

L'empresa catalana: rendibilitat i estructura financera¹

ENRIC GENESCÀ i VICENTE SALAS

Universitat Autònoma de Barcelona

1. L'enfoc d'aquest article s'inspira, en part, en el treball dels mateixos autors que en relació a l'empresa espanyola s'ha publicat a *Cuadernos de información económica*, 85 (FIES) sota el títol «La reactivación de la economía española. Una perspectiva empresarial». La informació relativa a l'empresa catalana s'obté de l'Informe anual de l'empresa catalana publicat per la DGPE de la Generalitat de Catalunya. Finalment, ens basem també en alguns aspectes en les conclusions del treball, «Factors de costos i diferenciació en la competitivitat de l'empresa catalana» d'E. Genescà i V. Salas, publicat a *L'economia catalana davant el canvi de segle*, BBV 1994.

2. Actiu net total és igual a l'Actiu total del balanç menys les partides de Proveïdors i Altres creditors de l'explotació del Passiu. Així calculat, l'Actiu net total és igual a la suma del Net patrimonial (Fons propis) més l'Endeutament amb cost explícit.

INTRODUCCIÓ

Els resultats econòmics i financers de les empreses constitueixen un punt de referència important per explicar les magnituds agregades de l'economia. Les empreses són, en darrera instància, les que inverteixen en capital i les que empren treball amb la finalitat de produir i vendre béns i serveis. La inversió empresarial dinamitza l'activitat econòmica, genera ocupació i crea riquesa. Les empreses inverteixen quan la rendibilitat dels projectes d'inversió compensa el cost d'oportunitat dels recursos financers utilitzats. A partir dels estats comptables de les empreses podem conèixer l'evolució de la rendibilitat i els seus determinants, és a dir, podem aproximar-nos a un coneixement més precís dels factors que, a priori, incideixen sobre l'activitat inversora de les empreses.

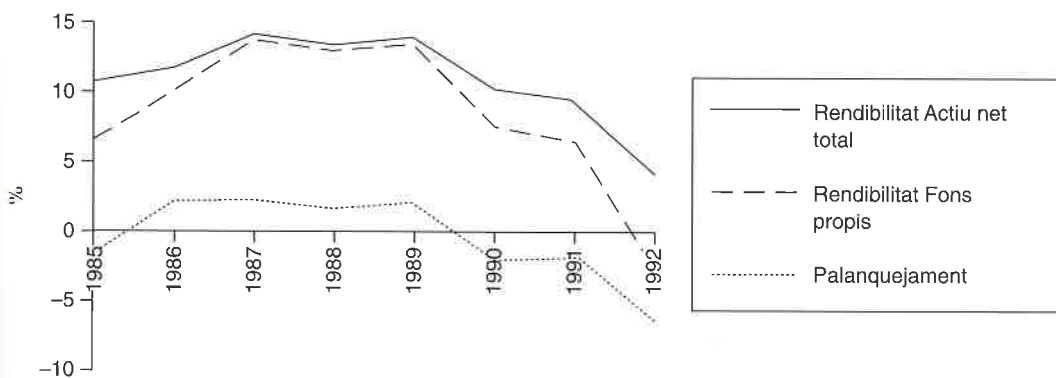
En aquest treball es presenta un conjunt d'informació bàsica per comprendre quina ha estat l'evolució de la rendibilitat de l'empresa catalana en el període 1985-1992. L'estudi s'enfoca tant des d'una perspectiva històrica, com fent una comparació entre la rendibilitat de l'empresa catalana i la que s'observa en les empreses europees. El període estudiat comprèn una fase expansiva de l'economia espanyola i catalana, 1985-1990, i l'inici d'una fase altament recessiva, 1991 i 1992. Conèixer fins a quin punt els resultats econòmics i financers de l'empresa catalana responen a una dinàmica pròpia d'encerts i errors en les decisions dels agents privats i els responsables de les polítiques públiques o, si per contra, estem davant d'una trajectòria condicionada per factors externs similars als que afecten d'altres països, constitueix una qüestió important per al diagnòstic i les recomanacions a seguir per la recuperació de la via expansiva.

