

La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: Una estimación en perspectiva sectorial

● XAVIER TAFUNELL
Universitat Pompeu Fabra

Introducción

Los economistas teóricos y los historiadores económicos raramente se han preocupado de medir la rentabilidad del capital invertido en las empresas. Alguien pensará que el desinterés ha estado motivado por la enorme dificultad que encierra la cuantificación rigurosa del beneficio y el stock de capital. Como afirmó un ilustre economista, ésa no es una tarea apta para hombres de estómago delicado¹. Pero, posiblemente, la negligencia de los historiadores tiene mucho que ver con la indiferencia que han sentido los economistas teóricos hacia esta cuestión².

En España, los estudiosos de temas relacionados con la dinámica de los resultados empresariales –sea desde la perspectiva de la economía de empresa, la economía aplicada o la macroeconomía– han tendido a aceptar la Central de Balances elaborada desde 1982 por el Banco de España como única fuente estadística; salvo muy raras excepciones, para ellos el periodo anterior a dicha fecha

1. Solow (1971, p. 78). Respecto a las técnicas de medición empleadas por los economistas y los problemas a que se enfrentan para evaluar la rentabilidad en las últimas décadas es muy útil Holland (1984). Pese al esfuerzo realizado, las comparaciones entre países son tan problemáticas que, a juicio de Holland (1984, p. 36), no debe prestarse atención a las diferencias en los niveles de las tasas nacionales, sino a los paralelismos o disparidades en sus movimientos.

2. No fue en absoluto así en los orígenes de la ciencia económica. Los economistas clásicos concedieron un papel central a la rentabilidad en su concepción del funcionamiento del sistema capitalista, al considerar que la tasa de acumulación de capital y, en definitiva, la tasa de crecimiento de la economía venían determinadas por la tasa de beneficio. Véanse Howard (1983) y Glyn (1997). Una crítica ácida a las inconsistencias del tratamiento analítico que dan los manuales de teoría económica al excedente empresarial y la tasa de beneficios, en Naples y Astanbeigui (1996).

representa una *terra incognita*, en la que el investigador no puede adentrarse³. Curiosamente, los historiadores económicos de nuestro país también han rehuido su exploración, pese a que a menudo han sostenido interpretaciones y controversias bajo las cuales subyace una determinada noción acerca de la marcha de los excedentes empresariales o la distribución factorial de la renta. Recuérdese, por ejemplo, la tesis de Nadal sobre la colonización económica sufrida por la minería española, que se basa en la altísima rentabilidad lograda por las principales empresas mineras de capital extranjero —una tesis que ha dado lugar a un debate historiográfico seguramente inconcluso⁴—. O bien, las visiones fuertemente especulativas sobre los cambios registrados en la participación de salarios y beneficios en la renta nacional durante la Primera Guerra Mundial y el periodo de entreguerras; o, por poner un último ejemplo, la idea tan firmemente asentada en la historiografía como carente de validación empírica que la autarquía franquista enriqueció a los empresarios tanto como empobreció a los trabajadores. La lista podría alargarse, sin duda. No es esa mi intención, simplemente pretendo evidenciar el contraste entre lo que se sabe —o se desconoce— en este terreno y la necesidad que tiene la historia económica de incorporar, velada o explícitamente, en sus esquemas explicativos la variable renta empresarial. Un balance tan desequilibrado no es consecuencia del descuido ni de modas investigadoras, sino de alguna razón de peso.

Al comienzo he apuntado una hipotética causa. Añadiré ahora una segunda, que, sin duda, ha influido grandemente en la historiografía española. En un trabajo anterior en que presento la primera serie secular sobre los beneficios⁵, aventuro el motivo que ha hecho desistir a los estudiosos de nuestro pasado económico de reconstruir la evolución de los beneficios y la rentabilidad empresariales: un escepticismo radical sobre la veracidad de los datos conocidos. La evasión fiscal, tan arraigada en nuestro país, privaría de toda fiabilidad a las cuentas de resultados preparadas y publicadas por las empresas⁶. Sin embargo, mi elaboración arroja unos valores creíbles, a juzgar por el paralelismo existente entre los movimientos de corto y largo plazo del agregado de beneficios calculado y los de algu-

3. Véanse, por ejemplo, Maroto (1989) y Rodríguez Romero (1989). Sobre las características de la fuente, es muy clarificador el artículo de Ortega (1994). Las excepciones a las que hacía alusión son: Manuel Espitia (1987) y Echevarría y Herrero (1989). Existen otros trabajos de alcance más restrictivo, temporal o sectorialmente. Entre ellos destacan Fariñas y Romero (1985) y Martínez Méndez (1991). Otros análisis de esta clase realizados antes de la aparición de la Central de Balances —más concretamente, entre 1976 y 1983— son referenciados y examinados en Arraiza y Lafuente (1984).

4. Nadal (1975) y (1988). Los argumentos esgrimidos en la polémica historiográfica desatada por la interpretación de este autor, en Coll (1985), Prados (1988) y Escudero (1996).

5. Tafunell (1998).

6. Para la época contemporánea en general, véanse las valoraciones formuladas por Comín (1996). Son particularmente interesantes los trabajos especializados reunidos en la monografía sobre el fraude fiscal de *Hacienda Pública Española* (1994) I.

nas macromagnitudes básicas, como el producto industrial y total, y, en particular, la inversión. Es innegable que eso no despeja todas las dudas e incógnitas. Los márgenes de error posiblemente son grandes, sobre todo en lo que concierne al nivel del agregado. Pero, aun a riesgo de que se me acuse de ingenuo e imprudente, propongo que avancemos un paso más.

El presente ensayo toma como punto de partida la reconstrucción estadística anterior para elaborar una cuantificación y un análisis de la rentabilidad financiera de la empresa española en términos agregados y sectoriales. Abraza el mismo arco temporal que la primera, el siglo que se extiende desde 1880 hasta 1981. La significación histórica de este periodo es indiscutible y no requiere muchas aclaraciones, aunque debo reconocer que los límites cronológicos han sido fijados en atención a imperativos metodológicos⁷. La centuria en cuestión se abre y se cierra con sendas crisis que afectaron de forma profunda y duradera a la empresa y la economía españolas. En la primera, la de los años 1880, afloraron las limitaciones del modelo de crecimiento industrial y expansión agraria puesto en marcha medio siglo atrás, en tiempos de la revolución liberal. La última crisis, desencadenada en la década de 1970, devastó la estructura industrial levantada durante el franquismo, obligando a una reconversión y regeneración del tejido productivo extremadamente dura y difícil. En medio de ambas depresiones estructurales, tan distantes, la empresa española creció de forma espectacular pero discontinua, al compás de los avances y frenazos en el desarrollo y modernización de la economía nacional.

El artículo aporta estimaciones de las tasas de rentabilidad de diversos sectores económicos básicos y del conjunto de la empresa española. En un primer apartado se hace una apresurada presentación de la serie más agregada. Conviene aclarar sin más dilación que ahí realizo un repaso muy sintético de su evolución secular porque estas páginas tienen como principal objetivo dar a conocer las series sectoriales y evaluar las disparidades en las tasas de beneficio de las empresas de las diversas ramas de actividad⁸. En el segundo apartado se examina con detenimiento el curso seguido por la rentabilidad de los sectores singularizados en cada una de las coyunturas. En la tercera sección se lleva a cabo una aproximación analítica preliminar sobre la persistencia de diferenciales significativos entre las tasas de beneficio de las empresas estudiadas. Lo que persigo con ello es, en primer lugar, mostrar que hubo numerosas empresas que mantuvieron sostenidamente una tasa muy superior o inferior a la media, y, en segundo

7. Tafunell (1996) y (1998). Al igual que en estos ensayos, la presente estimación no cubre toda la estructura productiva: las PYME no están representadas. Sucede así prácticamente en la totalidad de los estudios realizados sobre el tema, ya que la información existente sobre los beneficios y las finanzas de las pequeñas empresas es extremadamente escasa o inexistente en todos los países aun en tiempos recientes. Una excepción se halla en Bates (1968).

8. Un análisis minucioso de la evolución de la rentabilidad de la empresa española, en perspectiva comparada, en Tafunell (inédito).

lugar, evaluar desde otra perspectiva la significación de las pautas sectoriales en la evolución a largo plazo del rendimiento del capital. El texto va acompañado de un apéndice. En él doy cuenta sumariamente de las fuentes y procedimientos de cálculo utilizados. A continuación, pongo a prueba la solidez de mi cuantificación contrastándola con otra comparable, realizada por Espitia (1987) basándose en una fuente distinta. El apéndice contiene también las series elaboradas.

El lector debe saber que el método de estimación empleado es tosco, al punto que tan sólo está justificado que tome las cifras aquí presentadas como una primera aproximación a la evolución secular de la rentabilidad. Mi medición de ésta es débil porque se basa en datos contables —los estados financieros publicados por las empresas—, por lo cual se ve afectada por la inflación y por las variaciones en el coste de la deuda contraída por las empresas. No es posible eliminar estas distorsiones y determinar la rentabilidad financiera real, en un sentido económico, sin reemplazar la información contable —que tiende a reflejar costes históricos— por una evaluación de los activos a precios de reposición⁹. Aunque para los años finales del periodo analizado ya existen estimaciones de datos ajustados por el efecto de la inflación y el cambio tecnológico, resulta una ardua tarea llevarlas a término con una amplia cobertura temporal y sectorial. Baste señalar que las cuentas financieras de las empresas que elabora la Central de Balances del Banco de España derivan de datos contables referidos al precio de coste de los recursos y no toman en consideración su desajuste con el precio de reposición¹⁰. En definitiva, las cifras que presento deben ser acogidas y manejadas con cautela. Pero no sería razonable que estos avisos de advertencia condujesen a desdeñarlas sin más. Dando por sentado que nos proporcionan una imagen provisional, arrojan luz por primera vez sobre una faceta ignorada y trascendental de la realidad histórica. Sustituir la presente estimación por otra referente a la rentabilidad real debería ser una meta insoslayable en investigaciones ulteriores, si bien exige tal cantidad de trabajo que da sentido a este ensayo cuantitativo.

