

BENEFICIS EMPRESARIALS A L'ALÇA

Evolució dels beneficis de les empreses cotitzades: alcista i volàtil

Els beneficis empresarials ocupen un lloc destacat en diverses parcel·les de l'anàlisi econòmica, tant teòrica com aplicada, com, per exemple, la macroeconomia, la microeconomia, les finances corporatives o la valoració d'actius, per esmentar algunes de les més directament interessades en aquesta variable. Disposar d'un bon coneixement de l'evolució dels beneficis és, per tant, necessari per contrastar i aplicar amb profit els marcs teòrics. Bàsicament, hi ha dues fonts d'informació sobre els beneficis empresarials. La primera és la comptabilitat nacional, que proporciona dades sobre el conjunt del sector empresarial d'un país. La segona són els comptes de resultats que presenten les empreses a nivell individual i que es poden agrupar per formar un agregat, com, per exemple, el de les companyies integrants d'un determinat índex borsari.

Els criteris metodològics i els detalls tècnics dels dos tipus de fonts són clarament diferents en aspectes crucials. Aquest article se centra en els beneficis publicats per les empreses cotitzades als EUA,¹ en concret les de l'S&P 500, índex per al qual es disposa de sèries temporals llargues, homogènies i amb desagregació sectorial. També s'examinen algunes xifres relatives a l'índex MSCI de la zona de l'euro, al qual pertanyen les principals empreses cotitzades dels països de la regió. Lògicament, per la seva procedència, aquestes dades són indicades per ser utilitzades directament a les àrees de finances corporatives i de valoració d'actius, per exemple, per calibrar el rendiment esperat d'una cartera diversificada d'accions nord-americanes i/o europees. Per a altres parcel·les, aquests registres borsaris poden aportar informació molt valuosa, però també abundants dosis de soroll que convé no ignorar. Sigui com sigui, l'examen de les dades borsàries revela set trets distintius de la dinàmica imperant durant les dues últimes dècades.

Abans d'enumerar-los, hi ha dues qüestions metodològiques prèvies rellevants. En primer lloc, i atès que el benefici obtingut per una empresa en la seva activitat és, en essència, la diferència entre els ingressos generats per les vendes i els costos incorreguts, és útil separar dos components en examinar la seva evolució. Un, l'efecte volum, és a dir, l'augment de les vendes. Dos, l'efecte marge, és a dir, la variació del benefici generat per cada unitat de vendes. El marge de beneficis (beneficis dividits per les vendes) dependrà de l'eficiència de les empreses en els seus processos i del cost dels productes i dels factors emprats. En segon lloc, és important recordar que el benefici es pot mesurar en diferents nivells del compte de resultats en funció de les despeses (costos) que se sostenen dels ingressos (vendes). Els dos mesuraments més utilitzats són el benefici net (BN), que detreu totes les despeses, i el benefici operatiu (BOP), que només resta les despeses operatives (d'explotació).

Els set trets esmentats són els següents:

Primer: els beneficis han accelerat el creixement. Entre el 1991 i el 2015, el benefici per acció de les empreses de l'S&P 500 va pujar una mitjana del 4,5% en taxa anual de creixement composta en termes reals (tacc). Entre el 1946 i el 1990, havia crescut el 2,9% tacc i, entre el 1871 i el 1945, només el 0,7% tacc (vegeu el gràfic).

Segon: els beneficis de l'S&P 500 han crescut a un ritme sensiblement superior al de les empreses cotitzades a la zona de l'euro, que, entre el 1996 i el 2015, s'han quedat en l'1,7% tacc.

Tercer: els beneficis s'han comportat millor que la majoria de variables de producció o de renda. En particular, el PIB real dels EUA va créixer el 2,3% tacc entre el 1996 i el 2015, i el de la zona de l'euro, l'1,4% tacc.

Quart: les vendes han augmentat una mica menys que el PIB. En concret, entre el 1996 i el 2015, l'1,4% tacc per a les empreses cotitzades dels EUA i el 0,8% tacc per a les de la zona de l'euro.

Cinquè: els marges de beneficis han augmentat i estan en zona de màxims històrics. Així, per a les empreses nord-americanes cotitzades, els marges de beneficis han passat del 7,2% el 1996 al 8,4% el 2015. A la zona de l'euro, han passat del 3,6% el 1996 al 5,1% el 2015. En els dos casos, això permet explicar més de la meitat de l'increment dels beneficis en aquest període.

Sisè: els beneficis s'han mostrat més volàtils que en el passat. En termes estadístics, la variància del BN de les empreses de l'S&P 500 entre el 1991 i el 2015 ha estat nou vegades més gran que entre el 1946 i el 1990 i gairebé 30 vegades més gran que en els

1. L'article «Sobre la distribució de la renda empresarial», d'aquest Dossier, analitza les dades de comptabilitat nacional.

anys anteriors al 1945. Les intenses escalades que van tenir lloc durant les bombolles tecnològica (1998-2000) i immobiliària (2005-2008) van tenir com a contrapunt els enfonsaments del 2001 i del 2009. En termes de BOP, s'ha observat força menys volatilitat que en el BN, però, en qualsevol cas, amb tendència a pujar en els anys recents.