EVOLUCIÓ DE LA SITUACIÓ ECÒNOMICO-FINANCERA DE L'EMPRESA CATALANA EN EL PERÍODE 1985-1992

S'analitza en aquest apartat l'evolució de la situació econòmico-financera de les empreses privades catalanes en el període 1985-1992. Les dades utilitzades provenen de la Central de Balanços del Banco de España (CBBE), la Direcció General de Programació Econòmica (DGPE) de la Generalitat de Catalunya i del projecte BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonized) pel que fa a les informacions d'altres països. Per tenir més informació sobre les característiques d'aquestes bases de dades pot veure's el llibre *Central de Balanços 1992* editat pel Banco de España i l'«Informe anual de l'empresa catalana» de la DGPE de la Generalitat de Catalunya. Una vegada analitzades les especificitats de les respectives mostres, la seva fiabilitat i representativitat, s'ha optat per basar aquest treball en dades del conjunt d'empreses privades amb seu social a Catalunya, excloent el sector energètic, per analitzar la situació i tendències de l'empresa catalana i en dades de la submostra d'empreses manufactureres quan s'efectuen comparacions internacionals. Segons que ja s'ha argumentat en d'altres ocasions, és així com, al nostre parer, s'obté una major fiabilitat en l'anàlisi.

El gràfic 1 conté l'evolució, en els darrers vuit anys, dels principals indicadors de rendibilitat: Resultat net després d'impostos més despeses financeres sobre Actiu net total² i Resultat net després d'impostos sobre Fons propis. En aquest mateix gràfic hi figura també el Palanquejament calculat com a diferència entre la rendibilitat de l'Actiu net total i el Cost financer de referència

GRÀFIC 1
RENDIBILITAT I PALANQUEJAMENT DE L'EMPRESA PRIVADA CATALANA



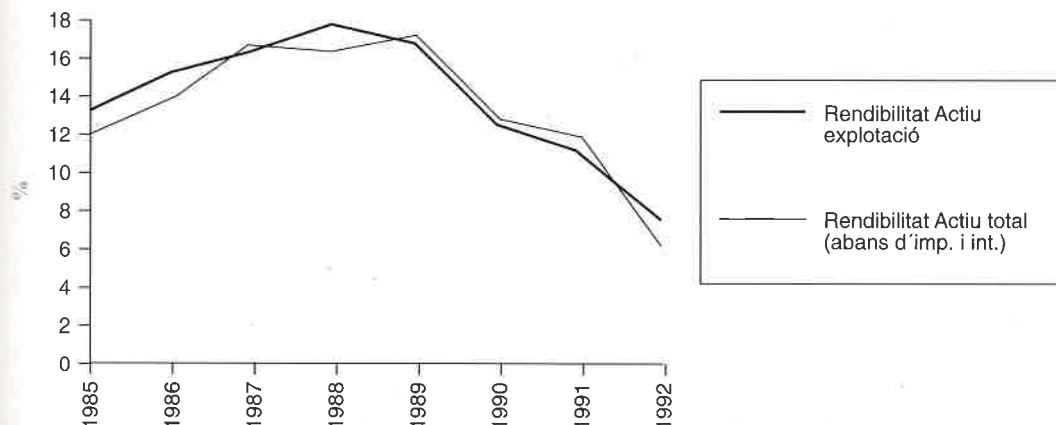
5. Per calcular el cost financer de referència, el cost real es pondera pel pes que l'immobilitzat material representa sobre l'Actiu net total i el cost nominal es pondera pel complement a 1 de la relació anterior. La diferència entre la rendibilitat de l'Actiu net total i aquest cost financer de referència és igual a la diferència entre la rendibilitat de l'Actiu net total que s'obtidria incorporant als resultats el benefici derivat de la revalorització dels immobilitzats deguda a la inflació i el cost del finançament aliè.

que és, de fet, una mitjana ponderada entre el cost nominal del finançament aliè (Despeses financeres/Endeutament amb cost) i el cost real, calculat descomptant la taxa d'inflació.³ El palanquejament incorpora així una estimació dels resultats derivats de la tinença d'immobilitzats i mesura, amb més precisió del que es fa habitualment, la propensió inversora.