9. Salas (1992). Téngase presente que la rentabilidad nominal no puede transformarse en real por el simple procedimiento de deflactar los beneficios (o reflactar el capital) por medio de un índice de precios. Sobre los métodos de cálculo de la rentabilidad económica y financiera en términos reales, y su aplicación en los diversos países, véanse los trabajos dirigidos por Holland (1984).

10. Ejemplos de estimaciones con datos ajustados son Gutiérrez y Fernández (1985) y Espitia (1987). La información suministrada por las empresas a la Central de Balances se atiene a las normas del Plan General Contable. Éstas establecen que los activos deben valorarse a sus precios de coste. Su desfase creciente con los precios de reposición es subsanado cada cierto tiempo (1973, 1979, 1983, 1996) por la regularización de balances. Como ha mostrado Salas (1992), la actualización tiene una clara influencia en la estimación de rentabilidad calculada por la Central de Balances.

Las fluctuaciones de largo y corto plazo de la rentabilidad financiera de la empresa española

Hay muchas formas de calcular la rentabilidad empresarial, tanto porque existen múltiples medidas de los resultados (descontando o no amortizaciones, intereses, impuestos) cuanto porque éstos pueden ponerse en relación con diversas medidas de los recursos empleados (fondos propios, activos totales, activos fijos –brutos o netos–, activos fijos más inventarios, etc.). El uso de una u otra medida puede conducir a interpretaciones y conclusiones no ya distintas, sino incluso contrarias¹¹. Surge entonces, inevitablemente, la pregunta: ¿cuál es la medida más apropiada de tasa de beneficio?

Los analistas de la economía de empresa suelen atender a dos mediciones: la rentabilidad económica (o ROI: *return on investment*) y la rentabilidad financiera (o ROE: *return on equity*)¹². Conceden mayor relevancia a la primera, porque toma en cuenta todos los recursos movilizados por las empresas, incluyendo, por tanto, el endeudamiento. No obstante, los pocos historiadores económicos que se han aproximado al tema han preferido la segunda medida¹³, debido a que en tiempos pretéritos ha sido la única guía para los agentes económicos –en buena medida por falta de información suficiente sobre la situación patrimonial de las empresas–. Puede defenderse el punto de vista que históricamente la rentabilidad financiera ha sido la magnitud más relevante para los propietarios de las empresas, tanto en lo que concierne a su capacidad de ahorro como a la toma de decisiones. La rentabilidad financiera expresa la renta neta, o tipo de interés neto que rinde el capital colocado en un negocio. La elaboración cuantitativa que presento estima dicha variable¹⁴. Reproduzco la serie resultante en el gráfico 1 y el cuadro A1 del apéndice.

El perfil de la curva representada en el gráfico 1, tomado en su globalidad, sugiere que la rentabilidad no ha seguido una tendencia ascendente o descendente en el muy largo plazo. La inferencia no es trivial, habida cuenta que desde la obra de Marx hay una corriente de autores que defiende la tesis que la tasa de

11. Una ilustración de ello –de la que no extraen las conclusiones pertinentes– se encuentra en Duménil y Lévy (1993, pp. 251 y 299).

12. Tanto el numerador como el denominador de estos ratios están compuestos por variables distintas. En el caso de ROI el beneficio consiste en el resultado neto de explotación (antes de cargas financieras e impuestos), mientras que el denominador está formado por el capital económico neto. En el caso de ROE el beneficio es neto de cargas financieras y se pone en relación con los fondos propios (capital desembolsado, reservas y cuentas de actualización y revalorización).

13. Véanse Bouvier, Furet y Gillet (1965, p. 21), Tilly (1990), Marseille (1995).

14. Se trata, pues, del cociente entre los beneficios netos y los fondos propios. Si los valores de estas variables se toman tal como lucen en los estados contables, es decir en términos nominales, no hay más distinción posible que la referente a si son computados o no los impuestos sobre los beneficios. Por lo general, se atiende a la cifra de beneficios una vez descontados los impuestos. He seguido este criterio, al ser el más ajustado a la óptica del inversor.

beneficios tiende a declinar¹⁵. De la serie calculada sí se desprende, en cambio, una imagen de sucesión de ondas de larga duración. Al rondar ésta en torno a cincuenta años, podemos preguntarnos si no estamos ante la presencia de los célebres ciclos Kondratieff. Las etapas expansivas (o fases A) se habrían desarrollado entre, aproximadamente, 1890 y 1918 y entre 1937 y 1960, mientras que las etapas contractivas (o fases B) habrían comprendido de 1918 a 1936 y de 1961 a 1981 —en realidad, se habría extendido algo más allá del término de la serie¹⁶—.

Pero lo que más sobresale en el gráfico I es el movimiento de corto plazo. En las fluctuaciones de la rentabilidad el componente cíclico ocupa, sin duda, el primer plano. Haciendo abstracción de algunas oscilaciones menores, se han sucedido una docena de ciclos que marcan la periodización. Me referiré a ellos —no a todos— con la mínima brevedad debida para caracterizar la trayectoria de la rentabilidad en el siglo estudiado.

En el periodo anterior a la Primera Guerra Mundial destacan dos ciclos, consecutivos y de idéntica duración pero de distinto signo. El primero de ellos abarcó los años 1885 y 1894 y estuvo dominado por la depresión. Por espacio de una década entera los rendimientos de las empresas del país se mantuvieron en niveles muy bajos. La tasa media se situó en un valor sensiblemente inferior al registrado en cualquier otro decenio, salvo el de 1970. En el que vino a continuación —1895-1904— ocurrió algo bien diferente. La trayectoria de la rentabilidad fue acorde con la coyuntura excepcionalmente favorable para los negocios, el llamado *auge finisecular*. Apagada la efervescencia de estos años, el movimiento cíclico perdió fuerza hasta la perturbación provocada por la Gran Guerra. Ésta tuvo un poderosísimo impacto sobre las cuentas de resultados. La empresa española nunca ha sido tan rentable a como lo fue entonces, al menos en términos nominales. El máximo del año 1918 marca un récord histórico absoluto, alcanzado en medio de una explosión de beneficios que se prolonga durante un quinquenio. Por el contrario, la década de 1920 es anodina desde el punto de vista de las fluctuaciones de la rentabilidad. Quizás parezca extraña tal estabilidad al corresponder a unos años de gran prosperidad económica. La explicación reside en que habiéndose producido en verdad un sustancial incremento de los resultados empresariales, éste fue acompañado de una no menos intensa y sostenida capita-

15. Una visión actualizada de la concepción marxista de la dinámica de la rentabilidad, en Bellofiore (1998). Ejemplos recientes de investigación empírica que confirmarían la supuesta ley histórica, aplicando criterios ortodoxamente marxistas, en Moseley (2000) y Mariña y Moseley (2000). Pero, para numerosos autores la tesis de la baja tendencial de la tasa de beneficios carece de sólido fundamento empírico si ésta es medida por criterios convencionales y se abarcan los países más industrializados en periodos largos. Véanse, con metodologías e interpretaciones distintas, Holland (1984) y Glyn (1997).

16. Los datos de la Central de Balances indican con claridad que en 1983 tuvo lugar una inflexión de mayor importancia que un cambio cíclico de corto plazo. La tasa de rentabilidad ha tendido a remontar desde entonces, aun tomando en consideración el brusco desplome acaecido en los primeros años de la década de 1990.

lización¹⁷. A partir de 1929 la tasa de beneficio se deslizó rápidamente a la baja. Nada puede sorprender menos que ese hundimiento, sabida la extrema gravedad de la crisis que asoló la economía internacional y la situación de inestabilidad sociopolítica vivida en España durante los años de la II República.

Uno de los aspectos más desconcertante de las cifras que presento es la evolución durante el transcurso de la Guerra Civil. Después de la inevitable caída en 1936, las empresas habrían sido capaces de desenvolver su actividad con suficiente éxito como para frenar, primero, el desplome de su tasa de beneficios, y, a continuación, acrecentarla espectacularmente. ¿Es creíble esta evolución? No resulta fácil responder con fundamento a esta cuestión, cuando lo ignoramos casi todo sobre las verdaderas dificultades a las que se enfrentaron las empresas. Reconozco, sin embargo, que mi cuantificación muy probablemente da una visión en exceso optimista¹⁸. Sobre lo que no hay ninguna duda es que el desenlace de la contienda inauguró una nueva era. A lo largo de los años 1940 y 1950 la rentabilidad del capital progresó de tal forma que los movimientos cíclicos se suavizaron más que en ninguna otra época. Con todo, se aprecia claramente que la escalada estuvo lejos de ser lineal. Es razonable suponer que el alza de la tasa de beneficios se vio entorpecida, y a veces detenida, por las escaseces de materias primas, productos energéticos y bienes de equipo que provocó el radical aislamiento económico y la política intervencionista aplicada por el régimen franquista. El colapso del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones a finales de la década de 1950 determinó, asimismo, una nueva orientación de la rentabilidad empresarial. Ésta cayó ininterrumpidamente entre 1959 y 1967, como consecuencia de las medidas de liberalización económica dimanantes del Plan de Estabilización. La imagen de este movimiento —una caída que redujo la rentabilidad a la mitad, hasta unos niveles que retrotraían a tiempos anteriores al franquismo— despierta, de entrada, una sensación de incredulidad. ¿Cómo se explica que los propios protagonistas de un crecimiento económico tan vertiginoso como el que propulsó España en estos años sufrieran una erosión incesante de su rentabilidad? La clave debe residir en la peculiar situación en que habían operado las empresas durante las dos primeras décadas del franquismo. En los años 1960 tuvo lugar una sensible elevación de los niveles de competencia, por más que éstos se mantuviesen muy por debajo de los que regían en otros países del entorno. La inflexión del rumbo registrada en 1967 podría obedecer, justamente, al reforzamiento de los mecanismos de protección. La devaluación de la peseta y la instrumentación de un nuevo esquema intervencionista basado en los «planes de desarrollo» y las «acciones concertadas» hizo posible que las empre-

17. Tafunell (1996).

18. Se apoya en las empresas que operaron con más regularidad, instaladas en su mayoría en el territorio controlado desde 1937 por el bando franquista. En todo caso, la fiabilidad de mi estimación para estos años se ve muy debilitada por la escasez de datos.

sas de los principales sectores industriales recompusiesen en cierto grado sus tasas de beneficio.

