



Cambra de Comerç  
de Barcelona

Gabinet d'Estudis Econòmics  
16 de novembre de 2009

Comissió de Política Econòmica

---

## **L'AJUSTAMENT DE LES EXPECTATIVES**

**Document per a debat de la Comissió de Política Econòmica  
de 16 de novembre de 2009**



## Índex

<b>1. Introducció</b> .....	3
<b>2. Anticipació</b> .....	5
<b>3. Divergència</b> .....	9
<b>4. Tendències</b> .....	12
<b>5. Fragilitat</b> .....	17
<b>6. Ajustament</b> .....	22
<b>7. Conclusió</b> .....	25
<b>Fonts i conceptes</b> .....	32



## 1. Introducció

El propassat mes d'octubre el Cercle d'Economia va fer pública una nota d'opinió titulada "Canvi econòmic i responsabilitat política" en la que advertia sobre el perill de que la greu crisi econòmica i institucional que afecta al conjunt d'Espanya posés en risc "els avenços assolits durant la nostra vida en democràcia". Com a conclusió, el document del Cercle feia una crida a "adoptar de manera immediata i decidida les mesures necessàries per afrontar el greu problema de la desocupació i per dissenyar una estratègia creïble de sortida que permeti reconduir els nostres creixents desequilibris macroeconòmics, en termes de dèficit i deute". En especial, el document del Cercle feia èmfasi en la responsabilitat de la política i dels polítics per aconseguir una sortida ràpida i exitosa, ja que "les crisis econòmiques exigeixen posar en marxa polítiques i reformes que no poden portar a terme els actors privats per si mateixos" (Anton Costas, El Periódico, 2/11/09).

L'objectiu principal d'aquest document de treball per a debat de la Comissió de Política Econòmica és destacar el fet que els desequilibris macroeconòmics als que es refereix la nota del Cercle són la conseqüència d'uns altres desequilibris més profunds d'arrel microeconòmica, i que una sortida efectiva de la crisi únicament serà possible mitjançant una transformació en profunditat del teixit econòmic i del marc institucional que condiciona les decisions empresarials. L'anàlisi es centra en les condicions que han de fer possible aquesta transformació necessària, posant l'accent en la centralitat de l'esperit emprenedor, enfocat a crear riquesa més que a buscar mecanismes per apropiarse les rendes de la riquesa creada. Des d'aquest punt de vista, el present document de treball es pot considerar complementari al del Cercle.

El document s'estructura en cinc punts i un apartat final de conclusions:

El primer punt ("anticipació") destaca la importància de les expectatives empresarials com a motor del creixement econòmic i posa en evidència com la caiguda en picat i sense precedents històrics del beneficis nets de les societats no financeres espanyoles (després de descomptar les despeses de reposició del capital productiu, els interessos i els impostos) a partir de l'any 2005 anticipava la profunditat de la crisi actual.



El segon punt ("divergència") identifica la divergència creixent entre expectatives i resultats empresarials com el principal factor darrera l'insostenible propensió a l'endeutament del sector empresarial al llarg dels últims anys.

El tercer bloc ("tendències") destaca la tendència decreixent dels beneficis empresarials en una perspectiva de llarg termini, i en un context de globalització dels mercats, augment de la competència i maduració del cicle del producte als principals sectors de suport de l'economia espanyola (com l'automoció i el turisme, entre d'altres).

El quart punt ("fragilitat") mostra com els factors que tendeixen a reduir els beneficis empresarials a llarg termini han quedat amagats durant la llarga fase expansiva degut a la reducció dels tipus d'interès. Com a contrapartida, l'elevat nivell d'endeutament situa al sector empresarial en una situació de fragilitat: quan l'endeutament és elevat una petita modificació a l'alça en els tipus d'interès o en la taxa de retorn pot desencadenar una caiguda abrupta dels beneficis i canviar radicalment les expectatives.

El cinquè punt ("ajustament") avalua la magnitud de l'ajustament necessari per fer convergir les expectatives amb la "nova normalitat" que emergirà de la crisi, i l'impacte d'aquest ajustament sobre el conjunt de l'economia.

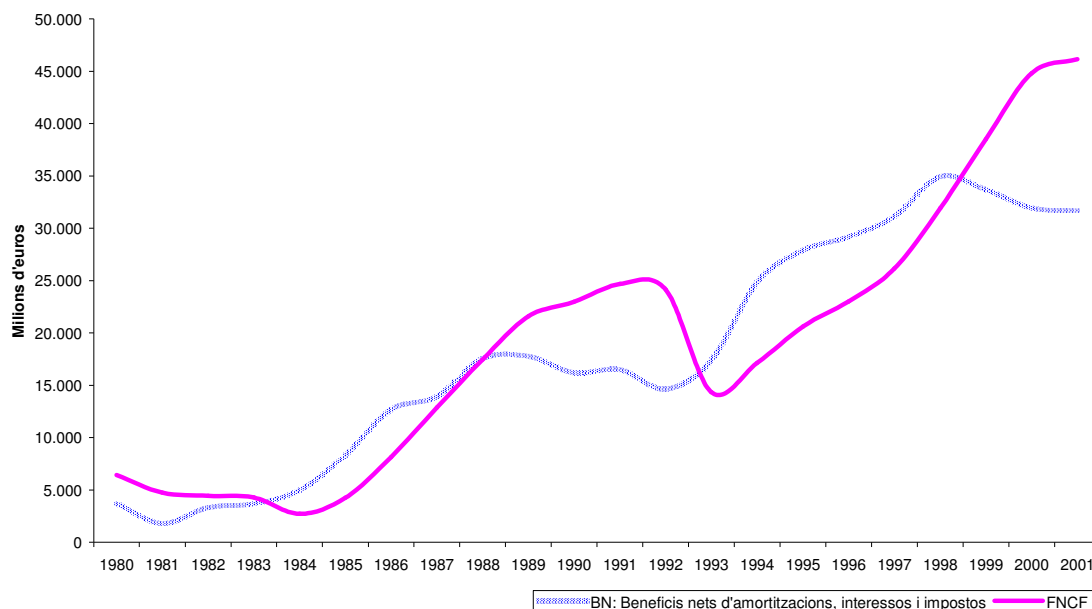
Finalment, l'apartat de conclusions valora els factors que determinen les tendències sobre les que s'han de construir unes expectatives ajustades al nou escenari "post-crisi", i com l'evolució d'aquests factors en el futur dependrà de la profunditat del canvi institucional i sectorial que hauran d'afrontar les economies catalana i espanyola al llarg dels propers anys. En coincidència amb l'opinió del Cercle, les reformes que han de fer possible aquest canvi requereixen d'un ampli consens polític i social i, en absència d'aquest, de l'assumpció decidida de responsabilitats per part del Govern. El present document estén aquesta demanda a la societat civil i, en especial, al sector empresarial en sentit ampli, compostat per treballadors, directius i empresaris, que en altres temps també havia liderat els canvis – especialment a Catalunya. També ara li toca assumir la seva quota de responsabilitat, facilitar el consens i compartir objectius, instruments i estratègies.

## 2. Anticipació

En paraules d'un conegut polític socialdemòcrata alemany els beneficis d'avui són la inversió de demà i l'ocupació de demà passat. El paper crucial dels beneficis com a incentiu i condició necessària del creixement econòmic en les economies de lliure mercat ja va ser reconegut pels economistes clàssics dels segles XVIII i XIX (Smith, Ricardo y Marx). Mentre que l'obra posterior de Keynes posa l'accent en la centralitat de les expectatives de benefici i, especialment, en la seva volatilitat davant la incertesa d'un món en canvi constant.

Històricament s'observa una elevada correlació entre el flux de beneficis nets generats per les empreses i la inversió neta realitzada. En el cas de les societats no financeres espanyoles el Gràfic 1 permet comparar l'evolució dels beneficis nets (línia clara) i de la formació neta de capital fix (línia més fosca), entre els anys 1980 i 2001.

G1 : Beneficis Nets vs. Formació Neta de Capital Fix



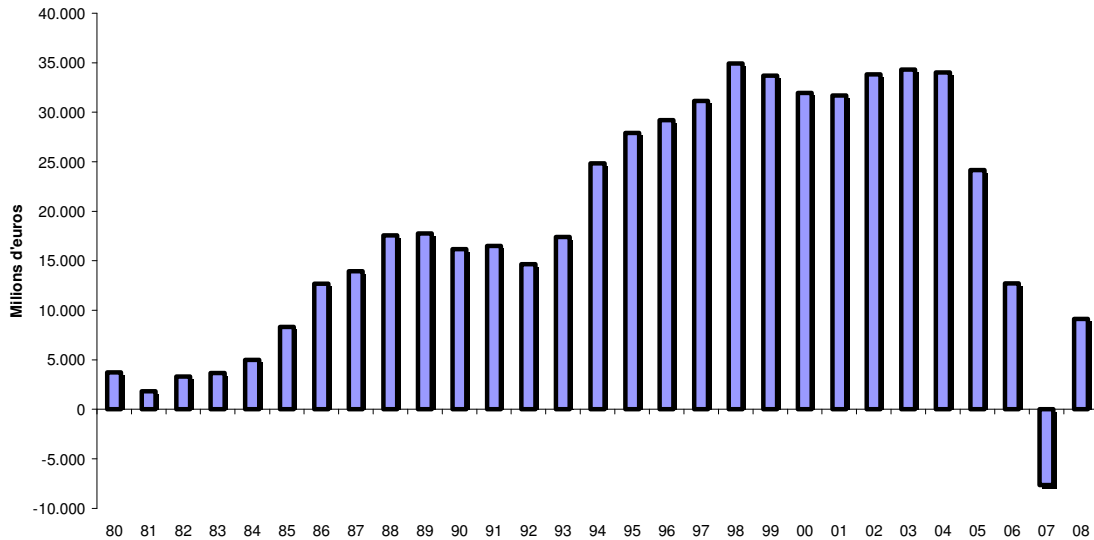


Els beneficis nets són la part residual de l'excedent empresarial que resta després de descomptar les despeses de reposició del capital productiu, els interessos del deute acumulat i els impostos liquidats. En una economia amb un sistema financer desenvolupat els determinants últims de la inversió empresarial són les expectatives de beneficis futurs realitzables a llarg termini. Quan els beneficis presents se situen per sota dels esperats les empreses augmenten el seu endeutament per aprofitar les oportunitats de benefici esperades. I, al contrari, quan els beneficis realitzats se situen per sobre de les expectatives les empreses poden decidir destinar l'excés a amortitzar part del deute acumulat o invertir en actius financers. Per tant, i tal com s'aprecia al Gràfic 1, uns anys la inversió neta se situarà per sobre dels beneficis realitzats, i uns altres anys per sota. Però les desviacions entre els beneficis esperats i els realitzats no haurien de ser ni extraordinàries ni sistemàtiques, i de mitjana les dues sèries (la inversió i els beneficis) haurien de mantenir la proporcionalitat i seguir trajectòries paral·leles a llarg termini.