Les tendències que es dibuixen en aquest gràfic són molt clares: de 1985 a 1987 es produeix una important millora en la rendibilitat de l'empresa privada catalana, la qual es manté en cotes força elevades en els exercicis de 1987, 1988 i 1989. En aquests anys, malgrat que el cost del finançament aliè era tant en termes nominals com reals molt alt, el palanquejament es manté entorn del +2%. Aquest diferencial comporta un cert incentiu per a les inversions productives. A partir de 1990 es produeix una importantíssima davallada dels resultats empresarials i a l'exercici de 1992 s'arriba a mínims històrics: Resultat net negatiu pel conjunt de la mostra i palanquejament inferior a -5%, amb la qual cosa els incentius per l'inversió productiva es veuen molt mermats.

En el gràfic 2 pot veure's l'evolució de la rendibilitat de l'Actiu total i la dels Actius d'explo-tació. És evident el paral·lelisme entre l'una i l'altra. Per aquest motiu analitzarem les causes de la seva evolució considerant exclusivament aspectes relacionats amb l'explo-tació, que ens permet deixar de banda allò que és més anecdòtic o circumstancial.

GRÀFIC 2
RENDIBILITAT TOTAL I DE L'EXPLOTACIÓ DE L'EMPRESA PRIVADA CATALANA



4. E. Genescà (1993): «L'empresa espanyola: rendibilitat i estructura financera», *Revista Econòmica de Catalunya*, 23.

5. Que van permetre a les empreses satisfer forts increments de demanda sense variar substancialment l'estructura productiva.

6. E. Genescà i V. Salas, (1994): «Factors de cost i diferenciació en la competitivitat de l'empresa catalana» a *Economia catalana davant el canvi de segle*, BBV.

QUADRE 1
RENDIBILITAT DE L'ACTIU D'EXPLOTACIÓ. EMPRESA PRIVADA CATALANA 1985-1992

	85	86	87	88	89	90	91	92
Rendibilitat Actiu net explotació	13,2	15,2	16,3	17,6	16,6	12,1	10,7	7,1
Despeses de personal/Valor afegit	64,1	60,7	62,8	62,7	65,4	69,5	69,8	71,8
Marge brut	35,9	39,3	37,2	37,3	34,6	30,5	30,2	28,2
Valor afegit/Actiu explotació (%)	57,0	55,8	62,9	66,2	68,8	63,6	60,2	54,2
Amortitzacions i Provisions/Actiu explotació	7,3	6,7	7,1	7,1	7,2	7,2	7,5	8,2
Rendibilitat Actiu expl.: (3)*(4)-(5)	13,2	15,2	16,3	17,6	16,6	12,2	10,7	7,1
Despeses Financeres/Valor afegit	14,3	11,5	10,1	8,7	9,-	10,9	11,3	13,3
Despeses Financeres/Benefici brut-Impostos	42,8	32,6	31,0	27,0	31,3	43,0	44,9	55,1

Font: Central de Balanços del Banc d'Espanya (CBBE) i Direcció General de Programació Econòmica (DGPPE) de la Generalitat de Catalunya

