULANTE. ESPAÑA/EUROPA-6**



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

**GRAFICO 8**  
**PERIODOS DE MADURACION.**  
**ESPAÑA/EUROPA-6**



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

CUADRO N.º 2

## INDICADORES DE GESTION DE ACTIVOS PARA LA MANUFACTURA ESPAÑOLA. 1983-1992

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Valor añadido/Inmovilizado explotación (%) .....	73,10	87,25	88,63	92,93	96,99	104,74	107,85	95,96	85,90	71,13
Circulante neto/Ventas diarias (%) .....	133,01	129,85	123,64	107,62	97,53	84,91	79,47	79,77	68,01	64,75
Existencias/Coste día producción .....	88,26	82,52	72,87	65,82	61,98	62,39	59,66	59,73	54,96	55,35
Clientes/Ventas diarias .....	119,88	110,27	104,43	99,92	92,32	85,68	80,88	85,52	104,05	102,13
Disponibles/Ventas diarias ...	15,23	15,64	15,43	14,83	14,71	12,09	9,29	7,84	6,27	5,47
Proveedores/Compras diarias .....	88,27	73,31	68,36	76,05	75,10	74,22	69,78	71,41	119,34	115,18

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

correspondiente de flujos (cuanto más bajo sea el número de días, más rotación se consigue en la variable del saldo y mayor es la contribución a la rentabilidad, suponiendo que se mantiene inalterable la calidad de servicio y de producto).

La productividad del inmovilizado de explotación muestra una tendencia creciente hasta 1989, año en que esa tendencia se rompe, y se inicia una evolución decreciente, de tal manera que en 1992 la relación entre valor añadido e inmovilizado de explotación es casi la misma que a principios de los ochenta; a partir de 1989, por tanto, la contribución de la productividad del inmovilizado a la rentabilidad tendría una evolución negativa. Los días de venta que representa el circulante neto evolucionan desde la cifra de 133 días en 1983 hasta 84,75 en 1992, con una tendencia decreciente. La productividad de la gestión del circulante mejora de forma regular a lo largo del período y, en consecuencia, contribuirá de forma positiva a la rentabilidad de los activos.

En cuanto a la evolución de las cuentas individuales que determinan el circulante neto, la tendencia decreciente más clara se aprecia en los días de ventas que representa el saldo de disponible, y en el coste de producción en días que representa el saldo de existencias. Es decir, la gestión de tesorería y la gestión de existencias habrían mejorado sensiblemente, según el indicador seleccionado. Más compleja de evaluar resulta la gestión de clientes y proveedores, ya que, dado el carácter agregado de la muestra de empresas, las cuentas del balance en que se materializan deben estar relacionadas. Como puede comprobarse, la evolución de los días de ventas en clientes y los días de compras en el saldo de proveedores muestran un perfil en forma de U, que se aproxima a la evolución del ciclo económico, relativamente paralelo excepto en 1991 y 1992, cuando los días de compras en proveedores aumentan más que los días de ventas en clientes. Probablemente, las empresas manufactureras se ven presionadas a aplazar los pagos a sus proveedores antes que sus clientes fi-

nales (distribuidores) hagan lo mismo con ellas. Podemos concluir, por tanto, que la gestión de cobros a clientes y pagos a proveedores no ha variado sensiblemente a lo largo del período, a pesar de que la mejora en el indicador de gestión del circulante neto en 1991 y 1992 está influida, en gran parte, por el aumento en el aplazamiento de pagos a proveedores que se produce en esos años, superior al del cobro de clientes.

La comparación con el promedio de Europa [6] de los indicadores de gestión de activos se muestra en los gráficos 7 y 8. La productividad del inmovilizado de explotación de España nunca alcanza el 70 por 100 del valor promedio entre las empresas europeas, y el valor relativo de España sobre Europa [6] sólo mejora ligeramente en los años de expansión, 1988-1990. Por tanto, España no consigue acercarse a los niveles de productividad europeos en lo que se refiere a los activos inmovilizados. La conclusión es diferente en lo que se refiere al indicador de gestión de los circulantes netos, que, partiendo de una diferencia de más