El Gràfic 2 mostra l'evolució dels beneficis nets (després de descomptar el consum de capital fix, els interessos i els impostos, en valor monetari als preus corrents de cada un dels anys representats) generats pel conjunt de les societats no financeres espanyoles entre els anys 1980 i 2008. Com es pot observar, la tendència dels beneficis és creixent des de la sortida de la crisi de finals dels setanta i primers vuitanta, s'estroneja amb la crisi de principis dels noranta, i torna a reprendre una tendència creixent a partir del 1993.

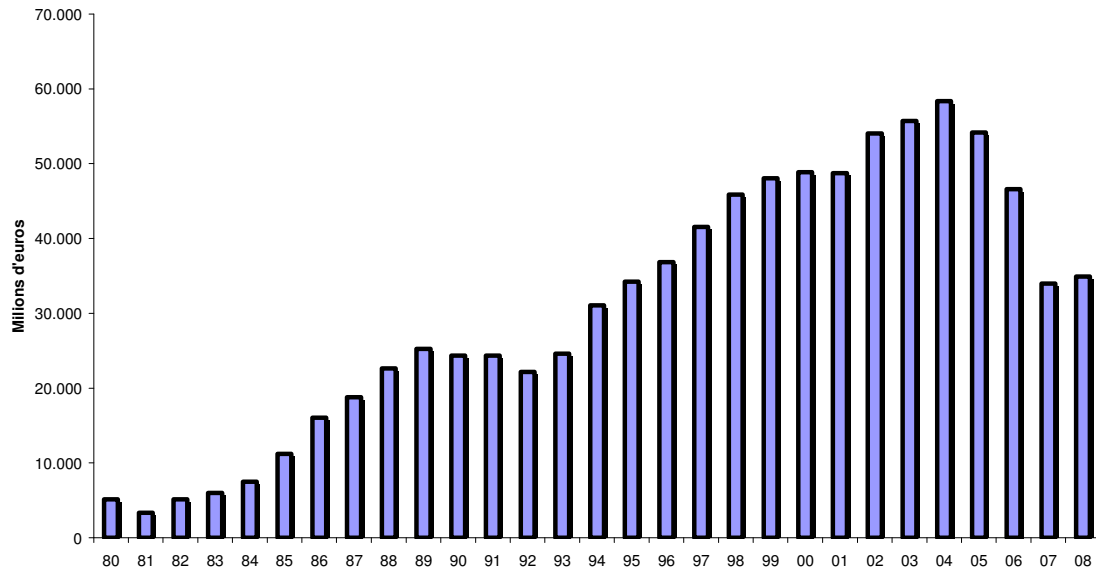
Entre finals dels noranta i fins l'any 2004 la massa dels beneficis nets d'amortitzacions, interessos i impostos de les societats no financeres espanyoles s'estanca en valors propers als 35.000 milions d'euros. I a partir de l'any 2005 es produeix una caiguda sense precedents històrics del volum de beneficis, fins assolir valors negatius el 2007. El 2008, últim any de referència de la sèrie disponible, els beneficis es van situar per sota dels 5.000 milions d'euros, un valor inferior als observats tots els anys des del 1986 –amb excepció del 2007.

**G2 : Beneficis de les Societats No Financeres,  
Nets d'Amortitzacions, Interessos i Impostos**



Durant els últims anys la importància de les plusvàlues afluïdes en alguns sectors –en particular l'immobiliari– podria introduir un cert biaix en l'evolució dels beneficis després d'impostos. Per eliminar aquesta possible distorsió en el Gràfic 3 es mostra l'evolució dels beneficis de les societats no financeres espanyoles després de descomptar el consum de capital fix i els interessos, però abans d'impostos. L'evolució dels beneficis abans d'impostos segueix una trajectòria ascendent més clara durant més temps, en comparació amb els beneficis després d'impostos, però també s'observa una ràpida caiguda a partir de l'any 2005, fins establir-se en valors propers als 35.000 milions d'euros durant 2007 i 2008. La qual cosa representa un retrocés del flux de beneficis abans d'impostos fins valors similars als realitzats –a preus corrents– fa més de deu anys, cap a mitjans dels noranta.

**G3 : Beneficis Nets (Abans d'Impostos)**



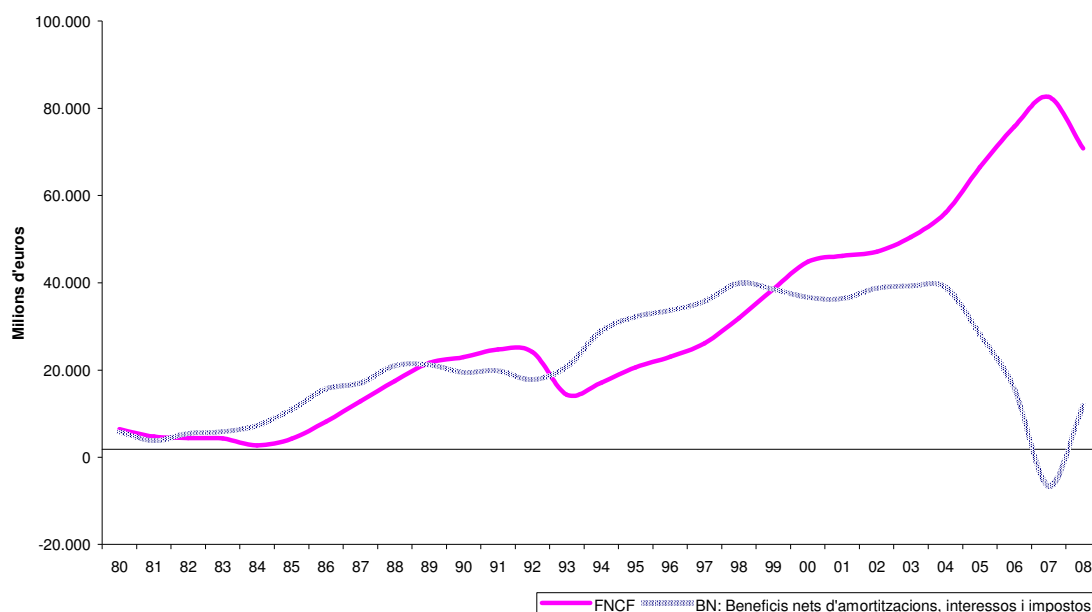
En conclusió: el creixement de les economies de lliure mercat depèn bàsicament de la inversió empresarial, que al seu torn depèn de les expectatives de benefici, que no reflecteixen necessàriament els beneficis ja realitzats, però que tampoc poden divergir sistemàticament. La caiguda dels beneficis de les societats no financeres espanyoles a partir de 2005 *anticipava* la profunditat de la crisi actual.



### 3. Divergència

Des de principis de l'actual dècada inversió i beneficis segueixen trajectòries divergents: mentre que els beneficis nets cauen (línia clara), la inversió neta augmenta (línia fosca), tal com es mostra al Gràfic 4.

G4 : Beneficis Nets vs. Formació Neta de Capital Fix



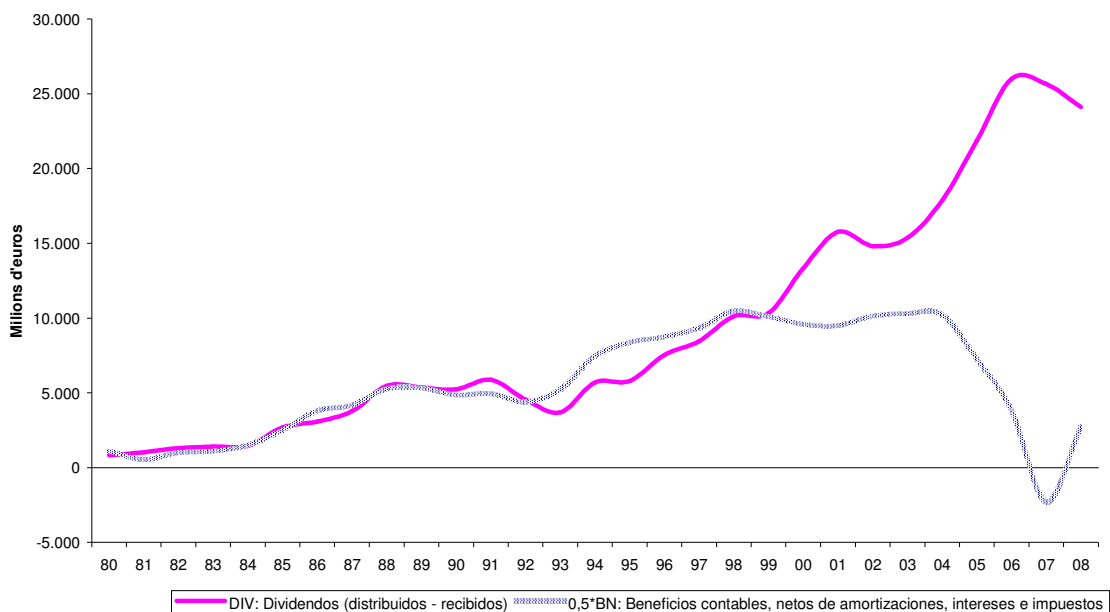
Aquest gràfic és idèntic al Gràfic 1, amb l'afegit dels anys 2002 a 2008. El diferencial entre les dues sèries representades assoleix un màxim d'uns 90.000 milions d'euros l'any 2007, però es comença a corregir durant 2008. D'acord amb els arguments anteriors, aquest diferencial reflectiria una divergència creixent entre les expectatives en que s'han basat els plans d'inversió de les societats no financeres espanyoles i la realitat dels beneficis realitzats. (Cal tenir en compte que la inversió neta del sector empresarial no inclou la inversió residencial a càrrec de les famílies.)