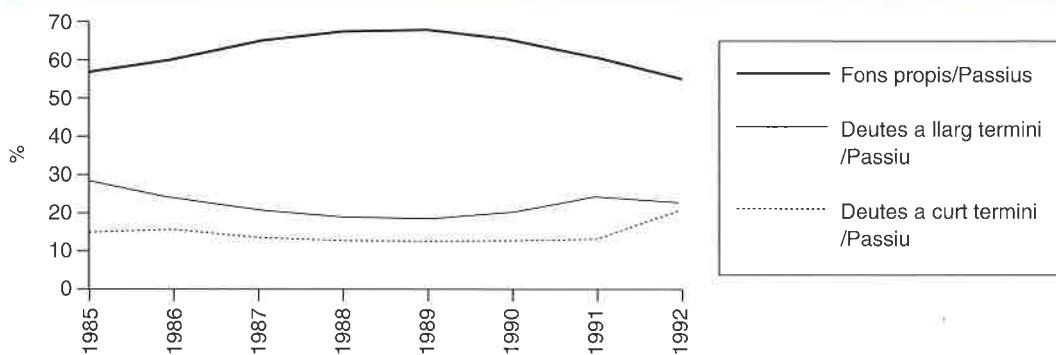
En el quadre 1 es fa una anàlisi de la rendibilitat d'explotació tot desglossant-la en els seus components de marge i rotació. El primer element explicatiu de l'evolució de la rendibilitat és el cost laboral unitari (Despeses de personal/Valor afegit) que de 1986 a 1992 sofreix un increment, en termes reals, del 18,3 %, la qual cosa comporta, sens dubte, una important pèrdua de competitivitat dels productes catalans en els mercats internacionals, tal com més endavant veurem. A l'article publicat en aquesta mateixa revista, Genescà, E. (1993),⁴ pot trobar-se un estudi detallat de les raons que expliquen la contenció dels costos salarials que es produeix fins al 1988 i les del fort augment que es dona a partir del 1989. En el primer període (1985/89), els elements més rellevants foren una conjuntura internacional favorable reforçada per una adequada paritat de la pesseta, l'existència de capacitats de producció excedents,⁵ la introducció a partir de 1984 d'elements flexibilitzadors del mercat laboral i, molt fonamentalment, una voluntat de concertació present en tots els agents socials per tal de superar la crisi. La conjuntura internacional, la millora dels resultats empresarials i, més endavant, la creació d'ocupació van animar la demanda interior i així va anar-se realimentant el procés de millora. A partir de 1989, aquest panorama canvia radicalment. En primer lloc, les dificultats de comunicació entre Govern, Sindicats i Patronal pressionen fortament, segons podem veure en el Quadre 1, sobre el cost laboral unitari. A partir de 1990, a la pèrdua de competitivitat provocada pels augments dels costos salarials s'uneix una sobrevaloració de la cotització de la pesseta i una conjuntura internacional poc favorable.

El segon element explicatiu de l'evolució de la rendibilitat és la rotació (Valor afegit/Actiu net de l'explotació) que mesura la productivitat de la inversió. El fort augment que es produeix de 1986 a 1989 (+23 %) s'explica perquè les empreses van satisfer, en part, els augments d'activitat mitjançant ocupacions creixents de la capacitat productiva. En aquests exercicis la variació per fluxos externs dels immobilitzats materials fou poc superior al nivell necessari per a la reposició. Això, que des del punt de vista de la rendibilitat és positiu, indica que les empreses no van aprofitar aquest període per millorar i renovar l'aparell productiu amb la intensitat que les circumstàncies permetien.

De 1990 a 1992 la rotació cau un 21 %. Les causes són, en primer lloc, la disminució de l'ocupació de la capacitat productiva derivada de l'alentiment de l'activitat i, en segon lloc, l'aparentment sorprenent augment de les taxes d'inversió productiva que es dona en aquests exercicis. La variació per fluxos externs de l'immobilitzat material (Compres-Vendes d'Actius immobilitzats/Stock inicial), que estava entre el 10 % i el 15 %, passa a assolir valors superiors al 20 % a partir de 1990. Aquest fenomen pot tenir dues interpretacions. La primera és que en produir-se en aquest període uns costos de personal creixents va afavorir-se un procés de substitució de treball per capital (Genescà, E. i Salas, V. [1994]).⁶ La segona explicació es basaria en la rigidesa dels plans d'inversió que fan difícil l'adaptació del volum d'actius fixos als canvis d'activitat.

Per tal de completar la nostra anàlisi, a més de l'estudi de l'evolució de la rendibilitat i els seus determinants cal veure també com ha evolucionat l'estructura financera, és a dir, l'estructura del passiu, de l'empresa catalana. En el gràfic 3 pot comprovar-se que l'augment de pes dels Fons propis sobre el Passiu total amb cost és paral·lel a l'evolució de la rendibilitat. El pes dels

GRÀFIC 3
ESTRUCTURA DEL PASSIU DE L'EMPRESA PRIVADA CATALANA



Genescà, E. i V. Salas (1994): «La reactivació de la economia espanyola. Una perspectiva empresarial». *Cuadernos de información económica*, 85.