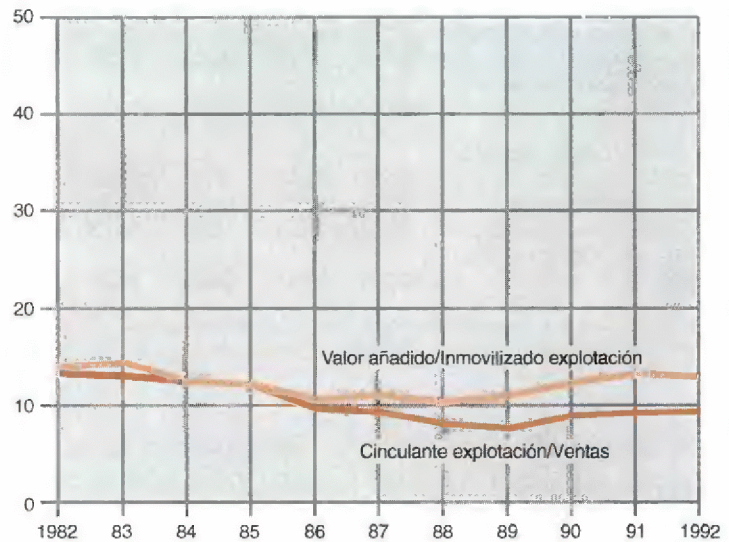


del 70 por 100 desfavorable a España en 1983, termina con un valor próximo al de Europa [6], incluso en 1990, antes del aumento atípico en el plazo de pago a los proveedores de 1991 y 1992 a que aludimos antes. En la gestión de circulantes, la manufactura española se ha acercado, por tanto, a los niveles de resultados europeos con los que se le compara.

Descendiendo a la comparación de indicadores individuales por variables (gráfico 8), la comparación de España con Europa [6] revela unos progresos en la gestión con respecto a Europa en existencias y disponible, mientras que no se aprecian cambios notables en la situación correspondiente a los plazos de cobro y pago a clientes, excepto en 1991 y 1992, en que aumentan las distancias de España con respecto a Europa. El plazo de cobro de clientes se sitúa en algo más de 60 días en Europa [6] y nunca desciende por debajo de los 81 días en España (promedio cercano a los 90 días). El plazo de pago a proveedores está algo por debajo de los 70 días en Europa [6] y algo por encima de los 70 días en España, exceptuando los años atípicos de 1991 y 1992. La empresa manufacturera española cobra de sus clientes en un plazo más largo (30 días) que la manufacturera europea, mientras que paga a sus proveedores en un plazo similar; ello supone finalmente un mayor nivel de circulante neto para la empresa española que para la europea, ligado a la gestión de cobros o pagos, que tiene consecuencias negativas para la productividad y la rentabilidad.

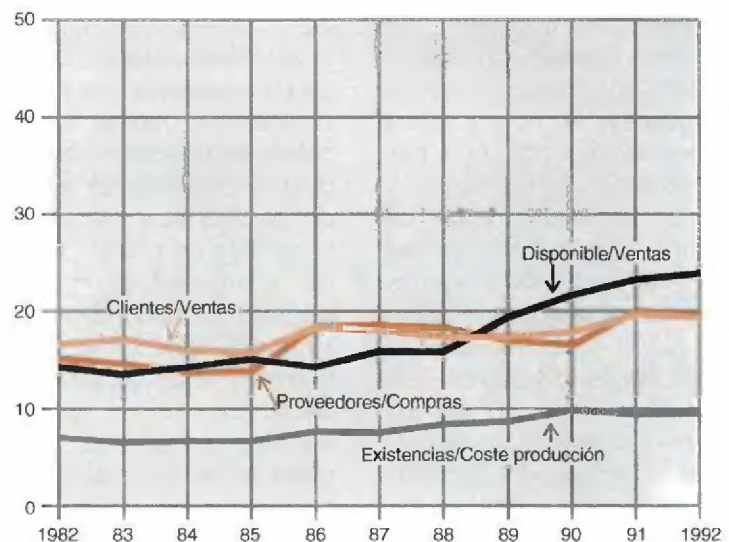
Los indicadores de convergencia de Europa [6] muestran una notable estabilidad en el tiempo (gráficos 9 y 10). Las divergencias en los indicadores de proveedo-

**GRAFICO 9**  
**PRODUCTIVIDAD DEL CAPITAL Y ROTACION DEL CIRCULANTE. CONVERGENCIA EUROPA-6**



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

**GRAFICO 10**  
**PERIODOS DE MADURACION. CONVERGENCIA EUROPA-6**



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

res, disponible y clientes en 1991 y 1992 coinciden con los valores atípicos (divergencias) de España en esos años. Destacan, sin embargo, los aumentos en el índice de convergencia que se producen en plazo de cobro a clientes y pagos a proveedores alrededor del año 1986, acompañados con una caída suave posterior del índice, excepto en los años 1991 y 1992, por la divergencia española. A partir de 1986, también parece advertirse un aumento sostenido en el índice de convergencia de existencias. Ello tal vez refleje diferencias en la especialización productiva entre los países, de manera que las mejoras en las técnicas de gestión de existencias han permitido reducciones desiguales en las existencias entre unos sectores manufactureros y otros; por ejemplo, más en automóviles que en textil. Señalar, finalmente, que el valor del indicador de convergencia es relativamente similar para el inmovilizado y para el circulante neto (11 y 9 puntos, respectivamente), aunque las partidas individuales que intervienen en el circulante neto muestran valores superiores (entre 16 y 19 puntos).

