

BENEFICIOS EMPRESARIALES AL ALZA

Evolución de los beneficios de las empresas cotizadas: alcista y volátil

Los beneficios empresariales ocupan un lugar destacado en diversas parcelas del análisis económico tanto teórico como aplicado, como, por ejemplo, la macroeconomía, la microeconomía, las finanzas corporativas o la valoración de activos, por citar algunas de las más directamente interesadas en dicha variable. Disponer de un buen conocimiento de la evolución de los beneficios es, por tanto, necesario para contrastar y aplicar con provecho los marcos teóricos. Básicamente existen dos fuentes de información sobre los beneficios empresariales. La primera es la contabilidad nacional, que proporciona datos referidos al conjunto del sector empresarial de un país. La segunda son las cuentas de resultados que presentan las propias empresas a nivel individual y que pueden agruparse para formar un agregado, como, por ejemplo, el de las compañías integrantes de un determinado índice bursátil.

Los criterios metodológicos y los pormenores técnicos de ambos tipos de fuentes son claramente diferentes en aspectos cruciales. Este artículo se centra en los beneficios publicados por las empresas cotizadas en EE. UU.,¹ en concreto las del S&P 500, índice para el cual se dispone de series temporales largas, homogéneas y con desagregación sectorial. También se examinan algunas cifras relativas al índice MSCI de la eurozona, al que pertenecen las principales empresas cotizadas de los países de la región. Lógicamente, por su procedencia, estos datos son indicados para ser utilizados directamente en las áreas de finanzas corporativas y valoración de activos, por ejemplo, para calibrar el rendimiento esperado de una cartera diversificada de acciones norteamericanas y/o europeas. Para otras parcelas, estos registros bursátiles pueden aportar información muy valiosa, pero también abundantes dosis de ruido que no conviene ignorar. Sea como fuere, el examen de los datos bursátiles revela siete rasgos distintivos de la dinámica imperante durante las últimas dos décadas.

Antes de enumerarlos, hay dos cuestiones metodológicas previas relevantes. En primer lugar, y dado que el beneficio obtenido por una empresa en su actividad es, en esencia, la diferencia entre los ingresos generados por las ventas y los costes incurridos, resulta útil separar dos componentes al examinar su evolución. Uno, el efecto volumen, es decir, el aumento de las ventas. Dos, el efecto margen, es decir, la variación del beneficio generado por cada unidad de ventas. El margen de beneficios (beneficios divididos por las ventas) dependerá de la eficiencia de las empresas en sus procesos y del coste de los productos y factores empleados. En segundo lugar, es importante recordar que el beneficio puede medirse en distintos niveles de la cuenta de resultados en función de los gastos (costes) que se sustraen de los ingresos (ventas). Las dos mediciones más utilizadas son el beneficio neto (BN), que detrae todos los gastos, y el beneficio operativo (BOP), que solo resta los gastos operativos (de explotación).

Los siete rasgos mencionados son los siguientes:

Primero: los beneficios han acelerado su crecimiento. Entre 1991 y 2015, el beneficio por acción de las empresas del S&P 500 subió un promedio del 4,5% en tasa anual de crecimiento compuesta en términos reales (tacc). Entre 1946 y 1990, había crecido un 2,9% tacc y tan solo un 0,7% tacc, entre 1871 y 1945 (véase el gráfico).

Segundo: los beneficios del S&P 500 han crecido a un ritmo sensiblemente superior que los de las empresas cotizadas en la eurozona, que se han quedado en un 1,7% tacc entre 1996 y 2015.

Tercero: los beneficios se han comportado mejor que la mayoría de variables de producción o renta. En particular, el PIB real de EE. UU. creció un 2,3% tacc entre 1996 y 2015, y el de la eurozona, un 1,4% tacc.

Cuarto: las ventas han aumentado algo menos que el PIB. Concretamente, un 1,4% tacc para las empresas cotizadas de EE. UU. y un 0,8% tacc para las de la eurozona entre 1996 y 2015.

Quinto: los márgenes de beneficios han aumentado y están en zona de máximos históricos. Así, para las empresas estadounidenses cotizadas, los márgenes de beneficios han pasado del 7,2% en 1996 al 8,4% en 2015. En la eurozona han pasado del 3,6% en 1996 al 5,1% en 2015. En ambos casos, esto permite explicar más de la mitad del incremento de los beneficios en ese periodo.

Sexto: los beneficios se han mostrado más volátiles que en el pasado. En términos estadísticos, la varianza del BN de las empresas del S&P 500 entre 1991 y 2015 ha sido nueve veces mayor que entre 1946 y 1990 y casi 30 veces mayor que en los años anteriores

1. El artículo «Sobre la distribución de la renta empresarial» de este Dossier analiza los datos de contabilidad nacional.

al 1945. Las fortísimas escaladas que tuvieron lugar durante las burbujas tecnológica (1998-2000) e inmobiliaria (2005-2008) tuvieron como contrapunto los desplomes de 2001 y 2009. En términos de BOP, se ha observado bastante menos volatilidad que en el BN, pero en cualquier caso con tendencia a subir en los años recientes.