La hipòtesi d'una divergència creixent entre expectatives i realitzacions de benefici es veu reforçada quan s'observa l'evolució dels dividends repartits per les societats no financeres. La possibilitat de repartir dividends depèn, com la inversió, del flux esperat de beneficis. Al llarg del cicle econòmic les empreses acostumen a repartir

dividends en línia amb el que consideren la senda sostenible dels seus ingressos a llarg termini. D'aquesta manera envien un senyal als mercats sobre la sostenibilitat dels seus resultats, que es la base sobre la que es calcula el seu valor de mercat.

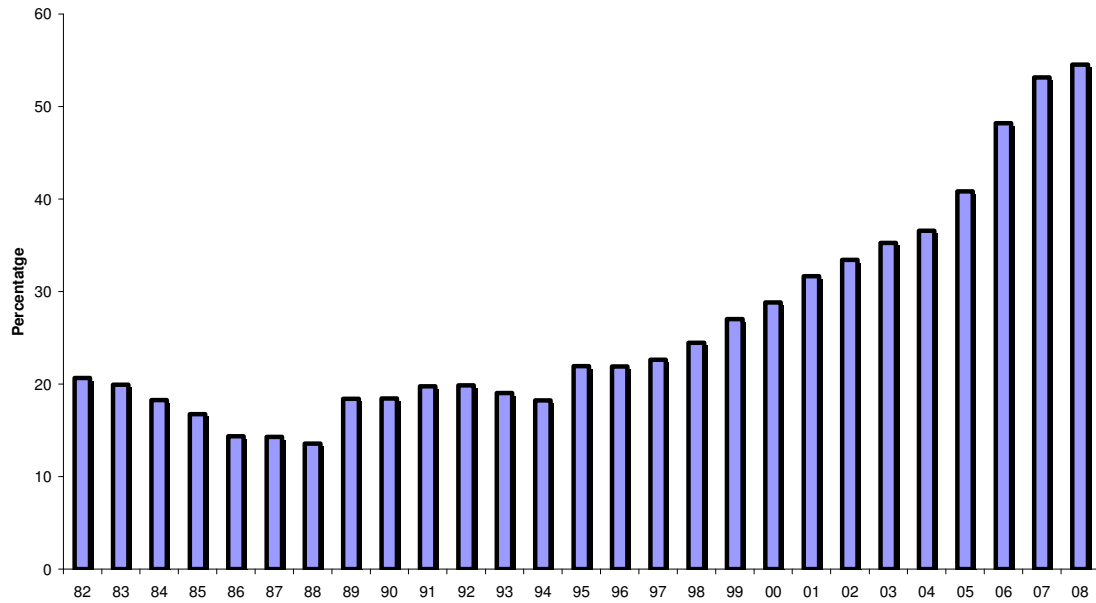
Com es pot observar al Gràfic 5, els fluxos de dividends (línia fosca) i beneficis nets (línia clara, ponderats per una taxa de repartiment constant del 50 %) segueixen sendes pràcticament paral·leles fins principis de l'actual dècada. I, com en el cas del Gràfic 4, les dues sèries divergeixen sistemàticament durant el que resta de dècada, per començar a ajustar-se molt moderadament a partir de 2007.

G5 : Beneficis Nets ( x 0,5) vs. Dividends



La conseqüència més directe d'aquesta divergència persistent entre expectatives i realitzacions de benefici és l'endeutament creixent del sector empresarial, com es pot observar al Gràfic 6, que mostra el percentatge que representen els préstecs (a curt i llarg termini, exclouent el crèdit comercial) acumulats pel conjunt de les societats no financeres espanyoles, com a proporció del seu capital fix net valorat a preus corrents. Aquest percentatge passa de situar-se per sota del 30 % fins l'any 2000 a superar el 50 % el 2008.

G6 : Préstecs a Curt i Llarg termini / Estoc de Capital Fix a Preus Corrents



En conclusió: l'endeutament acumulat per les societats no financeres espanyoles en el seu conjunt és resultat directe de la *divergència* creixent entre expectatives i resultats, en un entorn amb tipus d'interès decreixents.

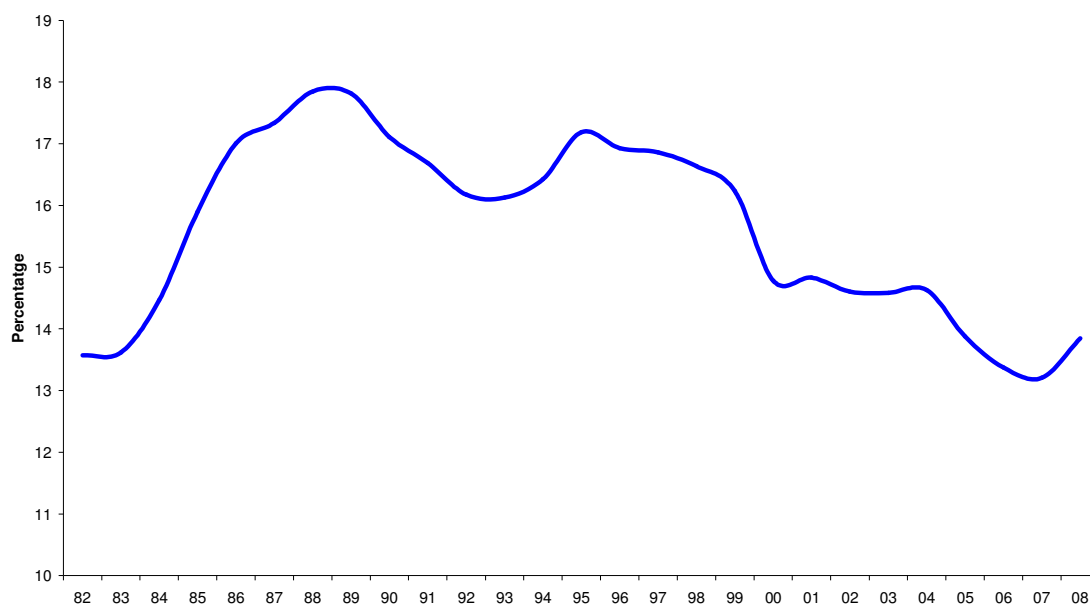
#### 4. Tendències

Es podria pensar que la davallada dels beneficis empresarials és un fenomen singular i atípic, que apareix de sobte durant la segona meitat de la dècada actual, i que reflecteix bàsicament la crisi dels sectors immobiliari i constructor. Per tant, es tractaria d'un problema localitzat en el temps i en l'estructura sectorial de l'economia. Una vegada s'assumeixin les pèrdues del sector immobiliari i els beneficis de la resta de sectors es recuperin durant la fase ascendent del cicle es tornaria a reprendre la senda de creixement normal.

El problema amb aquesta interpretació relativament tranquilitzadora és que no encaixa amb els fets. En primer lloc, perquè la caiguda dels beneficis comença ja el 2005 i s'aguditza durant els anys següents, quan els sectors immobiliari i constructor es trobaven en el punt àlgid del cicle expansiu. I, en segon lloc, perquè no té en compte l'evolució dels factors que determinen l'evolució dels beneficis nets a llarg termini, i que anticipen les tendències de fons que ara es manifesten de forma aparentment brusca i focalitzada en el sector immobiliari.

El primer factor a considerar és l'excedent brut d'explotació, que es mostra al Gràfic 7 com a percentatge del valor total (abans d'IVA) de la producció de béns i serveis realitzada per les societats no financeres, al llarg del període 1982–2008.