El último ciclo es extremadamente singular. La empresa española se precipitó al abismo en 1973. El rendimiento del capital de los inversores se redujo, por primera vez, prácticamente a cero. A la vista del gráfico comentado, la crisis de los años 1970 es la más grave que ha sufrido la empresa española en el último siglo largo. Posiblemente, nunca, desde la catástrofe ferroviaria y bancaria de 1866, el stock de capital productivo ha padecido una pérdida de valor y rendimiento tan brutal. En los próximos apartados dedicaré una atención especial a este fenómeno, dada su trascendencia.

Las pautas sectoriales

Hay buenas razones para examinar el curso de la rentabilidad de las ramas de actividad básicas. Entronca con uno de los ejes o hilos argumentales de la obra de numerosos historiadores económicos, cual es que los frutos del crecimiento no se han repartido por igual entre los agentes económicos, entre las propias empresas. Tanto en las épocas de prosperidad como en las depresivas ha habido sectores ganadores y perdedores.

La base de datos construida consiente una cierta desagregación sectorial sin grave menoscabo de la solidez de los índices, al menos a partir de la primera década del siglo¹⁹. El buen sentido histórico reclama la presencia de ciertos sectores: la industria, la banca y la electricidad. Forman el núcleo del capitalismo español del siglo XX, al que habría que añadir la minería si abarcamos las décadas finales del anterior. Durante este periodo secular la industria ha sido el motor del crecimiento económico, por lo que es inevitable concederle una gran centralidad a la hora de abordar un análisis sectorial. De ahí, que tenga alto valor analítico la descomposición trisectorial según el carácter y destino de los productos elaborados: bienes de consumo, intermedios y de inversión (bienes de equipo más construcción).

En aras de la claridad y agilidad expositiva mis comentarios entrelazarán las series sectoriales, con el fin de poner de relieve las pautas comunes y las discordancias registradas en cada etapa. Descarto la alternativa de hacer un reiterado

19. En Tafunell (1998, cuadro 1) se detalla el grado de cobertura de los índices de quince sectores económicos. En casi todos los casos la representatividad puede considerarse aceptable al situarse netamente por encima del 20 por 100 (en ocasiones, incluso por encima del 60 o el 70 por 100). Únicamente los índices de los sectores inmobiliario, textil y de seguros son de dudosa representatividad. Debo reconocer que esta calificación es extensible a algunas otras actividades en ciertos periodos, como la generación y distribución de electricidad en los dos primeros decenios del siglo (especialmente, antes de 1909), la minería en 1955-1965, o incluso la industria, en términos globales, con anterioridad a 1910.

viaje a lo largo del tiempo al compás de una lectura sucesiva de los índices sectoriales, tanto para no aburrir en demasía al lector cuanto porque semejante enfoque no es muy propio del historiador. Una revisión final sobre cuán divergentes son las trayectorias sectoriales a largo plazo nos permitirá iluminar más nítidamente las tendencias de fondo, a la vez que nos conducirá a interrogarnos, ya en la sección siguiente, sobre el verdadero alcance y significado de los diferenciales persistentes de rentabilidad.

La minería es el único sector al que podemos seguir el rastro desde 1880, con lo que en los primeros años no está en nuestra mano más que un contraste entre la evolución del mismo y el agregado. En el gráfico 2 están representadas ambas series. Llama la atención que su perfil sea tan parecido en los tres primeros lustros, con excepción de los años finales de la década de 1880. Si tenemos presente que la rentabilidad de la minería dependía muy acusadamente de la demanda y los precios internacionales, mientras que la rentabilidad de las restantes empresas que componían el índice en este periodo (bancos, ferrocarriles, algunas industrias) venía determinada por la situación económica interna, la concordancia de los índices no puede expresar otra cosa que el comportamiento cíclico de la economía española durante estos años fue dictado por fuerzas exógenas, tales como la demanda exterior de vino y otros productos primarios o la irrupción de la crisis cerealícola²⁰. Posiblemente, la reactivación minera de finales de la década –tan intensa como efímera– respondió a circunstancias específicas. Durante la recesión atravesada en el primer lustro de los años 1890 se repitió el paralelismo, al que se sumó el sector industrial tras el repunte de 1891-1892 con el que saludó la aprobación de la ley arancelaria proteccionista.

En el ciclo de 1894-1904 lo más sobresaliente, sin duda, es el curso de la minería (véanse gráficos 2 y 3). Y no únicamente durante este decenio, sino hasta la Primera Guerra Mundial. Los datos confirman plenamente la tesis sostenida por Nadal. La enormidad de las tasas evidencia que las compañías mineras vivieron una asombrosa edad de oro. El abultadísimo diferencial con las de los otros sectores revela, además, que fueron mucho más rentables que cualquier otra clase de empresas. Centrándonos en los años interseculares, es interesante advertir que la industria siguió fielmente los pasos de la minería, aunque fluctuando con menos vigor. La tasa de beneficios del conjunto de la empresa española experimentó también los mismos vaivenes que la del sector minero, eso sí, de forma mucho menos violenta. Sólo las firmas productoras y distribuidoras de electricidad –una actividad nueva– se apartaron claramente de la tónica general.

No cambiaron sustancialmente esas pautas en la década precedente a la Gran Guerra. El rendimiento del capital minero perdió fuelle, pero igualmente progresaron a un ritmo menos vivo la industria, la banca y la electricidad.

20. Evidentemente, se desprende esta conclusión partiendo de la premisa que el índice general representa adecuadamente las empresas no mineras. Lamentablemente, no es seguro que sea así antes de 1900. Véase Tafunell (1998).

El conflicto, como sabemos, alteró el panorama al dar a la mayoría de productores nacionales grandes oportunidades de obtención de beneficios extraordinarios. La industria manufacturera pudo aprovecharlas. El gráfico 4 desvela que fueron las ramas productoras de bienes intermedios las que sacaron más partido, mientras que para las de bienes de producción el alza de los resultados no tuvo ningún brillo. La industria de bienes de consumo la vivió con retraso. Todo esto es coherente con lo que la historiografía nos indica²¹. La desigual capacidad de sustitución de importaciones –relativamente alta en bastantes líneas de bienes intermedios, baja en maquinaria– y el distinto influjo de la demanda interna y externa en los excedentes de explotación explican la diversidad de trayectorias de los sectores industriales. En la minería la situación es más compleja al concurrir fuerzas totalmente contrapuestas. El hundimiento de la minería metálica, responsable de las fabulosas rentabilidades del sector en las décadas anteriores, tuvo como contrapunto el esplendor de la minería del carbón. La balanza se inclinó hacia el lado de la primera, mucho más capitalizada. Más sorprendente puede parecer que las empresas eléctricas viviesen aparentemente ajenas a la euforia, y que su rentabilidad siguiese aumentando con extrema lentitud una vez terminado el conflicto. Es conocido que el estrangulamiento del mercado energético causado por la contienda aceleró el proceso de electrificación. Pero debemos tener presente que el ingente capital de primer establecimiento de las centrales eléctricas lleva a que el tiempo de retorno de la inversión sea muy prolongado. En realidad, los beneficios netos de las compañías eléctricas crecieron más rápidamente que los del resto, pero ocurrió otro tanto con los fondos. La banca reprodujo, casi miméticamente, el boom industrial con un ligero retraso. Como veremos, así sucedió en muchas otras ocasiones.

En los años veinte bajaron de tono las discrepancias en las trayectorias sectoriales. La minería no energética, aquejada de rendimientos decrecientes y una dura competencia exterior, perdió mucho brío. Los bancos consiguieron estabilizar su tasa de beneficios en niveles algo superiores al conjunto –la crisis de 1926 no acarrió más que un bache momentáneo y nada dramático–. Las empresas industriales se enfrentaron a mayores dificultades, debido a las presiones que soportaban de los mercados exteriores. Claro que es preciso hacer distinciones. Desde el armisticio hasta el año 1921 los resultados se contrajeron brutalmente en las ramas productoras de bienes intermedios. En cambio, las que fabricaban bienes de consumo se vieron poco afectadas y hasta mediados de la década consiguieron mantener la rentabilidad en altos niveles. Después ésta retrocedió y se estancó, lo cual contrasta con la sostenida recuperación que impulsó la industria de bienes intermedios y de equipo desde 1922 y 1924, respectivamente.