#### IV. ESTRUCTURA FINANCIERA

Dentro del análisis comparado de la estructura financiera, nos interesa centrar la atención en tres aspectos: volumen de fondos propios *versus* recursos ajenos, plazo de vencimiento de los recursos ajenos (corto *versus* largo plazo) y naturaleza del endeudamiento bancario *versus* no bancario; se tendrá en cuenta también la importancia de la financiación de proveedores.

Al igual que en los apartados anteriores, comenzamos con el

estudio histórico de la estructura financiera de la empresa manufacturera española, para centrarnos después en la comparación con Europa y la convergencia.

De acuerdo con la información del cuadro n.º 3, la proporción de deuda (incluyendo dentro de ella a las provisiones) sobre el pasivo total muestra una evolución descendente a lo largo del período hasta 1988-1989, en que se inicia un cambio de tendencia; en 1992, la proporción de deuda representa el 63,8 por 100 del pasivo, similar al valor de los años 1984-1985. La evolución de los fondos propios sobre el total de pasivo muestra una evolución complementaria con signos opuestos a los de la deuda en la tendencia temporal. El endeudamiento se mide también en términos de flujos, poniendo en relación los gastos financieros con los beneficios brutos de la empresa después de impuestos (beneficio neto + gastos financieros + amortizaciones). El perfil temporal de esta variable es similar al de la anterior, pero las pendientes de las tendencias son mucho más marcadas, tanto en la fase descendente como en la ascendente: en 1988, los gastos financieros representan el 27,5 por 100 del beneficio bruto, mientras que en 1992 representan casi el 70 por 100.

La composición de la deuda atendiendo a su vencimiento temporal, corto y largo plazo, muestra una gran estabilidad alrededor de las proporciones 70 por 100 de deuda a corto plazo y 30 por 100 de deuda a largo. La conclusión es diferente cuando distinguimos la deuda según su naturaleza. La proporción de deuda bancaria a corto (largo) plazo representa el 46,8 (71,2) por 100 de la deuda total a corto (largo) en 1983, y el 30,4 por 100 (40 por

100) en 1992. La proporción de deuda bancaria disminuye, por tanto, a corto y largo plazo. La disminución de deuda bancaria a corto plazo aparece compensada por un incremento en la financiación de proveedores, especialmente a partir de 1986.

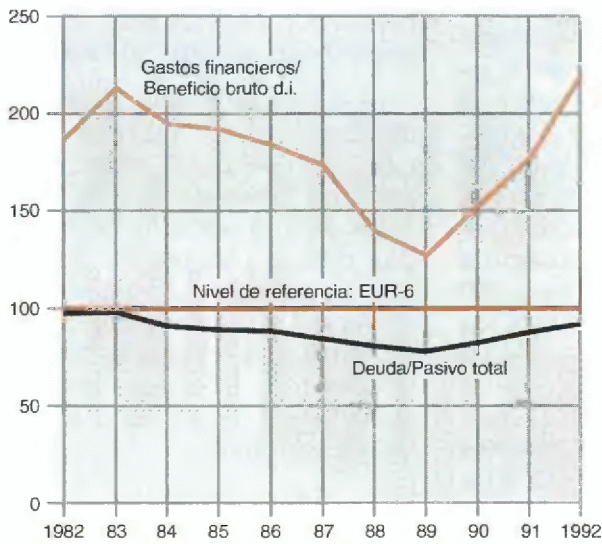
La evolución temporal del endeudamiento de España en relación con Europa [6] muestra un perfil en forma de U, más acusado para la variable de flujos que para la variable de *stocks*, con un punto mínimo en 1989 (gráfico 11). El endeudamiento en términos de flujos está relacionado con el endeudamiento en términos de saldos a través de la expresión:

$$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Beneficio} + \text{Amortización}} = \frac{i \text{ Deuda}}{RB \text{ Activo}} = \left( \frac{i}{RB} \right) \frac{\text{Deuda}}{\text{Pasivo}}$$

es decir, el endeudamiento expresado en términos de variables de *stock* es igual al endeudamiento en términos de variables de flujos multiplicado por la relación entre la rentabilidad bruta (*RB*) y el tipo de interés de la deuda (*i*). De la información del gráfico 11 se desprende que la relación entre la rentabilidad bruta y el tipo de interés es más favorable para Europa [6] que para España, mientras que la mayor variación intertemporal del endeudamiento medido en términos de flujos nos indica que la relación (*RB/i*) para la manufactura española aumenta (disminuye) más rápidamente que en la empresa europea en el período 1983-1989 (1989-1992).