G7 : Excedent Brut d'Explotació / Valor de la Producció (sense IVA)





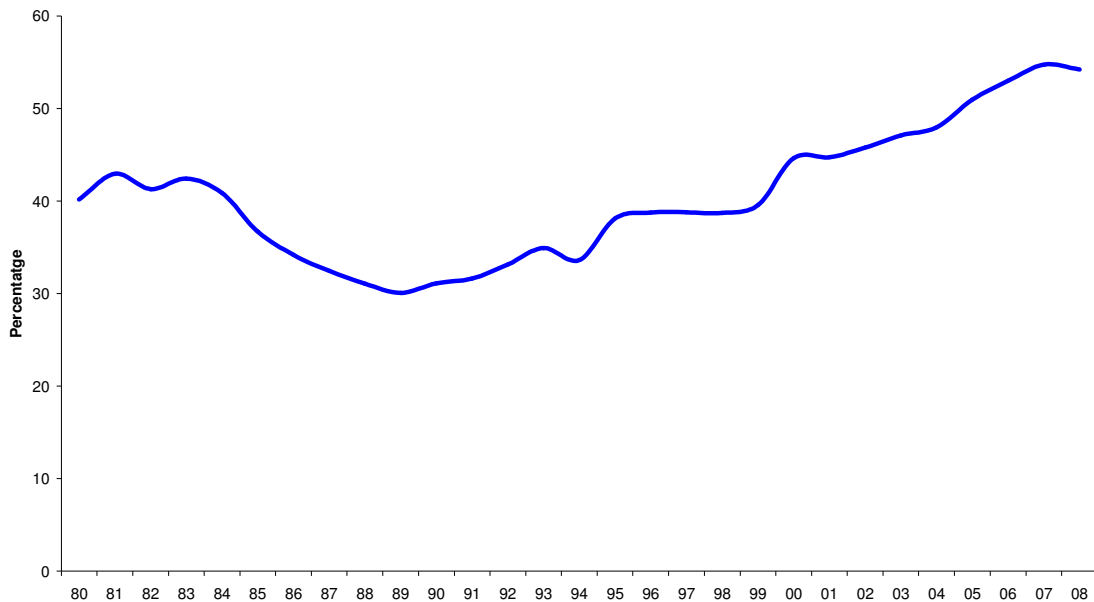
Com s'observa al gràfic, des de finals dels vuitanta el marge brut del sector empresarial comença a declinar, des de prop del 18 % l'any 1989 fins un 14 % el 2008. Quatre punts percentuals sencers menys en poc més de 15 anys, amb fluctuacions cícliques moderades a l'alça i a la baixa al voltant d'una tendència clarament descendent.

És possible que la pèrdua de competitivitat acumulada per l'economia espanyola al llarg dels últims anys s'hagi traduït en una compressió gradual dels marges de benefici dels sectors empresarials més exposats a la competència internacional i, en particular, als sectors industrial i turístic. Aquesta compressió dels marges hauria permès que la pèrdua de quota de mercat de l'economia espanyola en el comerç mundial de béns i serveis hagi estat relativament moderada en comparació amb altres països europeus (amb excepció d'Alemanya), malgrat el diferencial d'inflació persistent amb el conjunt de la UEM.

Per altra banda, la compressió dels marges als sectors més oberts a la competència s'hauria vist parcialment compensada pels marges creixents en altres sectors enfocats al mercat domèstic, com l'immobiliari. A mesura que també caiguin els marges dels sectors immobiliari i constructor es podria posar encara més en evidència la creixent dificultat del sector empresarial espanyol per transformar en excedent el valor de la seva producció, amb tot el que això implica de restricció a la capacitat de generació de benefici net i, en última instància, d'inversió i creixement sostenible.

Un segon factor que incideix en la generació de beneficis és el consum de capital fix, que representa la part de l'excedent que en principi cal reservar per mantenir constant el rendiment del capital productiu. El Gràfic 8 mostra el percentatge creixent que representa el consum de capital fix amb relació a l'excedent brut d'explotació, des d'un mínim del 30 % a finals dels vuitanta a màxims a l'entorn del 55 % els últims anys de la sèrie disponible.

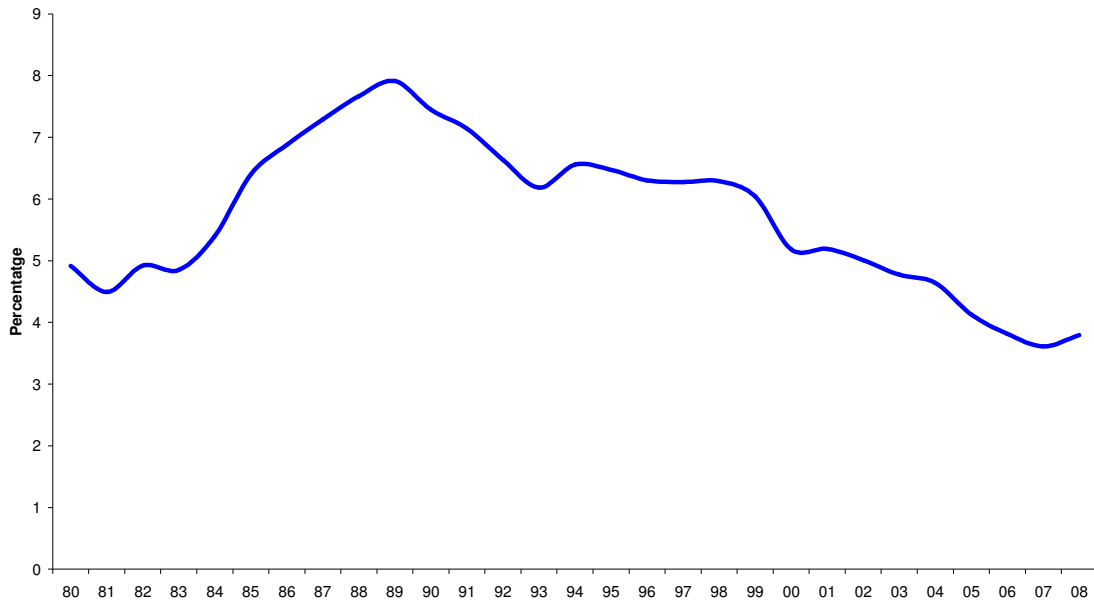
**G8 : Consum de Capital Fix / Excedent Brut d'Explotació**



Aquest fenomen pot ser degut a diferents causes. Per exemple, podria estar reflectint la composició variable de l'estoc de capital al llarg del temps, en favor d'actius amb taxes de depreciació més elevades, com els equips informàtics, i pèrdua de pes relatiu d'actius amb vides útils més llargues, com els edificis i les instal·lacions productives. O la pressió de la competència internacional, que obliga a renovar més ràpidament els equips productius, sense que sigui possible compensar l'amortització accelerada dels equips amb una elevació proporcional dels marges en un mercat cada vegada més global.

La pèrdua de pes relatiu de l'excedent brut amb relació al valor de la producció, combinada amb el pes creixent del consum de capital fix en l'excedent, expliquen la tendència sistemàticament decreixent de la taxa de retorn sobre el capital productiu del sector empresarial no financer de l'economia espanyola, tal com es mostra al Gràfic 9.

G9 : Taxa de Retorn del Capital Fix



La taxa de retorn sobre el capital productiu es la proporció que representen els beneficis abans d'interessos i d'impostos amb relació al capital fix a preus de reposició. Es pot argumentar que el descens de la taxa de retorn és conseqüència del descens en paral·lel dels tipus d'interès reals, que hauria fet disminuir el cost del capital en el seu conjunt. Quan la disminució de la rendibilitat del capital productiu reflecteix l'abundància relativa d'estalvi en el conjunt del sistema es considera part natural dels mecanismes d'ajustament d'una economia de mercat. Però aquest mecanisme deixa d'actuar quan la variació dels tipus d'interès és deguda a intervencions artificials dels bancs centrals, que poden situar el tipus de referència —i com a conseqüència la rendibilitat del capital— per sota del seu valor d'equilibri, donant lloc a un excés d'inversió eventualment insostenible. (Aquesta és una de les interpretacions més populars de les causes de l'actual crisi.)

Des d'una altra perspectiva els determinants de la taxa de retorn s'han de buscar en l'economia real, no en l'esfera financera. Per exemple, en el grau de competència en els mercats de béns i serveis, en la intensitat de la demanda, en la pressió dels costos, així com en altres factors d'ordre tecnològic, institucional i d'estructura social que afecten la distribució de la renda. Des d'aquesta perspectiva els marges de benefici són un indicador de la rendibilitat de la inversió en un entorn



competitiu, i una caiguda de la taxa de retorn podria anticipar una disminució de la taxa d'inversió i, eventualment, del ritme de creixement de l'economia en el seu conjunt.

En conclusió: la hipòtesi d'una tendència secular de creixement ininterromput dels beneficis empresarials, que es trenca de manera imprevisible i abrupta els últims anys no és convincent. Les *tendències* de fons que determinen l'evolució de la taxa de retorn sobre el capital productiu mostren un sector empresarial amb marges bruts decreixents, i amb la necessitat de dedicar una fracció cada vegada més gran de l'excedent a la reposició del capital productiu, però sense poder repercutir a preus els augments de costos, en un entorn de mercat on la competència és global.

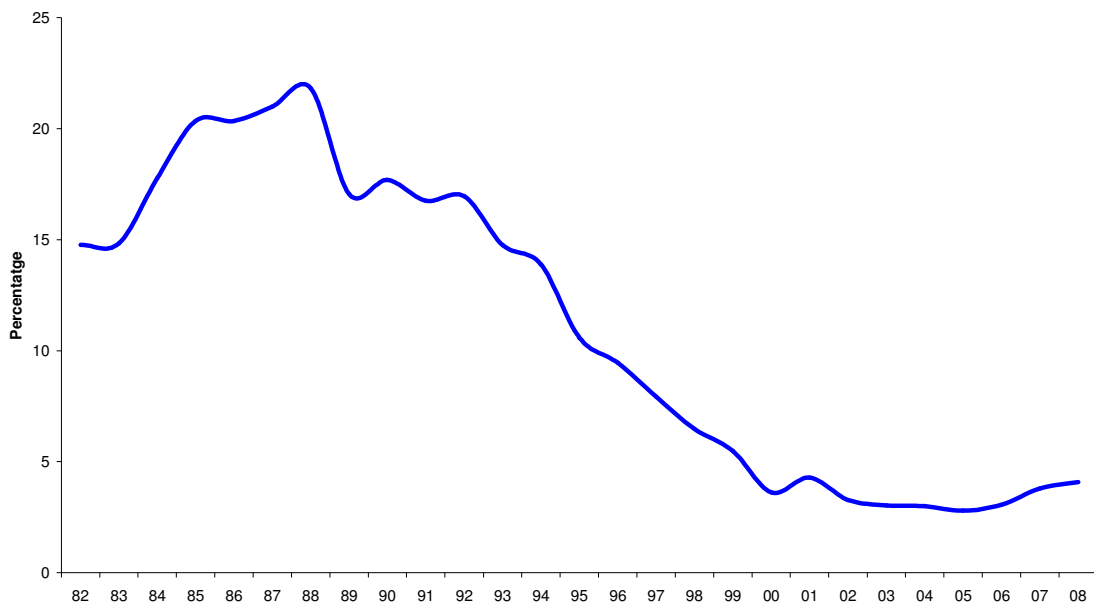
Però, si és així, com explicar l'augment sistemàtic de la taxa d'inversió durant la llarga fase expansiva?