Fons propis (Capital i Reserves) augmenta un 21 % de 1985 a 1989. Les causes es desprenen del que fins aquí s'ha dit: augment del *cash flow* de la mà dels resultats, contenció dels dividends (que es mantenen entre el 4 % i el 6 % del Fons propis en tot el període), contenció de la inversió a nivells poc superiors als de reposició i, finalment, augment, per fluxos externs, dels Fons propis (noves aportacions de capital) de gairebé el 10 % en els exercicis de 1987 a 1989 degut, probablement, al signe i magnitud del palanquejament.

La substitució de l'endeutament per Fons propis i el manteniment del cost financer unitari entorn del 15 % determina que, tal com pot veure's en el Quadre 1, en aquest primer període el pes de les Despeses financeres sobre el Valor afegit tendeixi a disminuir. També disminueix fortament la relació entre les Despeses Financeres i el Benefici brut després d'impostos. El complement a 100 d'aquest ratio és una mesura dels recursos generats per la pròpia empresa que estan disponibles, en principi, per la inversió o la substitució d'endeutament per recursos propis.

De 1990 a 1992 les tendències canvien radicalment de signe tal com ho demostra el fet que el pes dels Fons propis es redueixi un 19 %. Les causes són la caiguda dels resultats, l'abans esmentat augment de la inversió i un alentiment de les noves aportacions de capital (la seva quantia és en aquest segon període similar o inferior als dividends) degut al poc atractiu que tenen les inversions empresarials. La conseqüència de l'augment de l'endeutament és l'increment dels costos financers, el qual agreuja el deteriorament dels resultats.

COMPARACIÓ AMB EUROPA

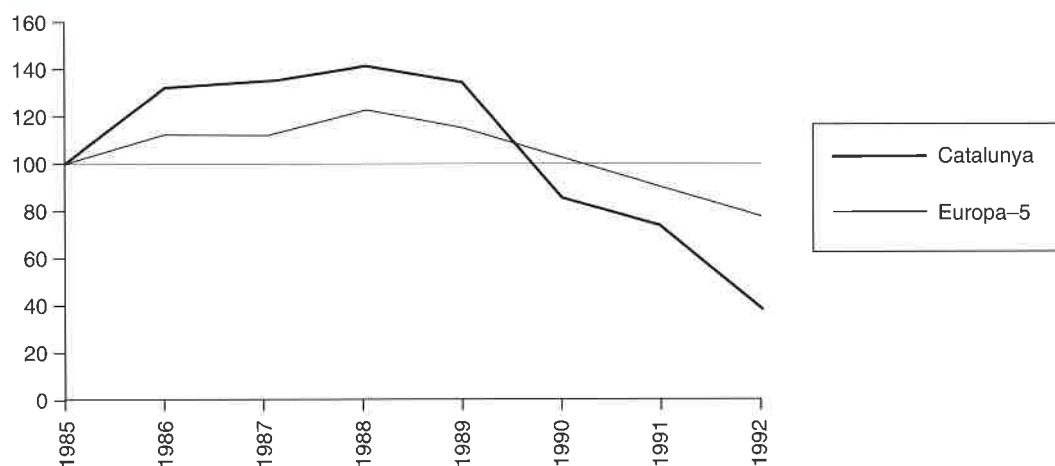
En aquest apartat veurem en quina mesura l'evolució de la rendibilitat i l'estructura financerera que es dona en l'empresa catalana és similar a la que va produir-se durant el mateix període en els altres països de la Comunitat europea. Es tracta d'identificar fins a quin punt les causes que expliquen la situació de l'empresa catalana són similars a les que es donen en les empreses d'altres països o, si per contra, són específiques. Això és molt rellevant per veure si en aquest període s'han produït avenços o retrocessos en la competitivitat, ja que no pot oblidar-se que el seu nivell ve determinat per les diferències respecte a altres països més que no pas pels seus valors absoluts. Aquesta comparació internacional es fa a partir de les respectives mostres d'empreses manufactureres ja que és en les quals s'ha aconseguit un major nivell d'harmonització comptable dels resultats entre països. Les mitjanes europees amb què es compara «Catalunya» corresponen a una mitjana, ponderada segons el pes de la seva indústria manufacturera, dels següents països: Alemanya, Espanya, França, Itàlia i Regne Unit. En l'article de Genescà, E. i Salas, V. (1994)⁷ pot trobar-se una detallada explicació de com s'han calculat els elements de referència que serviran per fer la comparació. Les variables utilitzades coincideixen amb les que es mostren en el Quadre 1, malgrat que ara es refereixen únicament a les empreses manufactureres.