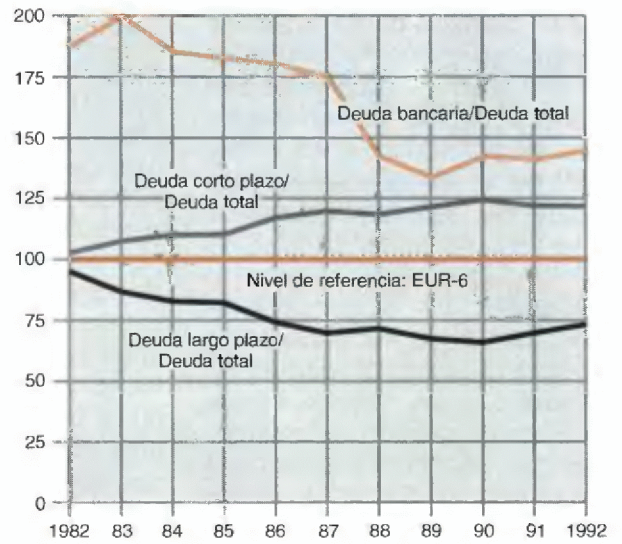
La relación entre la manufactura española y la manufactura europea en lo que se refiere a composición del endeudamiento se muestra en los gráficos 12 y 13. La proporción de deuda

**GRAFICO 11**  
**ENDEUDAMIENTO. ESPAÑA/EUROPA-6**



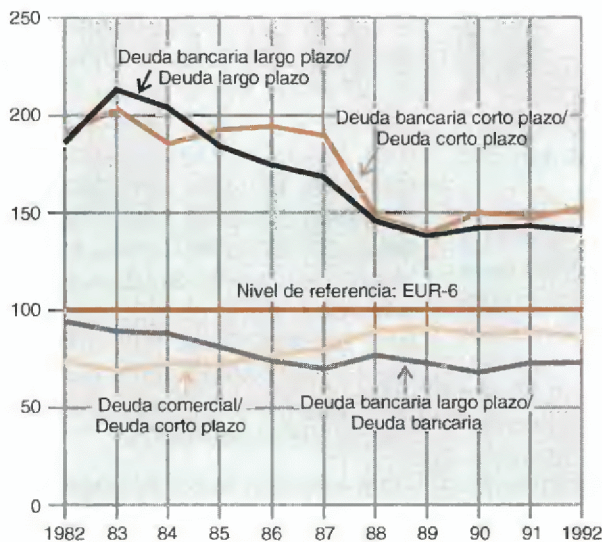
Fuente: BACH. Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 12**  
**ESTRUCTURA DEL ENDEUDAMIENTO. ESPAÑA/EUROPA-6**



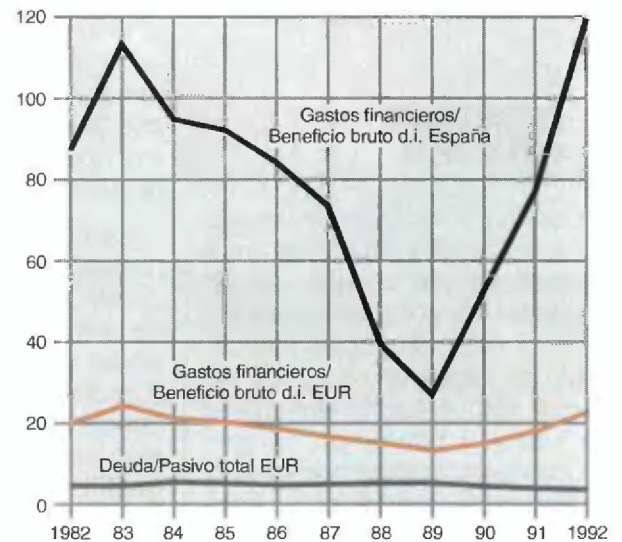
Fuente: BACH. Central de Balances del Banco de España y elaboración propia.

**GRAFICO 13**  
**ENDEUDAMIENTO BANCARIO. ESPAÑA/EUROPA-6**



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

**GRAFICO 14**  
**ENDEUDAMIENTO. CONVERGENCIA EUROPA-6**



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

CUADRO N.º 3

## ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA MANUFACTURA ESPAÑOLA. 1983-1992

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Fondos propios/Pasivo total.	28,06	31,43	33,88	35,74	39,04	43,14	45,09	42,10	38,99	35,58
Deuda/Pasivo total .....	71,94	68,57	66,12	64,26	60,96	56,86	54,91	57,90	61,01	64,42
Gastos financieros/Beneficio bruto - Impuestos .....	79,60	63,42	57,23	45,16	37,91	27,45	28,40	40,80	51,66	69,79
Deuda corto plazo/Deuda total .....	68,94	69,50	69,71	70,32	72,33	71,81	73,17	72,43	70,50	68,58
Deuda largo plazo/Deuda total .....	31,06	30,50	30,29	29,68	27,67	28,19	26,83	27,57	29,50	31,42
Deuda bancaria/Deuda total.	54,37	51,31	49,25	43,35	39,71	31,92	31,08	33,20	32,48	33,44
Deuda bancaria corto pla- zo/Deuda corto plazo .....	46,79	45,09	44,63	38,10	35,04	26,73	26,73	30,23	28,93	30,44
Deuda bancaria largo pla- zo/Deuda largo plazo .....	71,21	65,49	59,88	55,78	51,89	45,13	42,95	41,02	40,98	39,97
Deuda proveedores y otros/ Deuda corto plazo .....	53,20	54,90	55,36	61,89	64,95	73,26	73,26	69,76	71,06	69,55