## 5. Fragilitat

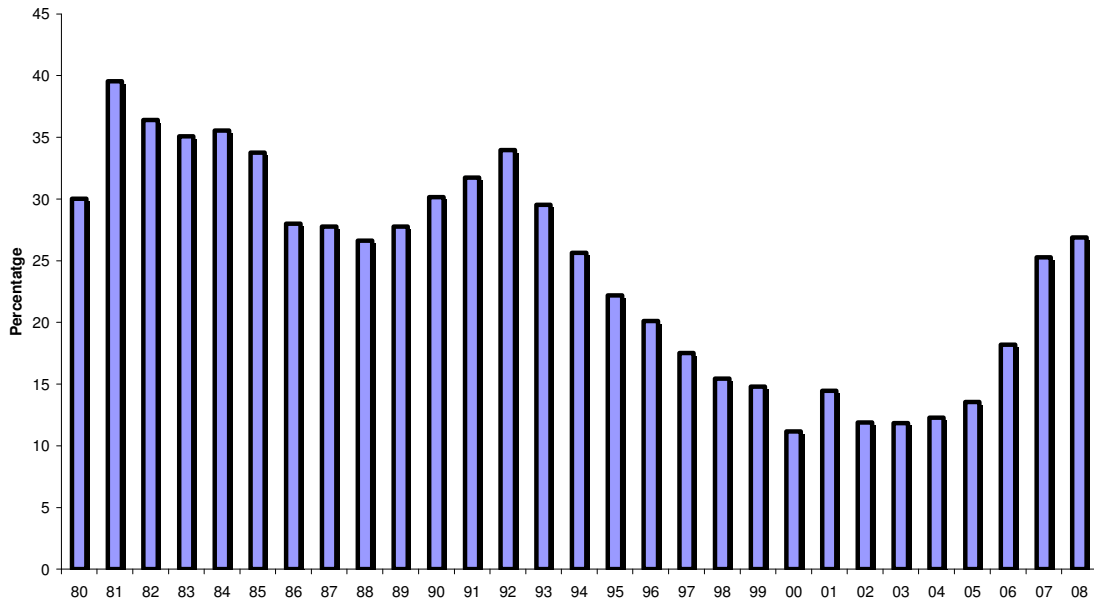
La clau per explicar el dinamisme de la inversió durant la fase expansiva la té l'evolució dels interessos (pagats menys rebuts per) les societats no financeres. Aquesta evolució es mostra al Gràfic 10, que representa el valor implícit de la taxa d'interès aplicada al deute empresarial (calculada com el percentatge que representen els interessos pagats com a proporció del deute acumulat).

**G10 : Tipus d'Interès Implícit del Deute Acumulat**



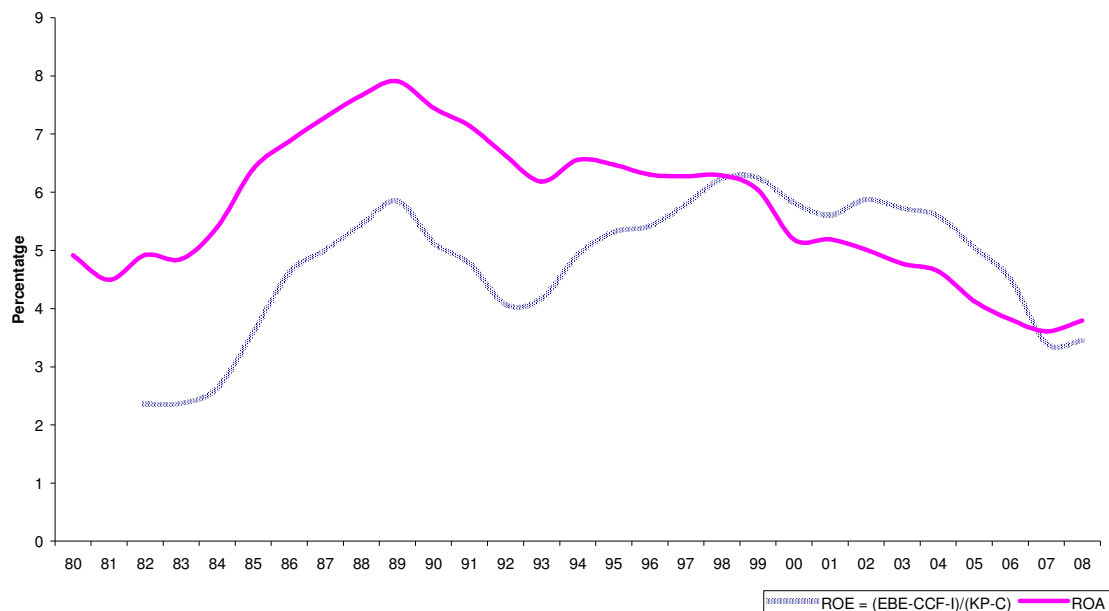
Mentre que el Gràfic 11 mostra el percentatge igualment decreixent que representa la càrrega total dels interessos suportats per les empreses com a proporció de l'excedent brut, fins l'any 2004, tot i el ràpid augment de l'estoc de deute que es posa de manifest al Gràfic 6.

G11 : Interessos (Pagats menys Rebuts) / Excedent Brut d'Explotació



El descens dels tipus d'interès aplicats al deute empresarial ha compensat, en part, la pressió sobre els beneficis derivada de la contracció dels marges bruts i de l'augment dels costos de reposició del capital. Com a conseqüència, la taxa de benefici calculada com a percentatge dels beneficis nets (d'amortitzacions i d'interessos) amb relació al capital propi (restant del valor del capital fix a preus corrents o de reposició el valor del deute acumulat) ha registrat una evolució molt diferent a l'experimentada per la taxa de retorn sobre el capital total, com es pot apreciar al Gràfic 12. Mentre que la taxa de retorn sobre el capital total (línia fosca) cau sistemàticament des de finals dels vuitanta, la taxa de benefici sobre el capital propi (línia clara) augmenta tendencialment fins a finals dels noranta –amb oscil·lacions cícliques més pronunciades que la taxa de retorn.

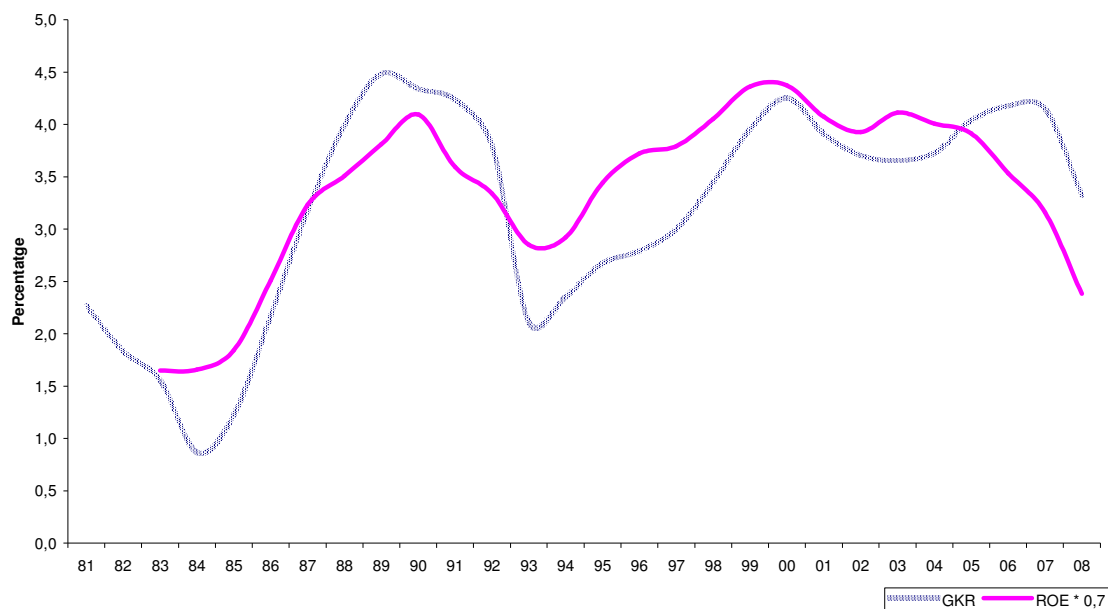
G12 : Taxa de Retorn del Capital Fix vs. Taxa de Benefici del Capital Propi



A continuació, el Gràfic 13 posa de manifest l'elevada correlació que s'observa històricament entre la taxa de creixement de l'estoc de capital fix del sector empresarial no financer (línia clara, calculada en volum, utilitzant el deflactor de la FBCF) i la taxa de benefici sobre el capital propi (línia fosca, retardada un període i ponderada per un factor inferior a la unitat, per tenir en compte la part del benefici destinada a impostos i dividends).