La naturaleza y los orígenes de la depresión de la década de 1930 a menudo han sido objeto de debate. Las cifras que aquí se publican no darán ningún giro

21. Maluquer de Motes (1987).

al mismo, pero sí avalan algunas hipótesis. Los gráficos 3 y 4 hacen bien visible que estamos ante una crisis generalizada, de la que ningún sector se libra... salvo el eléctrico. La transición energética –del carbón a la hidroelectricidad– acometida por el aparato productivo del país inmuniza casi de manera absoluta al sector contra la caída de la demanda. Su cuenta de resultados sólo es levemente dañada por el mayor coste de los recursos ajenos. El panorama es bien distinto en las demás actividades. Y bien diverso: la disminución de rendimiento del capital difiere grandemente. Donde adquiere mayores proporciones es en la minería, lo cual no puede extrañar si se toma en consideración que las empresas gigantes del sector eran muy dependientes de los intercambios exteriores. La dramática crisis padecida por la industria de los países más avanzados fue muy perjudicial para la minería no energética. Por el contrario, los bancos enseguida lograron detener el deterioro de sus resultados. Lo cual es digno de nota, tanto por el carácter alarmante del descenso de 1931, como porque en esos años numerosos países se enfrentaron a crisis bancarias sistémicas. La clave explicativa posiblemente resida en que las empresas industriales españolas no incurrieron en pérdidas masivas. Esto es lo que se desprende del gráfico 4. Como puede observarse, la crisis industrial estalló en 1930 y tuvo como foco inicial las ramas de bienes intermedios. Se unieron rápidamente a ellas las de bienes de inversión, que tomaron el relevo: la rentabilidad de las primeras dejó de disminuir en 1932, entrando a continuación en una larga atonía, en tanto que la de las segundas siguió descendiendo violentamente hasta alcanzar valores negativos en 1933-1934. Claramente distinta fue la evolución de la tasa de beneficios de los fabricantes de bienes de consumo, la cual disminuyó de manera muy moderada. Esto se debió, con seguridad, a las intensas subidas salariales, que compensaron el aumento del desempleo y de los tipos de interés reales. En todas las líneas de producción industrial 1935 representó el año de la reactivación. La Guerra Civil la abortó, imponiendo una depresión suplementaria al rendimiento del capital productivo. No es, desde luego, casual que ésta se prolongase durante toda la contienda en el caso de los bienes de consumo, mientras que fue pasajera en el campo de los bienes de capital. La represión de los sindicatos y partidos de izquierda, en la zona franquista, junto con la reorientación del aparato industrial dictada por las necesidades de una economía en guerra, explican el despegue de 1937. El último factor hace también comprensible que la recuperación alcanzase por orden cronológico –y por ritmo– la minería, la industria, la electricidad y la banca.

La historiografía económica, y también la de carácter más general, han dejado sentado que el Estado surgido de la Guerra Civil actuó como un gigantesco mecanismo de redistribución de la renta en un sentido socialmente regresivo, sobre todo durante el periodo autárquico. Como hemos visto, los datos respaldan esta visión²². Ahora se trata de averiguar si, como han sostenido los estudiosos

22. Véase también Tafunell (1996).

del periodo, el regimen franquista, además de favorecer las rentas del capital, desplegó en el primer decenio una política que tuvo importantes efectos redistribuidores de la renta entre las distintas ramas productivas. Éstos se habrían derivado, en primer lugar, de la política discrecional aplicada por las autoridades a la hora de asignar bienes escasos, fuesen cupos de materias primas y combustibles o licencias de importación de insumos, y, asimismo, a la hora de autorizar o denegar permisos para instalar nuevas factorías o plantas. En segundo lugar, estarían originados por el control de precios. La Administración los fijaba sin atender a ningún cálculo de los costes, lo cual conllevaba inevitablemente que se produjesen fuertes variaciones en los precios relativos —cuando menos, en los precios oficiales; otra cosa era el mercado negro—, variaciones que no respondían a cambios en los costes o en la productividad. Veamos si la realidad empírica que aquí aflora refrenda estas interpretaciones.

El gráfico 3 pone de manifiesto que los sectores básicos corrieron suertes distintas en el proceso de recomposición y fortalecimiento de sus tasas de beneficios iniciado en 1939. Aquellas empresas que presentaron un peor balance a lo largo del primer franquismo fueron las compañías eléctricas: su rentabilidad estuvo en todo momento (hasta 1954) por debajo del nivel prebélico. He aquí una prueba de la validez del esquema explicativo que se acaba de exponer. En el sector, la intervención estatal se materializó en una congelación de las tarifas, que, en un contexto muy inflacionista, provocó inevitablemente un estrechamiento de los márgenes. No debe olvidarse que, por motivos técnicos, los productores de electricidad no tenían la posibilidad de venderla en un mercado clandestino a un precio superior al oficial. La evolución de la minería guarda una cierta semejanza con la de la electricidad. El arranque de la Guerra Civil no tuvo continuidad. Con algunos altibajos, la rentabilidad se mantuvo hasta 1950 en niveles muy bajos, tanto o más alejados de los máximos de preguerra de lo que sucediera en el sector eléctrico. La explicación de ese estancamiento es menos aparente que en el caso anterior. Las empresas carboníferas figuraron entre las actividades más beneficiadas por el recorte de las importaciones y las escaseces energéticas adicionales creadas por la política de racionamiento aplicada por las autoridades. De hecho, compañías como Hullera Española, Hullera Vasco-Leonesa, Ferrocarril y Minas de Utrillas y Minero-siderúrgica de Ponferrada obtuvieron tasas de rentabilidad muy altas, especialmente durante la II Guerra Mundial. No obstante, hubo otros subsectores que se enfrentaron a muchas dificultades por las mismas causas —la guerra exterior, las acciones de las potencias aliadas y la política del régimen—. Formaban parte de estos subsectores los colosos de antaño, las compañías mineras extranjeras más capitalizadas, como Rio Tinto y Tharsis²³. El enorme

23. En el caso de Rio Tinto, la empresa minera líder, Gómez Mendoza (1994) ha demostrado que las autoridades españolas llevaron a cabo acciones deliberadas y sistemáticas encaminadas a dañar su cuenta de resultados.

peso de los fondos de capital colocados en estas últimas empresas impidió que la tasa de beneficio global de la minería aumentase, a pesar de las rentas extraordinarias generadas en el subsector del carbón.

El negocio bancario sí rindió frutos muy sustanciosos a sus accionistas. Regularizadas definitivamente las cuentas de las entidades en 1942²⁴, los excedentes devengados por la actividad bancaria crecieron con gran fuerza hasta 1947. En este año la tasa de rentabilidad del sistema bancario casi llegó al récord histórico, logrado en 1919, en el punto álgido de la primera edad dorada de la banca moderna. En los años restantes de la década (1948-1950) tuvo lugar un retroceso circunstancial, causado por las medidas de restricción crediticia impuestas por el gobierno. El relanzamiento subsecuente (1951-1958) termina de convencernos de que, como tantas veces se ha afirmado, la banca fue el principal ganador en el modelo económico conformado en la autarquía. La progresión casi ininterrumpida de su rentabilidad, la distancia que separa a la misma de la del resto de sectores expresan el poder económico adquirido por la banca gracias al *status quo* y a que se convirtió en la gran fuente de financiación de la industria por imperativo de la política económica del régimen.

Por lo que respecta a la industria, durante el primer franquismo estuvo a mitad de camino entre las actividades de más alta rentabilidad (banca) y más baja (minería y electricidad). En la primera mitad (1939-1945) su recuperación fue notable, aunque distó de tener un carácter espectacular: recobró los máximos de la etapa de prosperidad precedente (1928-1929), sin aproximarse en ningún momento a los rutilantes registros de la Primera Guerra Mundial. Precisamente este contraste deja muy claro el distinto carácter de la neutralidad española en los dos conflictos y sus efectos muy desiguales en la industria²⁵. La desagregación trisectorial (gráfico 4) pone de manifiesto las debilidades del modelo autárquico. La carestía energética y los problemas de abastecimiento de materias primas crearon muchos problemas a la industria de bienes intermedios. Su rentabilidad no tan sólo se mantuvo sensiblemente por debajo de los restantes sectores industriales a lo largo de todo el periodo autárquico (hasta 1958), sino también de los niveles de preguerra. Las industrias de bienes de consumo y de producción siguieron dinámicas distintas. La rentabilidad de la primera fluctuó más que el sector industrial en su conjunto, si bien apenas difirió su valor medio. La sensible pérdida de poder adquisitivo del grueso de las familias españolas tendió a deprimir la tasa de beneficio de la industria de bienes de consumo. No se hundió, contra lo que hubiéramos podido esperar de la brutal erosión del salario real, gracias a

24. Con cargo a los ejercicios de 1940 y 1941, y quizás incluso el de 1942, al parecer se imputaron pérdidas producidas en los años de la Guerra. La liquidación de los saldos en «pesetas republicanas» pudo tener efectos perturbadores en la cuenta de explotación. v. Martín Aceña y Pons (1994).

25. Catalan (1995a) y (1995b).

que el estraperlo cubrió el vacío de demanda con beneficios extraordinarios. El corsé autárquico también constriñó el rendimiento del capital empleado en la fabricación de bienes de producción. Es cierto que sacó provecho, siquiera parcialmente, de las oportunidades ofrecidas por la contienda internacional. Pero, una vez finalizada, retrocedió sin tregua hasta 1949. Las causas de este declive deben hallarse en el pobre avance de la industria de bienes intermedios y la recesión de las ramas productoras de bienes de consumo.

El panorama se alteró sustancialmente entre 1949 y 1950, cuando comenzó a levantarse la presión ejercida por los antiguos aliados sobre España, se alivió la agobiante escasez de divisas y las autoridades flexibilizaron la política autárquica e intervencionista. La industria dio el pistoletazo de salida en la carrera alcista de la rentabilidad financiera. En 1949 tuvo lugar una clara inflexión de la tasa del sector, impulsada a la vez por los sectores productores de toda clase de bienes. En 1950 las otras actividades básicas se incorporaron a la reactivación. Entre ellas, la minería y el sector eléctrico ejemplifican el cambio de escenario²⁶. La tasa de retorno del capital invertido por las compañías eléctricas creció sostenidamente gracias a la actualización de las tarifas y a la acelerada expansión de la demanda, llegando a superar la rentabilidad del sector industrial. Pero fueron los bancos los grandes protagonistas del despegue de los años 1950. Sus tasas de beneficio se encumbraron hasta unos niveles inigualados.