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

a largo plazo sobre el total de deuda es inferior en la empresa española que en la europea, y la diferencia se acrecienta en el tiempo (gráfico 12). La proporción de deuda bancaria en el total de deuda a corto plazo es un 50 por 100 mayor (durante los últimos años) en la manufactura española que la europea, mientras que la proporción de deuda bancaria a largo plazo sobre el total de deuda con este vencimiento tiende a disminuir más rápidamente en España que en Europa (gráfico 13). Por último, la proporción de la deuda de proveedores más otras deudas sobre la deuda total es menor en la manufactura española que en la europea, si bien la diferencia se reduce progresivamente en el tiempo.

La observación de los gráficos 12 y 13 muestra una cierta discontinuidad en la evolución temporal de las variables que en ellos se representan alrededor del año 1986, lo cual proporciona indicios

de que a partir de este año, en que se constituye la Unión Europea de los 12 y España entra a formar parte de los miembros de la Unión, tiene lugar un cambio en la composición del endeudamiento de la empresa española, con un descenso en el endeudamiento a largo plazo, principalmente el de carácter bancario, relativamente a la composición del endeudamiento de la empresa manufacturera europea. Paralelamente, se aprecia un aumento relativo del endeudamiento a corto plazo, sobre todo a través de la deuda con los proveedores.

Los patrones de conducta financiera de la empresa manufacturera española difieren, por tanto, de forma notable de los observados en los países con los que se compara. En primer lugar, la relación del endeudamiento, expresada como deuda sobre pasivo total, es más sensible a los beneficios y recursos generados en la empresa española que en

la europea. A esta evidencia habría que añadir lo constatado anteriormente acerca de la sensibilidad observada, en los plazos de cobro a clientes y de pago a proveedores, a la evolución del ciclo económico y, en definitiva, a los recursos generados por la empresa, sensibilidad que apenas se observa en el resto de países. Todo ello indica una mayor dependencia y subordinación de las decisiones financieras a la capacidad de autofinanciación en la empresa española que en la europea. Como causa o consecuencia de ello (es difícil con el análisis realizado precisar el sentido de la causalidad), la empresa española depende en mayor medida que la europea de la financiación a corto plazo, incluida la de proveedores, y apela con mayor intensidad a ella cuando los fondos internos son insuficientes. Especial mención merece la relativamente menor proporción de la deuda bancaria a largo plazo, sobre el total de deuda bancaria, en la manufactura española

frente a la europea, diferencia que se acrecienta en el tiempo.

Estas diferencias de patrones de conducta pueden deberse a diferencias en el funcionamiento de los sistemas financieros de España y del resto de países, o bien pueden responder al mayor riesgo económico y financiero de nuestras empresas, en comparación con las del resto de países, puestas de manifiesto en la evolución temporal de la *ratio* relativa de cobertura de los gastos financieros en España frente a Europa, la cual revela una alta volatilidad en dicha cobertura en la muestra española, además de alcanzar niveles absolutos tan bajos como los que se observan en 1992.

Dentro del análisis de la convergencia, se destaca la convergencia entre los seis países contemplados y, en algunos casos, se superpone a ella la posición relativa de España.

El gráfico 14, donde se muestra el indicador de convergencia correspondiente a la variable nivel del endeudamiento, indica una notable estabilidad temporal del índice de convergencia correspondiente a Europa [6], juntamente con una notable variabilidad temporal en el indicador de convergencia correspondiente a España; esto ocurre tanto si el índice de convergencia se refiere a la variable de endeudamiento expresada en *stocks* como a la variable de flujos. El mayor valor de los índices de convergencia de España indica, además, que la divergencia de España con respecto a Europa es superior a la divergencia entre los países europeos, que, para la variable endeudamiento expresada como cociente de *stocks*, da cifras muy bajas, alrededor del 5 por 100. La comparación de los índices de convergencia de España para

las dos variables de endeudamiento revela que dicha convergencia está muy influida por la evolución de la rentabilidad económica en relación con el tipo de interés de la deuda. Cuando la rentabilidad mejora en relación con el tipo de interés, la empresa aumenta los beneficios retenidos y reduce el endeudamiento, con lo cual la divergencia del endeudamiento con respecto a Europa [6], en términos de *stocks*, aumenta. Pero este aumento ocurre en menor proporción a la mejora del cociente ( $RB/i$ ), y por ello la convergencia relativa a la proporción que representan los gastos financieros sobre el beneficio bruto disminuye.