Aquesta correlació no és casual: la taxa de benefici sobre el capital propi indica la taxa de creixement sostenible de l'estoc de capital fix que, en condicions d'equilibri, ha de convergir amb la taxa de creixement dels beneficis empresarials.

G13 : Taxa de Benefici vs. Taxa de Creixement del Capital Fix



De l'observació del Gràfic 13 es desprèn que, durant la major part del període històric considerat, les societats no financeres, en el seu conjunt, prenen decisions d'inversió en línia amb el valor realitzat de la taxa de benefici sobre el capital propi. És a dir: formen plans i expectatives de manera "adaptativa", tenint en compte els valors realitzats de les variables rellevants i revisant-les a mesura que aquests valors canvien. La qual cosa sembla un procediment raonable per formar expectatives davant d'un futur essencialment incert, que garanteix un ajustament gradual de la taxa d'inversió als canvis en les condicions econòmiques.

De l'observació del Gràfic 13 també es desprèn una segona conclusió: a partir de l'any 2004 la taxa de benefici comença a caure sistemàticament, mentre que la taxa d'acumulació de capital repunta a l'alça. És a dir, les expectatives de benefici es tornen més volàtils que adaptatives, i es deslliguen aparentment de la realitat econòmica subjacent.

Un problema afegit és la fragilitat de les expectatives en un entorn d'elevat endeutament, ja que a mesura que augmenta el grau d'endeutament també augmenta la variabilitat del resultat econòmic davant d'una mateixa variació proporcional dels factors determinants de la taxa de benefici. Per exemple, amb



una taxa de retorn del 6,5 % i un grau d'endeutament del 22 % (els valors observats l'any 1995) un augment del tipus d'interès del 2 % al 3 % provocaria una caiguda de la taxa de benefici de tres dècimes: del 7,8 % al 7,5 %. Mentre que amb una taxa de retorn del 3,8 % i un endeutament del 55 % (valors observats el 2008) la mateixa variació en el tipus d'interès (del 2 % al 3 %) reduiria la taxa de benefici del 6 % al 4,8 %: un impacte relatiu quatre vegades superior.

Tornant al Gràfic 13, s'observa com durant 2008 les expectatives de benefici que guien les decisions d'inversió tornen a mostrar-se adaptatives (la taxa de creixement del capital es redueix i tendeix a convergir amb la tendència descendent de la taxa de benefici). Ara bé, en un entorn d'elevat endeutament la taxa de benefici cau ara a gran velocitat, reflectint una moderada disminució de la taxa de retorn (del 3,8 % al 3,6 %) i un igualment moderat augment del tipus d'interès (del 3,1 % al 3,8 %) durant 2007<sup>1</sup>.

En conclusió: la caiguda dels tipus d'interès explica el sosteniment de les expectatives de benefici al menys fins l'any 2004, però a partir d'aquest any les expectatives es deslliguen de la realitat, i els elevats nivells d'endeutament assolits accentuen la creixent *fragilitat* del sector empresarial davant variacions en la taxa de retorn i en els tipus d'interès.

Arribats a aquest punt cal preguntar-se per la magnitud de l'ajustament necessari per fer convergir les expectatives empresarials amb les tendències de fons que marquen l'evolució dels beneficis, i per les conseqüències d'aquest ajustament pel conjunt de l'economia.

---

<sup>1</sup> Els valors de referència de la taxa de benefici es consideren amb un període de retard amb relació a la taxa de creixement de l'estoc de capital.



## 6. Ajustament

Una forma de calcular la magnitud de l'ajustament necessari per retornar a una situació d'equilibri és simular quan hauria crescut la formació bruta de capital fix (FBCF) del sector empresarial no financer entre 2005 i 2008 si hagués mantingut la proporcionalitat amb la taxa de benefici efectivament observada cada un dels anys anteriors al de referència. El resultat d'aquest exercici és un diferencial de 45.000 milions d'euros inferior al creixement acumulat per la FBCF durant el període de referència. En altres paraules, en quatre anys la FBCF hauria acumulat uns 45.000 milions d'euros per sobre del seu valor d'equilibri.

Una reducció d'aquest ordre de magnitud en un sol any implicaria per a l'exercici 2009 una caiguda del 26 % amb relació al valor de la FBCF del sector empresarial de l'any 2008 (que va ser de 170.963 milions d'euros). I, de fet, les previsions de la majoria d'analistes per a 2009 apunten a caigudes en la FBCF en maquinària i béns d'equipament del conjunt de l'economia (que bàsicament coincideix amb la inversió no residencial del sector empresarial) d'un ordre de magnitud similar. Per tant, el sector empresarial no financer de l'economia espanyola sembla en camí de corregir ràpidament el desajustament acumulat durant els anys d'eufòria.

Suposant que en anys posteriors l'evolució de la inversió empresarial segueix la senda dels beneficis realitzats, la clau del creixement està en els factors que determinaran aquests beneficis. Sense la possibilitat ja d'augmentar més el grau d'endeutament, la trajectòria de la taxa de benefici sobre el capital propi dependrà dels tipus d'interès i de la taxa de retorn. En aquest sentit, la possible recuperació del dinamisme de l'economia mundial a partir de 2010 podria implicar augments dels tipus d'interès i del preu de les matèries primeres, i en especial del petroli. La impossibilitat de repercutir a preus els augments de costos en un mercat domèstic encara deprimat representarà una dificultat afegida per a les empreses catalanes i espanyoles.

Més enllà de les variacions conjunturals en els preus clau de l'economia, el principal risc a tenir en compte és que les tendències de fons que han pressionat a la baixa la taxa de retorn del capital productiu al llarg dels últims vint anys continuïn actuant durant els propers anys. Si aquest risc es materialitza, el potencial de creixement del sector empresarial s'anirà reduint gradualment.



I, en qualsevol cas, la recuperació de taxes de creixement positives però més moderades en el futur proper es farà des de nivells de producció, capitalització i beneficis molt més reduïts amb relació als anys abans de la crisi. Les societats no financeres espanyoles, en el seu conjunt, estan ajustant la seva capacitat productiva a la baixa entre un 20 % i un 30 % de mitjana. (Amb molta dispersió per sectors, però els sectors que menys s'encongiran no compensaran al conjunt). Suposant que una vegada completat l'ajustament en nivells el sector empresarial se situés en una trajectòria sostenible de creixement entre el 2 % i el 3 % caldrien alguns anys per tornar a recuperar els nivells de producció, ocupació i beneficis d'abans de la crisi.

Aquesta última conclusió té conseqüències importants sobre el conjunt de l'economia i, especialment, amb relació a l'evolució previsible de la taxa d'atur i del dèficit públic.

Pel que fa a la taxa d'atur, és possible que la reducció de la població activa (via caiguda de la taxa d'activitat i retorn d'una part dels immigrants) suavitzi el procés, però és difícilment evitable que durant la propera dècada l'economia espanyola hagi de conviure amb taxes d'atur elevades. Una reforma laboral profunda i efectiva és necessària per afavorir la mobilitat i la formació dels treballadors, que es tradueix en augment de la productivitat via una major contractació estable, però no es pot esperar que faci augmentar la taxa d'ocupació per sobre del que permeten les condicions de competitivitat de l'economia.

Una possible solució seria instrumentar una reducció dels salaris reals que permetés recuperar almenys una part de la competitivitat perduda. Però això no es pot fer si implica una reducció en espiral dels preus finals, perquè provocaria deflació i augmentaria el valor real del deute acumulat en una economia ja molt endeutada als preus corrents. La única forma és congelar el creixement dels salaris nominals i al temps acceptar augments moderats dels preus. Això tindria com a contrapartida una recuperació gradual dels marges de benefici –sobretot en les empreses més subjectes a la competència internacional–, una recuperació de la taxa de retorn i, finalment, un major creixement de la inversió i, eventualment, de l'ocupació.



És obvi que posar en marxa una política de rendes com la descrita exigeix un ampli acord social i polític, i una consciència molt clara del que està en joc i quines són les solucions més efectives en les circumstàncies actuals.

Finalment, la reconducció del dèficit públic ha de tenir en compte el fet que la dimensió de l'economia espanyola s'ha reduït significativament i que els nivells de facturació anteriors a la crisi no es recuperaran en anys. Com a conseqüència, també s'ha reduït la base imposable potencial, al temps que han augmentat les despeses socials derivades d'una taxa d'atur elevada i persistent.

La única solució és reduir les despeses i/o augmentar la pressió fiscal. La qual cosa implica un debat públic i transparent sobre quines despeses són més prioritàries, quines són més controlables i quines es poden suprimir o reduir. I a partir d'aquí plantejar quin és el nivell de pressió fiscal que la societat està disposada a suportar per finançar aquestes despeses.

Com en el cas de l'atur, la solució al dèficit públic és impossible sense un acord ampli i una visió clara i compartida de les polítiques que cal aplicar.





## 7. Conclusió

El creixement del sector empresarial no financer de l'economia espanyola entre els anys 2005 i 2008 ha estat basat en unes expectatives de benefici desproporcionades, que l'esclat de la crisi financera internacional a finals del 2007 han posat finalment en evidència. La divergència creixent entre expectatives i resultats ha generat un excés de capacitat productiva, que es comença a corregir a partir del 2009 i que continuarà al llarg del 2010. Aquest procés és la conseqüència de la revisió brusca però inevitable de les expectatives per ajustar-les a la realitat.

La reducció en curs de la dimensió del sector empresarial català i espanyol és estructural. No es recuperarà automàticament quan es repregui un nou cicle expansiu. A més, la taxa tendencial de creixement del sector empresarial al llarg dels propers anys s'haurà d'ajustar a unes expectatives de benefici i de capacitat de creixement més moderades en comparació amb el passat recent.