La industria no participó enérgicamente en el impulso expansivo general, ensanchándose la divergencia con la banca abierta en la década anterior. En los gráficos analizados podemos percibir la complejidad de la situación atravesada por la empresa industrial española en esta segunda etapa del llamado periodo autárquico. El perfil en dientes de sierra de la rentabilidad del sector, tomado globalmente, está originado esencialmente por las ramas productoras de bienes intermedios. La rentabilidad de la industria de bienes de equipo anduvo de capa caída durante el segundo lustro, tras haber remontado con indecisión en el primero. Pero, el rasgo más espectacular de lo acontecido en el decenio de 1950 es, sin duda alguna, la escalada de la industria de bienes de consumo. Entre 1949 y 1958 la rentabilidad media del sector dobló, llegando en el último año a una cota que marca el máximo secular. Esta evolución, así como la registrada en la década anterior, avala la interpretación sostenida por algunos autores según la cual la demanda de bienes de consumo manufacturados fue uno de los factores clave de la depresión, primero, y de la recuperación, después, de la eco-

26. El salto de la minería está exagerado por un problema estadístico. La serie de los beneficios que he podido reunir de la compañía Río Tinto finaliza en 1950. Los recursos propios de la misma representaban una proporción suficientemente significativa del total del sector como para influir poderosamente en la tasa de beneficio sectorial. Siendo la tasa de rentabilidad de la indicada empresa mucho más baja que la media en los años cuarenta, su desaparición provoca un sesgo alcista en dicha media.

nomía española²⁷. Si, como hemos visto, la caída del salario real producida a lo largo del primer franquismo provocó un estancamiento de la rentabilidad de la industria de bienes de consumo que a duras penas pudo ser contrarrestado con el estraperlo, las fuertes alzas salariales aprobadas en distintos momentos de la década de 1950 reactivaron la industria productora de bienes de consumo de masas. Desde 1951 hasta 1974 su tasa de rentabilidad fue muy superior a la del total de la industria.

Los gráficos comentados también dejan claro que las bases del crecimiento económico de posguerra comenzaron a tambalearse en 1956-1957. Ahí encontramos los síntomas del agotamiento del modelo autárquico. El curso alcista de las tasas de beneficio de la banca, la industria y otras actividades se detuvo o perdió casi toda su fuerza en estos años. No tuvo lugar, empero, un declive generalizado hasta la implantación del Plan de Estabilización. Incluso en algunos campos, como la minería o la electricidad, la disminución se retrasó hasta 1962. La inflexión de las tasas correspondientes a la industria de bienes de consumo y la minería, por su cronología e intensidad, expresan elocuentemente el impacto que tuvo el cambio de política económica en la rentabilidad financiera de la empresa en su doble vertiente de política de ajuste y liberalización externa e interna. El desplome, en 1959, de la tasa de beneficios de las empresas de bienes de consumo es el mejor testimonio del efecto sobre la demanda interna que tuvieron las medidas estabilizadoras aplicadas en el mencionado año. La caída en vertical de la minería (carbonífera, esencialmente) de 1962 en adelante simboliza la pérdida dramática de rentabilidad sufrida por algunos sectores productivos al ser expuestos a la competencia exterior. En general, el rendimiento del capital industrial se deterioró fuertemente entre 1961 y 1967. Es de destacar que entonces la banca siguió una trayectoria completamente paralela a la industria, lo cual prueba que entre ambas existía una estrecha imbrincación. Una explicación alternativa, quizás no excluyente, consistiría, por un lado, en que la banca no estuvo al margen de la ola liberalizadora —recuérdese la legislación bancaria de 1962—, y, por otro, en que sus resultados se vieron afectados negativamente por la merma de rentabilidad del sector eléctrico.

La tendencia declinante tocó fondo en 1967. En páginas anteriores he señalado que la empresa española logró romper e invertir esta tendencia al combinarse la devaluación de la peseta, el endurecimiento de la protección arancelaria y la provisión de abundante ayuda financiera pública y privada a ciertos sectores. Ahora podemos comprobar que las empresas de, prácticamente, todas las actividades sacaron provecho de estos elementos. Incluso el sector eléctrico, que ya había entrado en un estadio de madurez y no podía verse favorecido por los dos primeros factores, gozó de una suave alza en el rendimiento del capital. En el caso de la banca, y más aún de la industria, la subida fue intensa, recuperándose en seis años todo, o casi todo, lo que se había cedido en los seis precedentes.

27. Sudrià (1988).

La crisis económica que golpeó España cuando el régimen franquista estaba agonizando encerraba una fuerza destructiva descomunal para un tejido productivo tan vulnerable como el nuestro. En él tenían un gran peso las industrias que hacían un consumo muy intensivo de energía y estaba centrado en las líneas de producción de bajo contenido de capital humano y tecnológico, fácilmente accesibles para los países industrializados emergentes. Amplios sectores de la empresa industrial privada no tenían capacidad de competir en mercados abiertos. La empresa pública creada durante el franquismo atendía muchas especialidades productivas para las que la economía española no tenía una adecuada dotación de recursos, y en general desarrollaba su actividad de forma muy poco eficiente, por muy variadas razones (localización inapropiada, ausencia de restricciones financieras, deficiencias organizativas, etc.)²⁸. La escalada de los precios del petróleo, las alzas salariales, más la liberalización de los mercados producidas en un entorno social e institucional de grandes cambios e incertidumbres –la transición democrática– representaron un cóctel explosivo para la empresa española, particularmente la del sector industrial.

Las cifras hablan por sí solas, y los gráficos en que están representadas no puede ser más expresivos. Fijémonos en la industria, la gran damnificada por la recesión internacional. La curva en cuestión traza un movimiento inédito. Desde el máximo de 1973, que marca un valor de 9,4 por 100, se despeña en caída libre hasta, nada menos, un registro de -13,5 por 100, al que llega en 1981. Anotemos que, en términos de rentabilidad bruta el derrumbe fue aún peor, puesto que la crisis acarreó la obsolescencia de gran parte del aparato industrial, obligando en consecuencia a destinar muchos recursos financieros a la amortización del mismo²⁹. Desde luego, la empresa industrial de nuestro país no ha sufrido en ningún otro momento de este siglo un deterioro financiero tan severo. Lo que nos indican con frialdad los datos es un desastre de proporciones y características desconocidas en el pasado.

La desagregación sectorial permite afinar el diagnóstico. No todo se hunde. Detrás de las cifras correspondientes al conjunto de la industria lo que hay es la ruina financiera de algunas partes sustanciales del sector secundario, pero no su totalidad. Veamos el gráfico 4. El epicentro de la conmoción está claramente localizado en la industria de bienes de producción, que se desmorona por la paralización de la inversión industrial y la retracción de las otras fuentes de demanda (pedidos extranjeros de buques, vivienda y obras públicas, etc.). Las empresas fabricantes de bienes de consumo manufacturados se enfrentan a una situación mucho menos desesperada. Acumulan unas pérdidas que «únicamente» consu-

28. Carreras y Tafunell (1997)

29. El rendimiento del capital industrial antes de amortizaciones, provisiones e impuestos (recursos generados) pasó de un valor récord en 1973 –el 25,2 por 100– a una tasa...¡negativa! –el -0,3 por 100– en 1981.

men el 18 por 100 de sus fondos —en el sector de bienes de producción devoran ¡el 96 por 100!—. En contraste, las ramas de bienes intermedios no parecen haber atravesado una recesión sensiblemente más aguda que la sufrida al término de la Primera Guerra Mundial o en los años treinta. A primera vista, esto resulta chocante, dado que ninguna actividad industrial se vio tan directamente afectada como ésa por el encarecimiento de los recursos naturales. Espero despejar algunos interrogantes planteados por esta constatación en el apartado siguiente. Añadiré, para terminar, que fue en sectores como la metalurgia y la construcción de maquinaria y medios de transporte donde el alza de costes y la contracción de la demanda azotaron y barrieron con la fuerza de un huracán el entramado productivo, abocando a la quiebra a un gran número de empresas. En la sección que viene a continuación precisaré los ámbitos especialmente devastados por la crisis a través de la identificación de las empresas más ruinosas.

Antes de analizar la evolución histórica de la rentabilidad bajo este prisma, es útil retornar a una perspectiva de largo plazo para recapitular y extraer algunas conclusiones acerca del curso que han seguido los principales sectores económicos. Pueden sintetizarse en la siguiente aseveración: han habido importantes diferencias en la trayectoria de las rentabilidades sectoriales. En la mayoría de ocasiones se trata de discordancias coyunturales, aunque eso no significa que no hayan tenido relevancia. Basta reparar en la atroz caída de la industria manufacturera en los años 1970. Pero me estoy refiriendo a pautas de evolución más duraderas. Las descubrimos en cuanto intentamos aprehender los rasgos más característicos de cada serie. Contemplemos nuevamente los gráficos que han ocupado nuestra atención. Expuestos sucintamente, los resultados que, a mi juicio, se desprenden de su lectura son los siguientes.

Las empresas mineras han pasado claramente por dos etapas. La primera, que es la realmente interesante, como J. Nadal supo muy bien descifrar, abarca el primer medio siglo (1880-1930). En ella la curva del rendimiento del capital minero destaca sobremanera por dos cosas: su valor medio, enorme con respecto al de los otros sectores, y la extraordinaria amplitud de las fluctuaciones. En la segunda etapa está privada por completo de estas propiedades, o de cualquier otra que la singularice claramente del resto.

Por lo que se refiere a la banca, si hubiese que aislar un rasgo característico de la serie del sector (1901-1981), éste sería la desigualdad entre el periodo anterior y el posterior a la Guerra Civil. En el primero, la rentabilidad de los bancos no se despegó significativamente de la del sector industrial, de la cual dependía en extremo, por lo que parece. Desde los años cuarenta hasta los setenta la banca logró unas tasas de rentabilidad sensiblemente más elevadas que la industria y las otras actividades. La serie estimada da un espaldarazo a la tesis del *poder de la banca* vinculado al *status quo*. Ni siquiera la crisis desencadenada en 1973 socavó esta posición preeminente; la mantuvo, al menos, hasta

1981, al conseguir esquivar con bastante éxito las primeras arremetidas de la crisis económica. Claro que, al fin, la banca fue arrastrada por el declive industrial. Pero esa historia, que bordea los límites cronológicos del presente estudio, cae fuera del mismo³⁰.