La composición de la deuda (gráficos 15 y 16) muestra un índice de convergencia para Europa [6] relativamente estable en el tiempo para todas las variables consideradas. Excepto en la variable deuda de proveedores + otras deudas / deuda a corto plazo, que toma un valor aproximado de 3 puntos, el índice de convergencia para el resto de variables se sitúa entre 7 y 11 puntos durante los últimos años.

España mantiene una divergencia con respecto a Europa superior a la divergencia interna entre todos los países europeos comparados. La divergencia en la proporción de deuda bancaria a corto plazo sobre la deuda a corto plazo total de la manufactura española frente a la de Europa [6] es la más alta entre las variables contempladas.

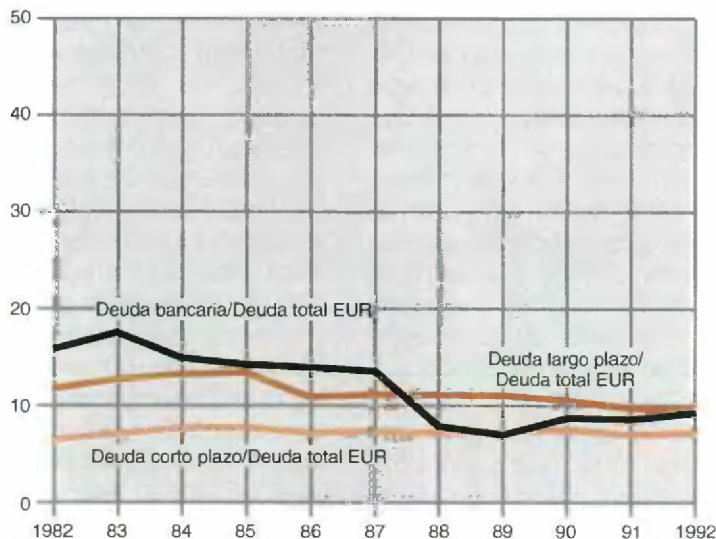
## CONCLUSIONES

En este trabajo, se aborda el estudio de la convergencia microeconómica en la manufactura española y europea en el período 1983-1992, caracterizado por la

plena constitución de la Europa de los Doce en 1986 y la grave crisis industrial de principios de los años noventa. La variable elegida para evaluar la convergencia microeconómica es la rentabilidad del activo de explotación, según cálculos realizados a partir de la información que proporciona el proyecto BACH. La rentabilidad de los activos invertidos, comparada con el coste financiero de oportunidad, aproxima las oportunidades de beneficio extraordinario que desencadenarán procesos competitivos entre las empresas, así como procesos de inversión destinados a explotar oportunidades de crecimiento. La convergencia en las rentabilidades permite evaluar la eficacia del proceso competitivo en acercar los precios a los costes, así como la capacidad de las empresas para mantener rentas positivas a medio plazo ligadas a determinadas ventajas competitivas relativas, o bien, alternativamente, la destrucción de rentas que soporta un determinado país sometido a la rivalidad competitiva (8).

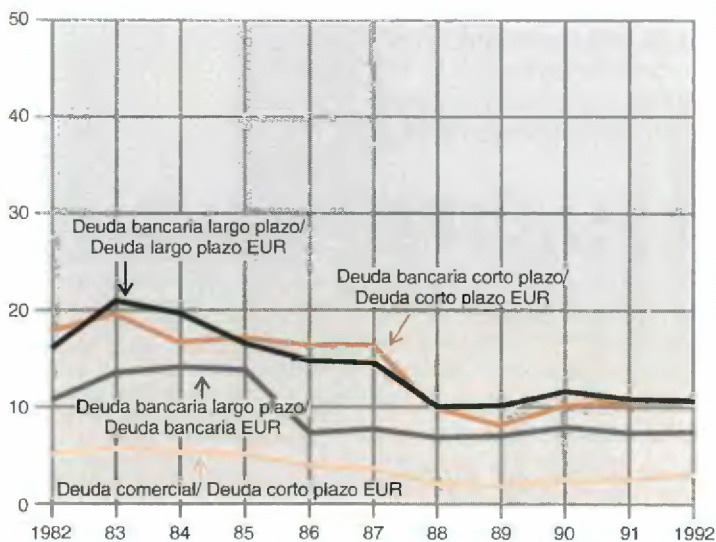
La evidencia empírica señala que Alemania, Bélgica, Francia, Italia y Reino Unido, países a los que se añade España para completar el grupo de Europa [6], muestran un valor relativamente estable del índice de convergencia de rentabilidad a lo largo de todo el período, con un valor de 12 puntos, aproximadamente la mitad del valor del índice de convergencia macroeconómica estimada por Raymond (1993) utilizando el PIB per cápita de los doce estados miembros. El índice de convergencia de la rentabilidad recoge la evolución del margen y la productividad del capital; estos índices son igualmente estables en el tiempo, pero el valor correspondiente al margen es mayor que el referido a la productividad. Parece, por tanto, que

**GRAFICO 15**  
**ESTRUCTURA DEL ENDEUDAMIENTO.**  
**CONVERGENCIA EUROPA-6**



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

**GRAFICO 16**  
**ENDEUDAMIENTO BANCARIO. CONVERGENCIA EUROPA-6**



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

las condiciones tecnológicas, reflejadas en la productividad del capital, son más homogéneas que las competitivas que inciden sobre el margen.