La contracció afectarà més als sectors que han estat els principals protagonistes del cicle expansiu, com és el cas dels sectors immobiliari i constructor. Però també està afectant a altres sectors tradicionalment vertebradors de l'activitat i de la capacitat exportadora de l'economia espanyola, com l'automoció i el turisme.

De fet, les tendències de fons que afecten negativament a la competitivitat del sector empresarial venen de lluny, es manifesten per la via d'una compressió progressiva dels marges i afecten principalment als sectors més oberts a la competència internacional.

La caiguda dels tipus d'interès ha compensat temporalment la pressió sobre els marges, però una vegada esgotat aquest efecte transitori els factors que erosionen la capacitat de generació de beneficis de les societats no financeres es tornen a posar de manifest, de manera més accentuada.

Finalment, l'augment progressiu del grau d'endeutament aquests últims anys situa les empreses en una situació de major fragilitat davant possibles canvis en els tipus d'interès i en la taxa de retorn.



El primer pas és reconèixer aquests fets, amb tot el que impliquen. Cal revisar les expectatives de futur de les economies catalana i espanyola sobre una base més realista, però no desesperançada. Malgrat haver perdut dimensió de forma permanent, i estar subjecte a les pressions creixents de la competència en un mercat cada vegada més global, els sectors empresarials català i espanyol tenen potencial per tornar a créixer.

El creixement futur del sector empresarial haurà de comptar necessàriament amb el suport dels principals sectors vertebradors de l'economia, com la construcció, la indústria i el turisme. Però aquests sectors s'hauran de transformar progressivament orientant-se cap a segments d'activitat amb una major capacitat de diferenciació i d'innovació que permeti justificar uns marges més elevats. Al temps que van guanyant pes relatiu els sectors emergents, amb el desenvolupament i la internacionalització creixent dels serveis empresarials, professionals i a les persones.

Les tendències de fons que erosionen la capacitat de creixement dels sectors empresarials català i espanyol no són irreversibles. La clau és recuperar marges de benefici suficients per finançar taxes de creixement elevades.

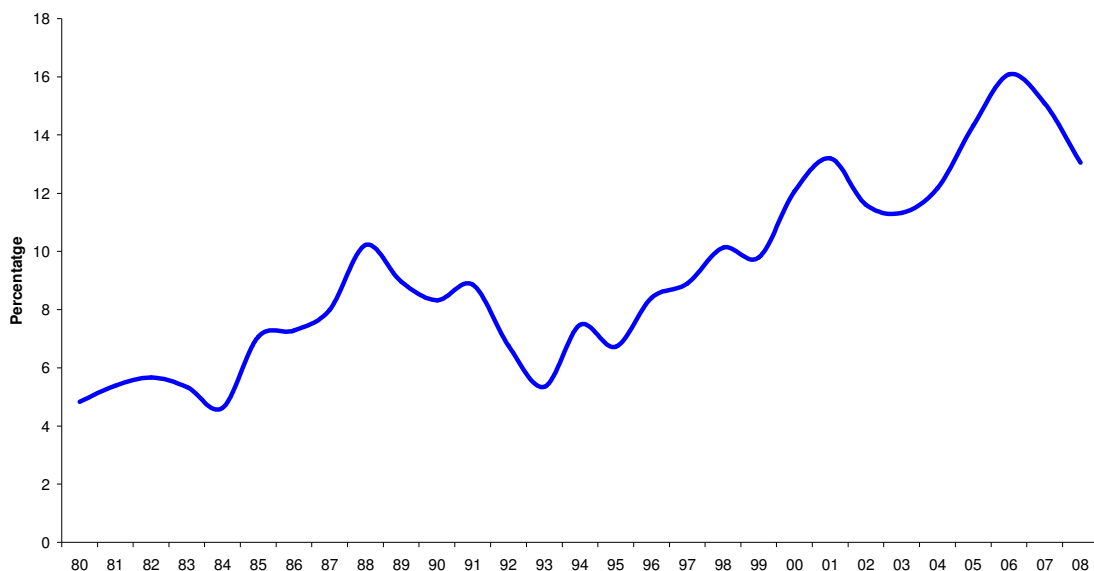
Els beneficis nets són la clau del creixement. En primer lloc, perquè una fracció es reinverteix i, en segon lloc, perquè determinen la solvència de les empreses per recórrer al finançament aliè.

Els agents socials i el sector públic són corresponsables de la capacitat de generació de beneficis al sector empresarial, i de que els beneficis generats es tradueixin en inversió productiva. Quan els agents socials i els governs estan més enfocats a repartir-se les rendes generades que a preservar-les a finançar el creixement futur, l'economia es troba abocada a l'estancament.

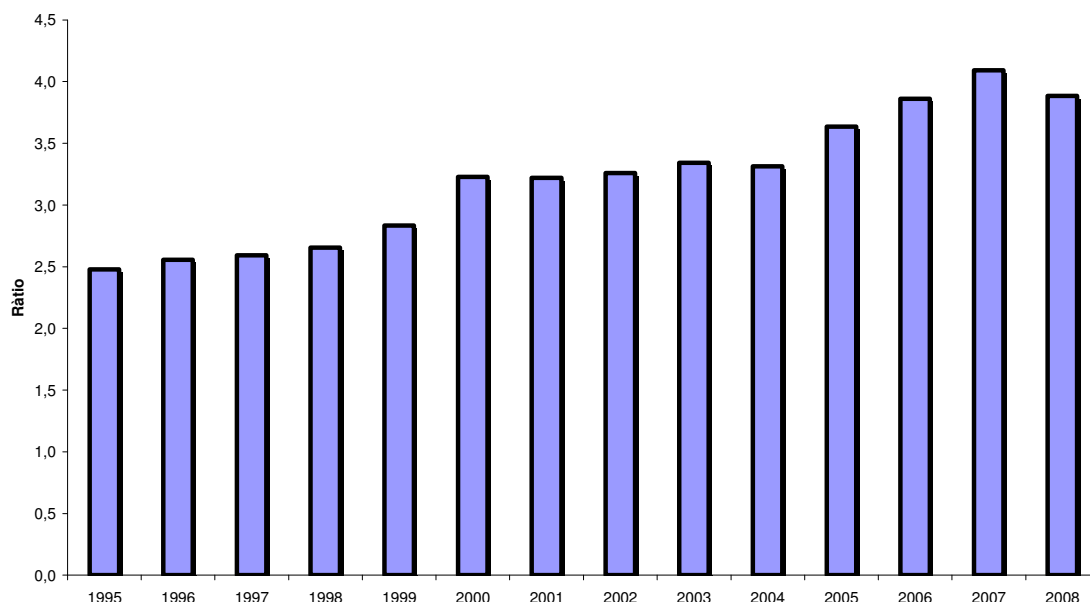
En aquest sentit, cal posar en evidència fins a quin punt les estratègies de captació de rendes han anat guanyant protagonisme al llarg dels anys a l'economia espanyola, en un context plàcid amb tipus d'interès reduïts i elevat dinamisme del comerç mundial. I com aquestes estratègies afecten tant a les rendes del capital com a les rendes del treball, i a la fracció de la renda total apropiada pel sector públic.

Pel que fa a les rendes del capital, el Gràfic 14 mostra el percentatge que representen els dividendes repartits pel conjunt de les societats no financeres espanyoles com a proporció del seu excedent brut d'exploració, entre els anys 1980 i 2008. Es pot observar la tendència sistemàticament ascendent d'aquest valor, especialment pronunciada a partir de la segona meitat dels noranta, fins a triplicar el pes dels dividendes en l'excedent entre el principi i el final del període (de l'entorn del 5 % a mitjans del noranta fins un màxim del 16 % el 2006).

**G14 : Dividends Repartits / Excedent Brut d'Explotació**



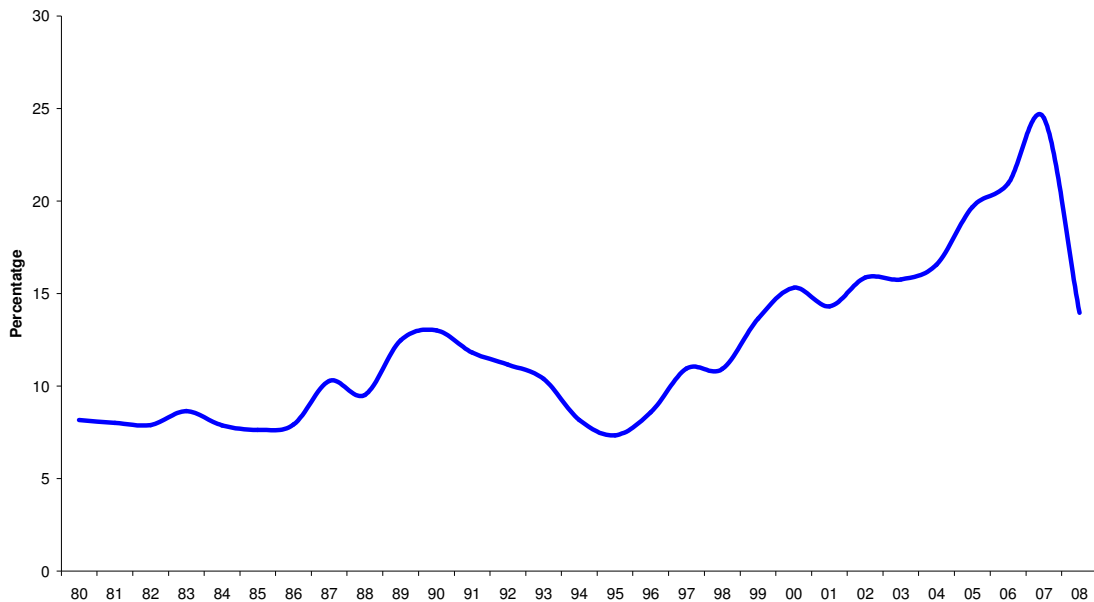
Per la seva banda, les rendes del treball també representen un múltiple creixent de l'excedent net d'exploració (net d'amortitzacions), tal com mostra el Gràfic 15. La sèrie disponible és més curta, però suficient per mostrar com entre 1995 i 2007 la remuneració dels assalariats empleats per les societats no financeres gairebé dobla el seu pes amb relació a l'excedent potencialment disponible per a finançar la nova inversió.