El rendimiento del capital eléctrico ha seguido un curso muy discreto. De los cuatro grandes sectores analizados es, con diferencia, el menos volátil. Con todo, ha atravesado cuatro periodos largos, de distinto signo. El primero abarca desde el inicio hasta 1935. Se trata de una etapa tremendamente expansiva, a despecho que esto tenga un pálido reflejo en la serie. El extraordinario aumento de los resultados netos no dio lugar a un salto en la rentabilidad debido a que los fondos propios también crecieron extraordinariamente. El segundo gran ciclo, que comprende los años 1936-1951, es perfectamente familiar a los investigadores del tema. Decayó la rentabilidad del sector, como consecuencia de la política gubernamental de congelación de las tarifas. En la tercera fase, que dio comienzo en 1951, se asistió a la prosperidad del negocio eléctrico, gracias a la cual logró incluso superar la rentabilidad de la industria. Por último, hacia 1962 las empresas del sector entraron en una cuarta etapa en la cual afrontarían una tendencia a una gradual erosión de la tasa de retorno de su inversión.

La rentabilidad de la empresa industrial se ha ajustado, en líneas generales, al mismo patrón que el conjunto de la empresa hasta finales de la década de 1950. La particularidad más interesante durante la primera mitad de siglo ha sido que en las coyunturas esplendorosas para los propietarios del capital —los años interseculares, la Primera Guerra Mundial, el primer franquismo— la industria manufacturera ha liderado el alza. Cabe conjeturar que eso esté de algún modo relacionado con el cerramiento de la economía española, más que con el hecho de que la industria fuese el motor de su crecimiento. Pues lo cierto es que desde finales de la década de 1950 la rentabilidad de la industria manufacturera ha tendido a situarse significativamente por debajo de la media; eso sí, desarrollando las mismas fluctuaciones cíclicas. Con una única diferencia, de capital importancia: la intensidad de la caída de los años 1970. El derrumbe del rendimiento del capital industrial acaecido entre 1976 y 1981 no guarda proporción con las disminuciones de rentabilidad que padecen en estos mismos años el resto de actividades. Es más, a diferencia de lo que sucede en éstas, tal caída no es en absoluto comparable con las contracciones habidas en el pasado. Se mire como se mire, la crisis industrial del decenio de 1970 fue una verdadera catástrofe.

30. Los primeros brotes de la crisis bancaria se produjeron en 1978, pero ésta no tuvo gran virulencia hasta 1981-82. v. Cuervo (1988).

La diferenciación entre empresas

En una economía basada en la iniciativa privada la rentabilidad del capital es la medida básica de éxito empresarial, partiendo del principio que el empresario busca sacar el mayor rendimiento posible a su inversión. La rentabilidad financiera es algo así como una vara de medir en el mundo capitalista. Y cuando se hace uso de ella suelen obtenerse valores notablemente dispares dentro de una determinada economía, tanto en un tiempo dado como a lo largo de periodos prolongados. En lo que se refiere a los países más desarrollados y en las últimas décadas –Estados Unidos desde los años cuarenta; Alemania, Canadá, Francia, Japón, Reino Unido y Suecia desde comienzos de los años sesenta– se ha demostrado definitivamente la existencia de diferenciales persistentes en las tasas de rentabilidad de las empresas industriales³¹. De hecho, tal divergencia ha polarizado totalmente la investigación sobre las tasas de beneficios llevada a cabo por los economistas desde hace medio siglo.

Uno de los lugares comunes en la economía de la organización industrial es la vinculación entre grado de concentración de mercado y tasa de beneficios. De acuerdo con el enfoque clásico, una elevada concentración de mercado conlleva altos precios y beneficios (beneficios de monopolio)³². Esta interpretación ha sido cuestionada en las últimas décadas por los economistas neoclásicos, que sostienen que la tasa de rentabilidad viene determinada por el nivel de eficiencia³³. Los estudios empíricos recientes de los analistas económicos están dirigidos a dilucidar si los beneficios dependen de factores relacionados con la eficiencia (ventajas comparativas), o bien con la concentración, utilizando modelos econométricos que aíslan las hipotéticas variables determinantes de la rentabilidad³⁴.

31. Véase el estudio comparativo dirigido por Mueller (1990) referente a las siete economías industrializadas, manejando unos datos y metodologías homogéneos. Él mismo ha ofrecido una síntesis en Mueller (1992)

32. El vínculo fue establecido por el trabajo seminal de Bain (1951). La hipótesis ha sido contrastada en una inmensa cantidad de trabajos. Un repaso crítico a éstos, en Schmalensee (1989).

33. Un buen resumen de los presupuestos teóricos e ideológicos de ambos paradigmas, en Fourie y Smit (1998) y (1999).

34. Tiene poco sentido, a mi modo de ver, referirse aquí a este tipo de trabajos, puesto que son completamente ajenos a la perspectiva del historiador económico: se basan en datos de corte transversal. Es interesante señalar que cuando, excepcionalmente, se han empleado bases de datos que permiten captar las trayectorias a medio plazo de las empresas, se deducen conclusiones más prometedoras. Así, McGahan (1999), analizando los rendimientos de las empresas estadounidenses para el periodo 1981-1994 ha podido descubrir que las ventajas competitivas son tan importantes como las influencias sectoriales en el corto plazo, pero estas últimas ejercen mayor influencia en el «largo» plazo. Para el caso de España el reciente estudio de Huergo (1998) refleja claramente lo escasamente útiles que resultan este género de enfoques para la historia económica. Los modelos econométricos aplicados a una información de corte transversal o «cuasi-transversal» apoyan tanto la interpretación de la eficiencia como la de la colusión.

El objeto de estas páginas es infinitamente más modesto, y de un tenor bien distinto. Propongo que calibremos de una forma muy burda y simple la presunta existencia de diferencias perdurables en la rentabilidad. Reparemos, en primer lugar, en la importancia de los diferenciales en las tasas de las empresas individuales a lo largo del periodo. Un modo sencillo de hacerse una idea al respecto es recurrir a una medida sintética de dispersión estadística, como la desviación estándar (v. col. 3 del cuadro AI). Los resultados muestran que la diferenciación ha sido acusada de manera permanente, aunque salta a la vista que ha habido algunas coyunturas en que las tasas de rentabilidad han divergido mucho más que en otras, cabe decir que han divergido en extremo: en 1915-1920; 1957-1960 y 1977-1981. En todas ellas tuvieron lugar cambios institucionales o en el entorno económico que estuvieron cargados de efectos trascendentales para las empresas del país. Al margen de tan llamativos episodios de diferenciación, queda confirmado que en todo momento las empresas han tendido a tener tasas de beneficio notablemente alejadas del valor medio. Ahora, ¿han perdurado a lo largo del tiempo las diferencias entre los valores individuales y el valor medio?, o, en otras palabras, ¿la rentabilidad de las empresas ha tendido a mantenerse persistentemente por encima o por debajo de la rentabilidad media?

Para responder a este interrogante emplearé un indicador tosco: el promedio de los desvíos anuales absolutos de cada tasa de rentabilidad individual respecto a la tasa media general. La idea es que si las diferencias iniciales (en más o en menos) de la rentabilidad de una empresa determinada con respecto al conjunto no tienden a persistir, las desviaciones serán ora de signo positivo, ora de signo negativo, con lo cual a largo plazo se neutralizarán y su promedio tenderá a cero. Como que muchas series no son, desgraciadamente, muy largas habrá que manejar con tiento este supuesto. Para no pecar de poco cautelosos más vale no considerar verdaderamente relevantes las desviaciones inferiores a ± 3 puntos porcentuales³⁵. Con este criterio de partida, he establecido cuatro pares de rangos de diferenciales significativos: 1) entre 3 y 5 puntos; 2) de 5,01 a 10 puntos; 3) de 10,01 a 20 puntos; 4) más de 20 puntos.

Veamos los resultados (cuadro 1). Lo primero que debe subrayarse, en mi opinión, es que la mayoría de las empresas han tenido importantes diferenciales a largo plazo en su tasa de rentabilidad. En concreto, 211 empresas sobre un total de 374 —el 56,4 por 100—, tuvieron una rentabilidad que se apartó significativamente de la rentabilidad promedio.

El segundo rasgo que destaca en los datos comentados es el predominio de los valores negativos (134 series, contra 77 con una desviación media positiva). En otras palabras, los desvíos observados no se distribuyen de forma normal.

35. A no confundir con porcentajes. Téngase presente que 3 puntos por encima (debajo) de la tasa media equivalen a rentabilidades un 35 por 100 superiores (inferiores) a la rentabilidad media de todo el periodo.

CUADRO 1
NÚMERO DE EMPRESAS CON RENTABILIDAD FINANCIERA A LARGO PLAZO
SIGNIFICATIVAMENTE DISTINTA DE LA MEDIA GENERAL

Desvío medio absoluto sobre la media general (puntos porcentuales)	Número de empresas
> - 20	4
< - 20, > - 10	7
< - 10, > - 5	63
< - 5, > - 3	60
< + 5, > + 3	35
< + 10, > + 5	26
< + 20, > + 10	11
> + 20	5

Conforman una curva asimétrica, en la que la punta o valor modal está situado en la frecuencia de desviaciones negativas comprendidas entre 5 y 10 puntos. Este hecho no es fácilmente comprensible o aceptable, ya que, por definición, la media de los desvíos de cada año es cero, y no existe ningún elemento estadístico que pueda causar una asimetría en el conjunto del periodo. Aislamos el factor perturbador si excluimos el último quinquenio, en el cual se manifiesta con la máxima crudeza la crisis de la última década. Dejando de lado los valores correspondientes a los años 1977-1981, la media de los desvíos está muy próxima a cero y el coeficiente de asimetría, que para el periodo 1880-1981 arroja un valor de $-5,60$, se reduce a un despreciable $-0,06$. Semejante discrepancia pone de manifiesto, por un lado, que en los últimos años de la serie tienen un peso excesivo las empresas que incurrieron en pérdidas masivas, y, por otro, que la crisis del último lustro fue excepcionalmente severa. Volveré sobre este punto en la parte final del artículo. Pero en este momento lo que debe centrar nuestra atención es la dinámica a largo plazo, y más concretamente la magnitud y la lógica de la persistencia de diferenciales en las tasas de rentabilidad.