La rentabilidad de la manufactura española converge hacia la de Europa [6] hasta 1989, pero a partir de ese año comienza un proceso acelerado de divergencia a través del cual la rentabilidad de España se sitúa muy por debajo de la de Europa, así como del coste financiero de referencia. La divergencia de la rentabilidad española es consecuencia de la divergencia del margen con respecto al promedio europeo, mientras que la productividad del capital muestra un proceso continuado de convergencia. La intensificación de la competencia exterior a medida que progresa el desarme arancelario después de la integración en Europa, la presión de la fase recesiva del ciclo y, posiblemente, un tipo de cambio excesivamente alto de la peseta impiden trasladar los incrementos de costes laborales al precio de venta de los productos manufactureros españoles, lo cual, unido al estancamiento de la productividad, provoca descensos importantes en los márgenes y en la rentabilidad. El proceso de divergencia microeconómica parece seguir así una senda similar al proceso de divergencia macroeconómica que también se observa en el mismo período.

Los indicadores de convergencia elegidos para evaluar la gestión de activos también muestran valores relativamente estables en el tiempo para el conjunto de Europa, sobre todo si se excluye España, aunque, en general, se observa una cierta ruptura alrededor del año 1986. España converge al promedio europeo, sobre todo en la productividad de los activos circulantes netos, y en

particular como consecuencia de la reducción en el saldo de existencias con respecto a los costes de producción. No se observa, en cambio, evolución destacable en los plazos de cobro a clientes y de pago a proveedores, excepto una cierta sensibilidad al ciclo económico. La manufactura española paga a los proveedores en un plazo similar a la europea, mientras que cobra de los clientes treinta días más tarde; ello supone un circulante neto superior que afecta negativamente a la productividad y rentabilidad de la manufactura española.

La conclusión acerca de una relativa estabilidad de los indicadores de convergencia para Europa, excluida España, se extiende también al ámbito de la estructura financiera; los valores del índice de convergencia son más bajos cuando se refieren al nivel de endeudamiento calculado como deuda sobre el pasivo total que cuando se refieren a las variables de composición del endeudamiento, tanto en plazos como en naturaleza, lo cual sugiere que la integración de los mercados financieros no ha tenido consecuencias todavía en la financiación empresarial, si bien se observa un cierto aumento de la convergencia después de 1986.

La convergencia de España hacia Europa en lo que se refiere al nivel de endeudamiento aparece marcada por la evolución de los beneficios, pues cuando éstos son más altos la empresa reduce el endeudamiento, y cuando son más bajos, lo aumenta; en Europa, la evolución del endeudamiento es mucho más estable. En el trabajo se propone una variable de endeudamiento expresada en flujos —gastos financieros sobre beneficios brutos— que combina la variable de endeuda-

miento expresada como cociente de saldos y la relación entre tipo de interés y rentabilidad bruta; esta variable expresa una medida de riesgo financiero a corto plazo, pues está inversamente relacionada con la cobertura de gastos financieros que se consigue con los recursos generados. En la evolución de esta variable para España, tiene un peso importante la relación entre el tipo de interés y la rentabilidad bruta, y como ésta diverge del promedio europeo a partir de 1989, la cobertura de los gastos financieros se aleja de forma notable del promedio europeo en el mismo período. En suma, el riesgo financiero a corto plazo de la manufactura española es mayor que el del promedio europeo, diferencia que se acrecienta de forma sustancial durante los últimos años.

La composición de la deuda en la manufactura española revela un menor endeudamiento a largo plazo que en la manufactura europea. En la financiación bancaria de la manufactura española, la financiación a largo plazo representa una menor proporción que en la europea, y la diferencia se acrecienta a partir de 1986. No hay, por tanto, indicios de convergencia en la estructura financiera de la empresa manufacturera española hacia la europea.

En resumen, la convergencia microeconómica de la empresa manufacturera española plantea el reto de acompasar los costes a la evolución de los precios para recuperar márgenes y rentabilidades hasta el punto de alcanzar beneficios económicos no negativos. La gestión de recursos humanos (contención del coste laboral unitario) juega un importante papel en ese proceso. Con ello se contribuirá, entre otras cosas, a recuperar la inversión y a

reducir el elevado riesgo financiero que ahora soporta esta empresa. En segundo lugar, la manufactura española se enfrenta al reto de mejorar la productividad de su circulante a través de la reducción del plazo de cobro a sus clientes, equiparándolo con el de la manufactura europea. Tercero, cabe esperar, y sería probablemente deseable, que la integración de los mercados financieros y la mejora de la rentabilidad permitiera a la empresa española equiparar la financiación bancaria a largo plazo con la de las empresas manufactureras de su entorno. En suma, la convergencia microeconómica entre los países que constituyen el núcleo básico de la Unión Europea aparece, en general, como un hecho consolidado. España, en cambio, debe encontrar todavía el camino hacia esa convergencia.