QUADRE 2
RELACIÓ DE PALANQUEJAMENT* 1985-1992

	CATALUNYA	EUROPA-5
1985	107	137
1986	136	151
1987	131	141
1988	140	163
1989	135	147
1990	85	113
1991	82	113
1992	46	95

* Rendibilitat d'explotació*100/Cost financer de referència.
Font: CBBE, BACH, DGPE i elaboració pròpia.

GRÀFIC 4
RENDIBILITAT D'EXPLOTACIÓ



La relació entre la rendibilitat de l'actiu d'explotació i el cost financer de referència, Quadre 2, mostra un apropament de Catalunya a Europa entre 1985 i 1989, anys en els quals, a més, la primera variable supera a la segona és a dir, el palanquejament és positiu i, en conseqüència, el quocient és més gran que ú. A partir de 1990 es produeix un descens important de la relació de palanquejament, que si bé es dona en tots els països és, però, més acusat a Catalunya on el 1992 la rendibilitat de l'actiu d'explotació és igual a la meitat del cost financer de referència.

En el Gràfic 4, la comparació es fa per la variable rendibilitat d'explotació. El perfil relatiu Catalunya-Europa és molt similar al que s'observa en l'anterior variable. La conclusió que es desprèn d'aquesta informació és que a partir de 1990 la dinàmica dels resultats econòmics de l'empresa catalana està marcada per factors diferencials respecte dels que incideixen en el conjunt de l'empresa europea, és a dir, existeixen aspectes específics de la realitat empresarial catalana que expliquen l'especificitat de l'evolució dels resultats de les seves empreses.

Segons el que ja s'ha vist en el Quadre 1, la rendibilitat d'explotació és el resultat del producte entre el marge d'explotació i la rotació. El quadre 3 mostra l'evolució d'aquestes dues variables. Tant per a Catalunya com per a Europa, la rotació del capital té una major estabilitat intertemporal que el marge. En conseqüència, l'evolució de la rendibilitat ve marcada sobretot per l'evolució del marge d'explotació.

Un component important del marge és el cost de personal per unitat de producte. Segons pot veure's en el Quadre 4, el cost laboral unitari de les empreses europees mostra una notable

QUADRE 3
MARGE D'EXPLOTACIÓ I ROTACIÓ 1985-1992*

	MARGE NET D'EXPLOTACIÓ		ROTACIÓ ACTIU EXPLOTACIÓ	
	CATALUNYA	EUROPA-5	CATALUNYA	EUROPA-5
1985	100	100	100	100
1986	119	111	111	100
1987	109	112	123	100
1988	110	118	128	102
1989	100	119	134	96
1990	72	109	119	94
1991	69	95	107	94
1992	41	86	95	92

* 1985 = 100
Font: CBBE, BACH, DGPE i elaboració pròpia.

QUADRE 4
COST LABORAL UNITARI 1985-1992*

	CATALUNYA	EUROPA-5
1985	64 %	70 %
1986	60 %	69 %
1987	62 %	69 %
1988	62 %	67 %
1989	65 %	67 %
1990	71 %	69 %
1991	72 %	70 %
1992	75 %	71 %

* Despeses de personal *100/Valoració afegit.
Font: CBBE, BACH, DGPE i elaboració pròpia.