La historiografía económica española ha sido siempre proclive a calificar y explicar el desempeño de las empresas en clave sectorial. La rentabilidad de las mismas habría dependido de la actividad productiva que hubiesen desarrollado. Por consiguiente, lo primero que debemos hacer es observar si la diferenciación en las tasas ha tenido una raíz sectorial. El cuadro 2 ofrece algunas pistas, aunque no sirve para deslindar en qué medida los diferenciales estuvieron en función del componente sectorial y en cuál vinieron dados por factores propios de cada empresa³⁶.

36. He elaborado el cuadro basándome en la media de los desvíos medios de las series individuales comprendidas en cada actividad. Naturalmente, no todas las empresas de la muestra integradas en los diversos sectores que componen el cuadro han tenido una rentabilidad en línea con su sector.

Con todas las reservas que impone la advertencia anterior, puede afirmarse que ha habido una acusada diferenciación de la rentabilidad entre sectores económicos. De los veintiuno contenidos en el cuadro, tan sólo las empresas de tres de ellos tienen unas tasas de rentabilidad que no difieren sensiblemente de la media. He identificado ocho sectores cuyas empresas han tenido rentabilidades significativamente superiores a la misma, y diez sectores con rentabilidades significativamente inferiores³⁷. Así pues, parece evidente que una de las causas de la existencia de diferencias perdurables en la rentabilidad de las empresas radica en el muy diverso potencial de generación de recursos de los distintos sectores. Una buena parte de ese espectro de rentabilidad puede ser fácilmente explicado gracias al conocimiento acumulado por la historiografía. En cambio, ciertos detalles del cuadro 2 son novedosos y bastante sorprendentes, enigmáticos incluso. Repasemos los distintos renglones, intentando descifrar si algunas evoluciones imprevistas tienen su origen en rentabilidades anómalas de algunas empresas.

El negocio naval ha dado a la vez los frutos más sustanciosos y más amargos para la inversión. Si no ha habido a lo largo del siglo empresas más rentables que las compañías navieras, tampoco ha existido una industria tan ruinosa como la construcción naval. Un hecho paradójico, que, sin embargo, puede ser explicado. España, por su configuración física —cuasi insular, relieve accidentado— y su posición geográfica estaba, antes de la era del automóvil, mucho mejor dotada para el transporte marítimo que para el terrestre. Por este motivo, entre otros —como el atraso económico—, el ferrocarril fue un mal negocio, y así lo reflejan los datos. La elevada demanda potencial de servicios de transporte marítimo adquirió unas características muy especiales durante las dos guerras mundiales. El sector vivió entonces una fabulosa época dorada. No obstante, esto no ayudó en absoluto a que los constructores de buques tuviesen éxito. El esplendor de antaño de las compañías navieras no evitó que la construcción naval acabase acumulando las pérdidas más colosales en relación al capital. Conviene aclarar que no es un problema reciente, por más que en los años 1970 (y 1980) se manifestase con el mayor dramatismo³⁸. La dotación de recursos del país ha jugado en contra, como lo prueba que la siderurgia y la construcción mecánica figuren también entre las actividades menos rentables.

En el lado superior de la tabla encontramos otros componentes que nos son familiares. La minería no energética y la banca, en una posición menos encum-

37. La base de datos reúne empresas que operan en bastantes más actividades de las que figuran en el cuadro. He prescindido de todas las que no había suficientes garantías de que estuviesen mínimamente bien representadas en la misma.

38. Es cierto que los astilleros han encajado las pérdidas más ingentes a partir de la crisis del petróleo. Únicamente entre 1976 y 1981 equivalieron, en términos consolidados, a ¡varias veces los recursos propios de las empresas en cuestión! Pero me interesa subrayar que, según mis datos, las empresas del sector siempre han sido muy poco rentables. Las pioneras, como Euskalduna o S.E. Construcción Naval, en todos los periodos, han obtenido una rentabilidad muy inferior al conjunto.

CUADRO 2
RENTABILIDAD RELATIVA DE ALGUNOS SECTORES

Sectores de muy alta rentabilidad

- Transporte marítimo
- Seguros
- Minería no energética

Sectores de alta rentabilidad

- Tabaco
- Industria de productos minerales no metálicos (vidrio y cemento)
- Industria de alimentos y bebidas
- Industria de la madera
- Banca

Sectores de rentabilidad media

- Industria química
- Industria del automóvil
- Comercio

Sectores de baja rentabilidad

- Industria de la construcción
- Industria del papel y artes gráficas
- Industria textil
- Agua
- Electricidad
- Transformados metálicos y construcción de maquinaria y equipo eléctrico

Sectores de muy baja rentabilidad

- Construcción naval
- Metalurgia básica
- Ferrocarriles
- Minería del carbón

brada, forman parte del núcleo de actividades más lucrativas. Huelgan los comentarios, dado que la historiografía ha enfatizado, de manera unánime, este punto. Tampoco causará ninguna sorpresa al lector que la industria tabaquera esté en una posición envidiable, habiendo disfrutado de un monopolio legal. Pero es preciso puntualizar que éste, por sí mismo, no asegura una rentabilidad más elevada que la media a largo plazo, puesto que los precios administrados no necesariamente han favorecido al productor del bien³⁹. Factores de otro tipo, como la elasticidad de la demanda y los bajos volúmenes de inversión en equipo, han contribuido a agrandar el diferencial. Menos previsible resulta que industrias tradicionales, como la transformación de minerales no metálicos —para ser más exactos, producción de vidrio y cemento—, la industria de la madera y la de alimentación y

39. No ha sido así, por ejemplo, en el caso de las telecomunicaciones. Contrariamente a lo que se suele creer, la Compañía Telefónica no fue una empresa altamente rentable hasta los años sesenta.

bebidas, tengan un puesto entre las actividades más rentables. En lo que se refiere a estas últimas –la industria alimentaria–, no es seguro que hayan sobresalido realmente. Alguna empresa aislada, como la filial española de la multinacional Nestlé, con excelentes resultados debido a su capacidad de diferenciación del producto y a su elevada inversión en publicidad, marketing y redes de comercialización, elevan notablemente la tasa del grupo. De hecho, un subsector tan básico y de desarrollo precoz como es la industria azucarera, no presenta un balance sustancialmente mejor que el de la empresa española en su conjunto⁴⁰. Quizás parezca contradictorio, asimismo, que las empresas de ciertas clases de materiales de construcción lograsen elevados retornos, mientras que sus clientes –las empresas dedicadas a la construcción residencial y las obras públicas– fueran poco afortunados. La primera hipótesis que deberíamos barajar es que los productores de cemento y fabricantes de vidrio han gozado de un gran poder de mercado, del cual han carecido –hasta tiempos muy recientes– las empresas constructoras, así como las de algunos otros sectores de baja rentabilidad.

La estructura de mercado de la industria textil es de este segundo tipo, lo que, unido al escaso dinamismo de la demanda de tejidos y a la creciente competencia exterior, ha tenido como consecuencia una baja tasa de beneficios. El problema de la minería energética –esto es, las empresas hulleras– es de otro orden, y mucho más grave: un recurso cuyo coste de producción, o extracción, supera ampliamente su precio internacional. La protección estatal ha asegurado su supervivencia, pero no ha podido evitar que los consumidores de energía hayan buscado bienes sustitutivos más baratos. Las empresas de actividades a veces denominadas industrias de red, como la provisión de agua o la producción y distribución de electricidad, han tenido también una rentabilidad baja, lo cual tiene que ver con la regulación pública a que son sometidas en tanto que monopolio natural. Por último, encierra un significado especial la mala nota obtenida por las empresas de un sector tan básico como las construcciones metálicas y mecánicas (incluyendo la fabricación de maquinaria y equipo eléctrico). Su escaso éxito condensa las debilidades de la industria autóctona. No es, por supuesto, irrelevante que actividades de tanto peso en el valor añadido industrial como la química y la industria automovilística escapasen a este patrón, cuando menos antes de que se produjese el segundo shock del petróleo. La fuerte presencia del capital extranjero llevó aparejada una dotación tecnológica capaz de asegurar unos elevados niveles de eficiencia y productividad, y, por ende, de rentabilidad.

En los párrafos anteriores hemos podido comprobar que han abundado las diferencias persistentes en las tasas de rentabilidad. Hemos verificado también

40. De las tres empresas líderes, dos –Ebro y Compañía de Industrias Agrícolas– han sido desde su creación, en las primeras décadas del siglo, mucho más rentables que la media de la empresa española. Pero la otra, la primera –Azucarera Española–, ha tenido una baja rentabilidad hasta mediados de siglo. En el grupo de seguidores, ha sucedido algo semejante.

que éstas han variado sustancialmente entre las diversas ramas productivas. Ahora debemos preguntarnos: ¿cuáles han sido las empresas más y menos rentables a lo largo del siglo? A la hora de responder este interrogante deben tenerse muy en cuenta las limitaciones de la información manejada a que me refería al inicio del apartado. Desgraciadamente, la base de datos se compone de un gran número de series que cubren tan sólo una o dos décadas, siendo una minoría relativamente pequeña las series largas –entendiendo por tales aquéllas que se extienden un mínimo de cuatro décadas–. Es obvio que el diferencial con respecto a la media que suelen presentar las primeras denota una divergencia poco segura y fiable, ya que puede verse muy influida por una coyuntura altamente expansiva o contractiva. El mayor riesgo reside en la última década de la serie. El demoledor efecto de la crisis da lugar con frecuencia a estridentes divergencias de las series más cortas. Es de temer que, si éstas fuesen más prolongadas, un buen número de empresas se apartarían mucho menos de la norma.