Setè: els beneficis d'uns sectors han crescut molt més de pressa que els d'altres. Entre el 1996 i el 2015 i en el cas de la borsa dels EUA, entre els millors destaquen els sectors de la salut (el 6,3% tacc) i de la tecnologia (el 6,1% tacc). Entre els pitjors, les *utilities* (el -0,4%) i els serveis de telecomunicacions (el -2,5% tacc).²

L'anàlisi de les causes d'aquest auge dels beneficis, amb la taxonomia descrita, ha rebut, en els últims anys, una gran atenció per part dels economistes, dels inversors i d'altres col·lectius. Els focus s'han orientat cap als tres sospitosos habituals quan apareixen fenòmens amplis i persistents com el que ens ocupa. És a dir, el canvi tecnològic, la globalització i la demografia. De fet, aquestes forces poden haver estat especialment significatives per a les grans corporacions integrants de l'S&P 500. Així, la globalització ha obert mercats enormes, de manera que, avui en dia, gairebé un terç de les vendes d'aquest selecte grup d'empreses es genera fora dels EUA. Els canvis tecnològics han permès incrementar la productivitat i augmentar els marges, en especial als sectors amb règims competitius del tipus *winners-take-all*. La demografia va ser propícia en la primera part del període considerat i ha empitjorat en els últims anys pel que fa a la seva incidència en el creixement de les vendes en nombrosos sectors. Però encara és patent la seva influència, en forma d'uns tipus d'interès reals excepcionalment baixos, que han estat un factor important per explicar l'alça de beneficis durant aquests 20 anys.

A més d'aquestes forces fonamentals, hi ha dos factors específics de naturalesa metodològica que influeixen en el perfil de la sèrie de beneficis de l'S&P 500: la composició canviant de l'índex i els criteris comptables per al càlcul del benefici de cada empresa. Pel que fa al primer factor, cal recordar que els integrants i els seus respectius pesos van canviant amb les revisions periòdiques de composició (unes empreses surten i unes altres entren). El biaix dels canvis sectorials introduïts en els últims anys explica una part de l'increment del benefici agregat. En efecte, els sectors amb més marge de beneficis i amb més potencial de creixement són, precisament, els que més ponderació han guanyat en l'S&P 500, en força casos per damunt del seu pes en el conjunt de l'economia. En aquest sentit, destaca el sector tecnològic. L'efecte de composició ha estat menys intens per a l'índex de la zona de l'euro, que continua concentrat en sectors amb marges de beneficis i amb taxes de creixement menors. Pel que fa al càlcul del benefici, les regles de comptabilitat concedeixen una certa flexibilitat a les empreses per decidir quan reconèixer certs ingressos i despeses. Però, simultàniament, estableixen límits o llindars infranquejables, de manera que, amb freqüència, es generen discontinuïtats o salts en les sèries de beneficis. En condicions normals, els salts positius i negatius tendeixen a compensar-se en el conjunt d'un índex ampli, com és el cas de l'S&P 500. Però, en situacions d'estrès sistèmic, la confluència de múltiples salts en la mateixa direcció a la baixa pot copejar durament els beneficis de l'índex. Això és el que va succeir el 2001 i el 2009. Lògicament, aquest fenomen afecta moltíssim més el BN que el BOP. La pregunta sobre quin dels dos convé adoptar no es pot respondre de forma genèrica, ja que dependrà de la qüestió que es busca clarificar.

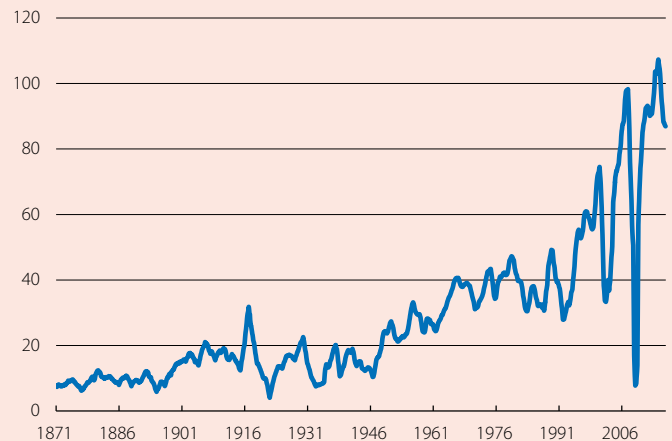
En definitiva, l'anàlisi de l'evolució dels beneficis empresarials en les dues últimes dècades revela que el fort augment observat s'explica, principalment, per l'efecte marge, enfront de la relativa atonia de l'efecte volum. El següent article d'aquest Dossier identifica les principals forces que han pogut contribuir a aquesta millora dels marges de beneficis.

Mathieu Fort

Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

Beneficis reals per acció de l'S&P 500

(Dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la pàgina web de Robert J. Shiller.

2. Per l'elevada volatilitat dels seus beneficis en els últims anys, el sector de l'energia ha estat exclòs d'aquesta comparació sectorial.