#### NOTAS

(1) Cuando el proyecto que ha dado lugar a este trabajo ya estaba iniciado, apareció publicado un estudio de objetivos generales similares en el n.º 1, enero 1994, de la revista *European Economy*. El lector de los dos trabajos advertirá fácilmente las diferencias entre ellos, al mismo tiempo que sus complementariedades. En la citada publicación, así como en la publicación anual del Banco de España referida a la explotación de la Central de Balances, se encuentran también orientaciones generales sobre las cautelas que exige la comparación internacional de variables elaboradas a partir de los documentos contables de las empresas. Indicar finalmente al lector que una explicación, más detallada y completa de los aspectos metodológicos y de la información primaria la encontrará en GENESCA y SALAS (1995).

(2) Las características de esta base de datos pueden verse en BANCO DE ESPAÑA (1993).

(3) En el suplemento A, de enero de 1994, del *European Economy* se dice, en relación con esta base de datos, que «... si bien las comparaciones de nivel son discutibles... las comparaciones de tendencias son posibles».

(4) El coste financiero que aparece en el cuadro se calcula como la suma ponderada del tipo de interés real, según publica el *Informe Económico* del Banco de España y referido a la deuda pública, y el coste medio de la deuda con coste de las empresas; el primero se pondera por la proporción que representa el inmovilizado no financiero sobre el total de activo y el segundo se pondera por la proporción del resto de activos de explotación. En el cuadro, se toma como coste de referencia el promedio ponderado de Europa [6].

(5) La serie de datos del proyecto BACH finaliza en los años 1990 y 1991 para la mayoría de los países. Para completar la información hasta 1992, se ha contado con publicaciones de las centrales de balances de Francia y Ale-

mania correspondientes al último informe de 1992. Los datos utilizados para Italia y Reino Unido son los mismos de 1991 y 1990, respectivamente.

(6) La expresión de cálculo del indicador de convergencia es:

$$\left[ \frac{\sum_1^6 \left( \frac{X_i}{\bar{X}} \cdot 100 - 100 \right)^2}{6} \right]^{1/2}$$

donde  $X_i$  es el valor de la variable  $X$  correspondiente al país  $i$ , y  $\bar{X}$  la media ponderada de Europa.

(7) Circulante neto = (Existencias + Clientes + Créditos + Disponible) - (Proveedores + Otros pasivos).

(8) La evaluación de la convergencia microeconómica debería hacerse sobre mediciones de la rentabilidad que corrijan correctamente las diferencias de criterios de valoración de activos y las diferencias de fiscalidad sobre

rentas de capital entre los diferentes países. Cuando no se hace así, resulta todavía más relevante centrar la atención sobre todo en las tendencias.

## BIBLIOGRAFIA

BANCO DE ESPAÑA (1993), *Central de Balances: resultados de las empresas no financieras, 1992*.

EUROPEAN ECONOMY (1994), «Financial situation of industrial enterprise: Costs, profitability and financing», *Suplement A*, n.º 1, junio.

GENESCA, E., y SALAS, V. (1995), «Convergencia microeconómica España-Europa 1982-1992», *Documentos de trabajo*, Fundación FIES (de próxima aparición).

RAYMOND, J. L. (1993), «Acortamiento de distancias, convergencia y competitividad en los países de la Europa de los Doce», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 56, págs. 78 a 97.

## Resumen

Este trabajo estudia la convergencia microeconómica de la empresa manufacturera española y europea en el período 1983-1992. Por convergencia microeconómica se entiende el proceso de acercamiento entre la rentabilidad media del capital de las empresas de los distintos países comparados, así como de sus determinantes como la productividad del capital, el margen de beneficios y la estructura financiera. De acuerdo con los resultados del estudio existe un paralelismo en la evolución de la convergencia micro y macro (PIB per cápita) en el caso español, lo cual sugiere la conjetura sobre un posible condicionamiento de la segunda a la evolución de la primera.

**Palabras clave:** convergencia microeconómica, comparación España/Europa, resultados empresariales.

## Abstract

This paper investigates the microeconomic convergence of Spanish and European manufacturing firms in the period 1983-1992. Microeconomic convergence is understood to mean the process whereby the average rate of return on capital and its determinants, such as capital productivity, profit margin and debt-equity ratios, tend to converge among the countries in the comparison. The findings indicate a parallel process of convergence at the micro and macro (GDP per capita) levels, suggesting that macroeconomic convergence may be conditioned by convergence at the microeconomic level.

**Key words:** microeconomic convergence, Spain/Europe comparison, corporate results.

**JEL classification:** L600, O120, O570.