Séptimo: los beneficios de unos sectores han crecido mucho más rápido que otros. Entre 1996 y 2015 y en el caso de la bolsa de EE. UU., entre los mejores destacan los sectores de la salud (6,3% tacc) y de la tecnología (6,1% tacc). Entre los peores, las *utilities* (-0,4%) y los servicios de telecomunicaciones (-2,5% tacc).²

El análisis de las causas de este auge de los beneficios, con la taxonomía descrita, ha recibido gran atención por parte de economistas, inversores y otros colectivos durante los últimos años. Los focos se han orientado hacia los tres sospechosos habituales cuando aparecen fenómenos amplios y persistentes como el que nos ocupa. A saber, el cambio tecnológico, la globalización y la demografía. De hecho, estas fuerzas pueden haber sido especialmente significativas para las grandes corporaciones integrantes del S&P 500. Así, la globalización ha abierto mercados enormes, de modo que, hoy en día, cerca de un tercio de las ventas de este selecto grupo de empresas se genera fuera de EE. UU. Los cambios tecnológicos han permitido aumentar la productividad y elevar márgenes, especialmente en aquellos sectores con regímenes competitivos del tipo *winners-take-all*. La demografía fue propicia en la primera parte del periodo considerado y empeora en los últimos años en lo que respecta a su incidencia en el crecimiento de las ventas en numerosos sectores. Pero todavía queda patente su influencia, en forma de unos tipos de interés reales excepcionalmente bajos, que ha constituido un factor importante para explicar el alza de beneficios durante estos 20 años.

Además de estas fuerzas fundamentales, hay dos factores específicos de naturaleza metodológica que influyen en el perfil de la serie de beneficios del S&P 500: la composición cambiante del índice y los criterios contables para el cómputo del beneficio de cada empresa. Con relación al primero, cabe recordar que los integrantes y sus respectivos pesos van cambiando con las revisiones periódicas de composición (unas empresas salen y otras entran). El sesgo de los cambios sectoriales introducidos en los últimos años explica parte del incremento del beneficio agregado. En efecto, los sectores con mayor margen de beneficios y mayor potencial de crecimiento son precisamente los que más ponderación han ganado en el S&P 500, en bastantes casos por encima de su peso en el conjunto de la economía. Destaca a este respecto el sector tecnológico. El efecto de composición ha sido menos pronunciado para el índice de la eurozona, que sigue concentrado en sectores con márgenes de beneficios y tasas de crecimiento menores. Con relación al cómputo del beneficio, las reglas de contabilidad conceden cierta flexibilidad a las empresas para decidir cuándo reconocer ciertos ingresos y gastos. Pero simultáneamente establecen límites o umbrales infranqueables, de modo que, con frecuencia, se generan discontinuidades o saltos en las series de beneficios. En condiciones normales, los saltos positivos y negativos tienden a compensarse en el conjunto de un índice amplio, como es el caso del S&P 500. Pero, en situaciones de estrés sistémico, la confluencia de múltiples saltos en la misma dirección bajista puede golpear duramente los beneficios del índice. Esto es lo que ocurrió en 2001 y en 2009. Lógicamente, este fenómeno afecta muchísimo más al BN que al BOP. La pregunta sobre cuál de los dos conviene tomar no puede responderse en genérico, dependerá de la cuestión sobre la que se busca arrojar luz.

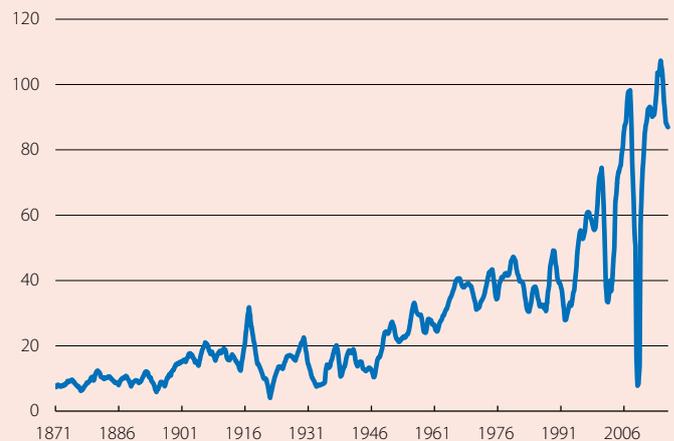
En definitiva, el análisis de la evolución de los beneficios empresariales en las últimas dos décadas revela que el fuerte aumento que se ha observado viene principalmente explicado por el efecto margen, frente a la relativa atonía del efecto volumen. El siguiente artículo de este Dossier identifica las principales fuerzas que han podido contribuir a esta mejora de los márgenes de beneficios.

Mathieu Fort

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Beneficios reales por acción del S&P 500

(Dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la página web de Robert J. Shiller.

2. Por la elevada volatilidad de sus beneficios en los últimos años, el sector de la energía ha sido excluido de esta comparación sectorial.