QUADRE 5
COBERTURA DELS COSTOS FINANCERS I ENDEUTAMENT 1985-1992*

	COBERTURA		TAXA	
	DESPESES FINANCERES		D'ENDEUTAMENT	
	CATALUNYA	EUROPA-5	CATALUNYA	EUROPA-5
1985	45 %	30 %	47 %	58 %
1986	32 %	24 %	44 %	59 %
1987	29 %	22 %	38 %	57 %
1988	24 %	20 %	35 %	56 %
1989	25 %	22 %	33 %	57 %
1990	36 %	27 %	36 %	57 %
1991	39 %	29 %	36 %	57 %
1992	50 %	32 %	47 %	58 %

* Despeses financeres *100/Resultat net d. imp. + Despeses financeres + Amortitzacions i provisions.
* Endeutament amb cost *100/Passiu net.
Font: CBBE, BACH, DGPE i elaboració pròpia.

estabilitat en el temps, contràriament al que succeeix a les empreses catalanes. A Catalunya, el cost laboral unitari disminueix fins al 1988 i, a partir d'aquest any, manifesta una marcada tendència creixent que coincideix amb el descens del marge i la consegüent caiguda de la rendibilitat. Tot apunta, per tant, que el comportament diferencial del cost laboral unitari de l'empresa catalana en relació amb l'europea és el factor determinant de l'allunyament de les taxes de rendibilitat catalanes respecte de les de l'empresa europea.

Les dues últimes variables objecte de comparació (Quadre 5) es refereixen a mesures d'endeutament, tant en termes de fluxos com d'stocks. Fins al 1989 les despeses financeres creixen menys que els fons interns generats per l'empresa catalana. En aquest exercici, 1989, les tres quartes parts d'aquests fons estarien lliures per ser utilitzats en el pagament de dividends, cancel·lar deutes o invertir en nous projectes, després d'haver pagat les despeses financeres. La situació aquest any és molt similar a la d'Europa. El 1992, la situació ha canviat radicalment. Així, mentre els

fons disponibles són en l'empresa catalana solament del cinquanta per cent, a l'empresa europea equivalen a les dues tercers parts dels que s'han generat internament. De fet, des de 1990 l'activitat inversora de l'empresa manufacturera catalana es veuria, per aquest motiu, amb una menor disponibilitat de recursos financers generats internament i disponibles per a la inversió que l'empresa europea. Com a conseqüència, tal com es veu en les dues darreres columnes del mateix quadre, a partir de 1990, el pes de l'endeutament en el Passiu augmenta molt més a Catalunya que no pas a Europa.

CONCLUSIÓ

El comportament dels costos laborals unitaris, i les seves conseqüències sobre l'evolució del marge i la rendibilitat, marca l'evolució del procés de convergència de Catalunya cap a Europa, en les variables que habitualment s'utilitzen per mesurar els resultats de les empreses. Entre 1982 i 1988, mentre els costos laborals unitaris de Catalunya decreixien o es mantenien estables, els resultats de l'empresa catalana van convergir fins als de l'europea. A partir de 1989, quan a Catalunya el cost laboral sobre el valor afegit va augmentar fortament, es produeix de nou un procés de divergència.

La gestió dels costos laborals es converteix així en una qüestió clau per a la recuperació de la rendibilitat. Cal apropar-se de nou al nivell de rendibilitat d'Europa ja que acabarà essent el llindar a partir del qual es posaran o no en marxa nous projectes d'inversió. Aprofundir en la gestió del cost laboral està fora dels objectius d'aquest treball. Pot afirmar-se, però, que la reducció d'aquest cost als nivells de finals dels anys vuitanta requerirà la combinació de reduccions salarials i millores en la productivitat parcial del treball. Les dues vies de solució porten algun temps en marxa, de la mà de la contenció salarial i la destrucció massiva d'ocupació. A curt termini, aquestes són, probablement, les úniques solucions factibles, però a mig termini cal trobar solucions més positives. El manteniment dels salaris com a forma de possibilitar millores en el nivell de vida, i el manteniment de l'ocupació, com a forma que aquestes millores del nivell de vida s'extenguin a un major nombre de persones, són els objectius a aconseguir. Fer-los compatibles passa necessàriament per augmentar la productivitat dels treballadors al mateix temps que s'expandeix l'ocupació gràcies a l'augment de la producció total. És a dir, es tracta de ser competitius sense haver de renunciar al nivell dels salaris i això únicament és factible augmentant la inversió, especialment en actius intangibles que han de permetre produir i vendre béns i serveis de més valor per als clients.