**G15 : Remuneració dels Assalariats / Excedent Net d'Explotació**

L'observació anterior és referir a la massa salarial total com a proporció de l'excedent, i és compatible amb una evolució moderada dels salaris per persona ocupada. Tot i que les remuneracions per assalariat hagin crescut moderadament, una evolució de la massa salarial total sistemàticament superior a la massa dels beneficis s'acabarà traduint en una menor dotació de capital per persona ocupada. Per tant, en una menor productivitat i, eventualment, en la necessitat d'ajustar plantilles per sostenir la viabilitat de l'empresa.

Finalment, el Gràfic 16 mostra el percentatge que representen els impostos directes (sobre els beneficis i el patrimoni) percebuts de les societats no financeres espanyoles com a proporció de l'excedent brut d'explotació, entre els anys 1980 i 2008. Com en el cas dels dividendes, s'observa fins a quin punt una part creixent de les rendes generades pel sector empresarial han estat apropiades i desviades de la inversió productiva, des de mitjans de la dècada dels vuitanta.

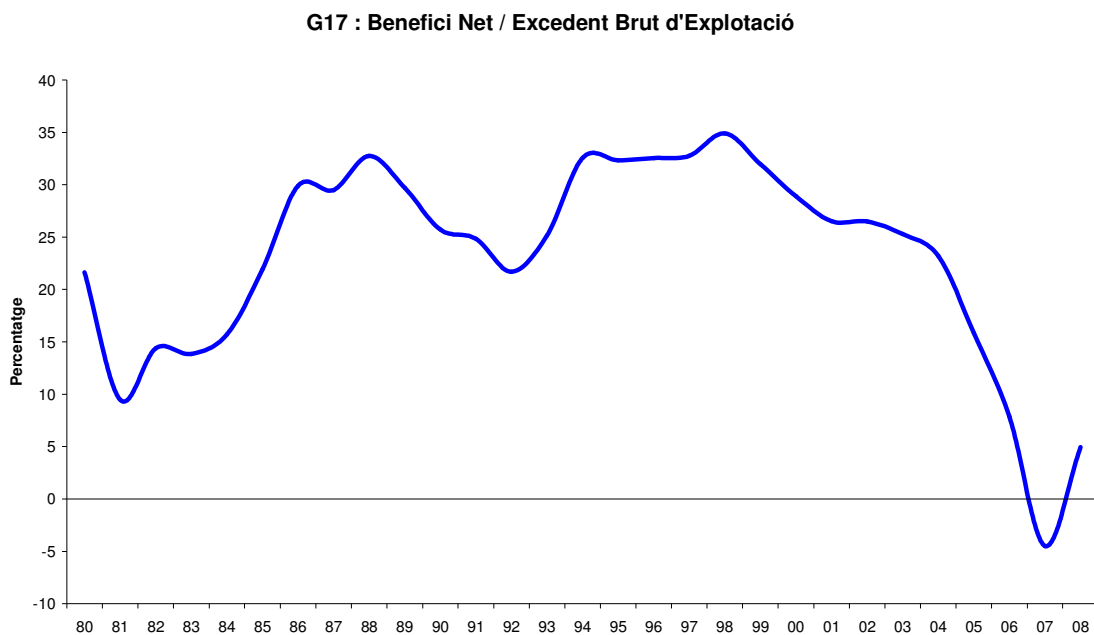
G16 : Impostos Directes / Excedent Brut d'Explotació



El tres gràfics anteriors haurien de fer reflexionar. Si entre tots no canviem d'enfocament, destinant més esforços a crear riquesa que a captar una fracció creixent de la riquesa generada, el futur és l'estancament econòmic. I és en aquest punt en el que té un paper central l'esperit emprenedor. Però no tant la mística de l'emprenedor individual que lluita en solitari per la seva visió de futur, com la convergència de tota la societat envers els valors associats amb l'esperit d'empresa, cadascú des del seu àmbit de responsabilitat. Sentit d'empresa en el sentit més profund de l'expressió, que és molt més que fer negoci i no té res a veure amb garantir llocs de treball obsolets, però sí amb construir projectes de futur que creen nous llocs de treball més qualificats i millor remunerats.

En conclusió: les economies catalana i espanyola afronten una crisi que representa un canvi estructural, no solament un canvi de cicle. El futur no està pre-determinat, però si no es canvien algunes tendències de fons que des de fa anys han estat minant les condicions de competitivitat del sector empresarial estarem abocats a un alentiment progressiu del creixement potencial, amb conseqüències especialment negatives sobre la dimensió i persistència de l'atur i sobre la sostenibilitat de l'estat del benestar.

La crisi actual té més punts en comú amb la de finals dels setanta i primers vuitanta, que amb la crisi de principis dels noranta, però l'actual és encara més profunda. Des d'una perspectiva empresarial la profunditat de la crisi es veu clarament al Gràfic 17, que compara el percentatge que representen els beneficis nets sobre l'excedent brut d'exploració, al llarg del període 1980 a 2008.



De la crisi dels setanta-vuitanta es va sortir amb un pacte de rendes fonamentat en un ampli consens social i polític. Per sortir reforçats de la crisi actual també caldrà un acord d'ampli abast, que permeti aplicar amb èxit les reformes necessàries, tal com s'ha manifestat recentment des del Cercle d'Economia. Quines són aquestes reformes ha estat àmpliament analitzat i debatut. Per tant, no hi ha un dèficit de coneixement del que cal fer, sinó un dèficit de decisió per fer el que cal.

Ara bé, posar en marxa reformes estructurals és condició necessària però no suficient per canviar efectivament el marc institucional –escrit i no escrit– que condiona l'activitat econòmica. Tant o més important que les reformes en sí mateixes són els valors que informen la lletra petita i guien a la pràctica la seva aplicació. El progrés econòmic no és possible sense un progrés paral·lel en els àmbits polític, social i, fins i tot, ètic i cultural.



L'esperit d'un nou pacte social i econòmic per sortir reforçats de la crisi ha de recollir els valors essencials que representen l'interès general de l'economia i la societat, i que no es poden subordinar als interessos de grups i estaments particulars. La responsabilitat de vetllar per aquests valors comença per la classe política que has estat escollida per representar-nos. Però tots som responsables tant de les expectatives que ens han de guiar el nostre futur, com de la seva possible realització.



### Fonts:

La font principal de les dades utilitzades al text són les sèries anuals de les *Cuentas financieras de la economía española*, publicades pel Banc d'Espanya, que són consistent amb les sèries per sectors institucionals de la *Comptabilitat Nacional* publicada per l'INE.

Els principals apartats consultats són les *Cuentas de operaciones no financieras de las sociedades no financieras* i el *Balance financiero de las sociedades no financieras al Detalle por instrumentos de las cuentas no consolidadas*.

### Conceptes:

- *Beneficis nets després d'impostos*

$$B = (1-t) (EBE - \delta K - Di)$$

on *EBE* és l'excedent brut d'explotació;  $\delta$  la taxa de depreciació del capital fix; *K* l'estoc de capital fix a preus corrents (amb el deflactor de la FBCF); *D* és el valor nominal de l'estoc de deute acumulat (*préstamos a corto y largo plazo*); *i* el tipus d'interès del deute i *t* la taxa de l'impost de societats.

- *Taxa de retorn sobre el capital fix*

$$r = (EBE - \delta K) / K$$

- *Taxa de benefici sobre el capital propi*

$$\pi = (EBE - \delta K - Di) / (K - D) = (r - \lambda i) / (1 - \lambda)$$

on  $\lambda = D/K$ .

- *Finançament de la inversió neta (FNCF)*

$$FNCF = \Delta K = [ s(1-t) (EBE - \delta Di) ] + \Delta D$$

on *s* és la taxa de reinversió dels beneficis i  $\Delta D$  els nous préstecs.





- *Relació entre taxa de benefici i taxa de creixement de la capacitat productiva*

$$\Delta K/K = g = [s(1-t)(r-\lambda i)] + \lambda gd = [s(1-t)(r-\lambda i)] + \lambda gd$$

on  $gd = \Delta D/D$

En una situació d'equilibri el grau d'endeutament hauria d'assolir un valor estable i el creixement del deute hauria de coincidir amb el creixement de l'estoc de capital ( $gd = g$ ). Per tant:

$$g = [s(1-t)(r-\lambda i) / (1-\lambda)] = s(1-t)n$$

Aquesta fórmula expressa la taxa de creixement de la capacitat productiva (que en equilibri coincideix amb la taxa de creixement del producte) en funció de la taxa de retorn, el grau d'endeutament i el tipus d'interès, en la primera expressió. I en funció de la taxa de benefici sobre el capital propi, en la segona expressió (la taxa de benefici inclou l'efecte de les altres tres variables: taxa de retorn, grau d'endeutament i tipus d'interès).

De la fórmula anterior es desprèn que augments en la capacitat d'endeutament incrementen la taxa de benefici i la taxa de creixement d'equilibri, quan  $r > i$ , i les disminueixen en cas contrari ( $i > r$ ).