Por eso, lo más sensato es prestar tanta o más atención a las disparidades de rentabilidad registradas en cada una de las grandes etapas en que se divide el siglo analizado. Si consideramos que su duración debe rondar en torno a dos decenios y nos guiamos por la periodización al uso en la historiografía, podemos distinguir cuatro periodos: 1880-1913; 1914-1935; 1939-1960; y 1961-1981. Un modo de aunar esa periodización y la visión a más largo plazo consiste en retener únicamente los diferenciales de rentabilidad más significativos que sean producto de divergencias en, como mínimo, dos de los periodos señalados; respetando un requisito adicional: las diferencias de todos los periodos abarcados por la serie deben ser del mismo signo, dado que, en caso contrario, no tendría demasiado sentido hablar de una pauta de persistencia a largo plazo de una alta (baja) rentabilidad. Pues bien, siguiendo estos criterios contamos 79 empresas. Esta cifra representa el 21,1 por 100 del total de la muestra, elevándose el porcentaje hasta el 49,4 por 100 si no tomamos en cuenta las series excluidas por su corta duración⁴¹. De modo que la mitad de empresas ha tenido un rendimiento significativamente distinto a la media a largo plazo. El cuadro 3 contiene los doce casos más extremos por ambas bandas.

La parte superior del cuadro –empresas de muy alta rentabilidad– nos depara alguna sorpresa. No lo es, obviamente, que figuren en tan envidiable posición algunas compañías navieras y ciertos monopolios legales. Las primeras vivieron una prosperidad tan formidable durante las dos guerras mundiales que su ventaja en términos de rentabilidad no quedó diluida ni siquiera consolidando rentabilidades de periodos muy prolongados. En cuanto al Banco de España y CAMPSA repre-

41. He considerado que una serie abarca uno de los periodos indicados cuando tengo datos de más de cinco años del mismo. A los efectos del análisis de largo plazo he excluido todas las series de duración no superior a los veinticinco años. El número de series incluidas en el cómputo es el siguiente: 103, en 1880-1913; 191, en 1914-35; 278, en 1940-60; y 250, en 1961-81.

CUADRO 3
EMPRESAS DE LA MUESTRA MÁS Y MENOS RENTABLES A LARGO PLAZO,
EN RELACIÓN A LA MEDIA*

	Total	1880-13	1914-35	1940-60	1961-81
<i>A) Empresas de muy alta rentabilidad</i>					
Marítima El Nervión	60,1	17,2	93,3	45,3	—
Banco de España	42,7	9,5	19,0	120,3	—
Naviera Bachi	19,4	2,4	26,5	72,3	—
Vasco-Navarra	16,0	—	4,8	20,3	47,1
Consortio Nacional Almadrabeto	8,2	—	7,5	10,9	3,1
Española Fabricación Mecánica del Vidrio	7,5	—	—	8,8	6,3
Azucarera Leopoldo	6,3	—	6,8	4,7	—
Cubiertas y Tejados	6,1	—	—	3,4	9,4
Española del Acumulador Tudor	6,1	—	5,0	5,3	7,7
Arrendataria del Monopolio de Petróleos	5,5	—	2,8	4,2	8,5
Banco de Santander	4,6	—	—	1,1	8,1
Motor Ibérica	4,6	—	—	2,9	5,1
<i>B) Empresas de muy baja rentabilidad</i>					
Astilleros y Talleres del Noroeste, Astano	-42,8	—	—	-4,4	-91,6
Empresa Nacional Bazán	-19,7	—	—	-1,8	-40,9
Real Cía. de Canalización y Riegos Ebro	-10,1	-6,5	-10,2	-11,0	-8,6
Unión Vidriera	-8,6	-3,5	-8,0	-11,3	—
Minera de Sierra Menera	-8,1	-4,0	-11,7	-5,2	—
Metropolitano de Madrid	-7,7	—	-0,5	-4,2	-20,0
Empresa Nacional Calvo Sotelo, Encaso	-7,6	—	—	-9,4	-5,7
Aviación y Comercio, Aviaco	-7,4	—	—	-11,2	-5,5
Ferrocarriles Andaluces	-7,4	-5,7	-10,6	—	—
Caminos de Hierro del Norte de España	-7,2	-6,5	-8,4	—	—
Hulleras de Sabero	-6,9	-6,2	-7,2	—	—
Ferrocarriles de Madrid Zaragoza Alicante	-6,9	-5,7	-8,7	—	—

* Promedio de las desviaciones anuales con respecto a la media. Respecto a los criterios de selección, véase texto.

sentan dos ejemplos sobresalientes de la causación entre grado de monopolio y nivel de beneficios. Es indudable que el carácter monopolístico u oligopolístico de ciertos mercados de bienes y servicios ha permitido a los oferentes nacionales lograr unas rentabilidades excepcionalmente elevadas. Quizás lo que llama la atención en el cuadro 3 es justamente que no aparezcan más casos de este tipo, cuando en España, como es sabido, la oligopolización ha sido uno de los rasgos más idiosincráticos de múltiples e importantes sectores. Las sorpresas no terminan ahí, ya que los demás componentes de este grupo selecto pertenecen a diversas ramas productivas que han destacado poco o nada en este terreno. Incluso en una —el vidrio— se da la curiosa circunstancia que aporta un representante a cada uno de los extremos. Los sectores dinámicos ocupan dos puestos (la aseguradora Vasco-Navarra y el Banco de Santander), pero otros cinco corresponden a sectores de ren-

tabilidad media (Consortio Nacional Almadrabeto, Azucarera Leopoldo, Cubiertas y Tejados, S. Española del Acumulador Tudor y Motor Ibérica). Está bastante claro que las claves del éxito de estas empresas no residen exclusivamente en la estructura de mercado (barreras de entrada, poder de mercado), sino también en otros factores relacionados con el desenvolvimiento de cada empresa (diferenciación de producto, gasto en investigación y desarrollo, en publicidad, etc.).

La parte inferior del cuadro confirma ese diagnóstico. Entre las empresas con peores resultados hallamos, como cabía esperar, algunas constructoras de buques y las ferroviarias. El saldo de estas últimas es abrumador: los tres gigantes del sector forman parte del furgón de cola. En él también se integran otras dos empresas de transporte, el Metro de Madrid y AVIACO. Probablemente, sea más acertado buscar la explicación de sus pésimos resultados en su titularidad pública más que en el carácter de la actividad desarrollada. Distinto fue el caso de la Compañía minera de Sierra Menera y de Hulleras del Sabero —dedicadas al laboreo de unas cuencas pobres—, así como de la Compañía de Canalización y Riegos del Ebro. Para ENCASO pesó como una losa el disparatado proyecto inicial, además de las servidumbres impuestas por su pertenencia al INI⁴². En fin, la presencia de la Unión Vidriera en el grupo de empresas menos rentables nos muestra que no todo se reduce a sectores estancados y empresas públicas. Las estrategias, exitosas o fallidas, para conquistar y mantener cuotas de mercado pueden explicar en muchos casos los diferenciales perdurables de rentabilidad. Habrá que esperar la realización de estudios monográficos sobre la historia de las citadas empresas para averiguar cuáles de los elementos que se barajan en el análisis de economía industrial causaron esas divergencias.

Resultaría interesante repetir el ejercicio para cada uno de los periodos definidos. Dado que no es posible por razones de espacio, centraremos la atención únicamente en el último subperiodo, el correspondiente a la crisis de los años 1970.

En diversos pasajes de este ensayo dicha crisis se ha revelado como un fenómeno de suma gravedad. Por eso ahora es oportuno inquirir cuáles fueron las empresas que durante su transcurso sufrieron caídas extremas en su rentabilidad. Puesto que los embates de la depresión se sintieron con fuerza únicamente a partir del año 1976, el cálculo del diferencial deberá referirse tan sólo al periodo 1976-1981. El cuadro 4 contiene los valores correspondientes a las empresas cuya tasa anual de rentabilidad media en estos años estuvo diez o más puntos porcentuales por debajo de la media. Debo advertir, para que el lector se haga una idea cabal, que por entonces este umbral significaba acumular un volumen de pérdidas muy próximo, en el mejor de los casos, ¡a la mitad de los recursos propios!

42. La política gubernamental de precios de las principales producciones de ENCASO estaba diseñada, según Sudrià (1992), para asegurar la viabilidad de la empresa, pero no para el logro de grandes beneficios.

CUADRO 4
EMPRESAS DE LA MUESTRA CON UNA TASA DE RENTABILIDAD MÁS BAJA
ENTRE 1976 Y 1981*

	Diferencia en puntos porcentuales sobre la media
HUNOSA	203,8
Astilleros Españoles, AESA	167,6
Astilleros y Talleres del Norte, ASTANO	153,9
S. Española de Construcciones Babcock & Wilcox	63,6
Metropolitano de Madrid	53,8
Empresa Nacional Bazán	53,7
Echevarría	50,2
ENASA	49,9
Fábrica Española de Magnetos, FEMSA	47,2
SEAT	35,6
ENSIDESA	29,0
Marconi Española	25,6
Altos Hornos de Vizcaya, AHV	25,3
Aceros de Llodio	22,3
Minero Siderúrgica de Ponferrada	17,8
Maquinista Terrestre y Marítima, MTM	16,7
La Papelera Española	14,3
General Eléctrica Española	14,0
Hidro Nitro Española	12,4
Autocesorios Harry Walker	12,3
Sarrió, Compañía Papelera de Leiza	11,4
Empresa Nacional del Aluminio, ENDASA	11,3
Española de Fabricaciones Nitrogenadas, SEFANITRO	10,5
Hilaturas y Tejidos Andaluces, HYTASA	10,2

* Véase texto.

El cuadro da una radiografía de la crisis que resulta familiar, y, por tanto, verosímil. Las veinticuatro empresas de la muestra reconocidas como muy duramente golpeadas por la recesión se adscriben a una decena de sectores que integraríamos, en consuno, en la categoría de las actividades más afectadas por las contracción económica. Son los siguientes: metalurgia básica (Echevarría, ENSIDESA, Altos Hornos de Vizcaya, Aceros de Llodio, ENDASA), minería (HUNOSA, Ponferrada), construcción naval (AESAs, ASTANO, Bazán), automoción (ENASA, SEAT, Autocesorios Harry Walker), bienes de equipo (Babcock & Wilcox, FEMSA, Marconi, MTM y General Eléctrica), química (Hidro Nitro, SEFANITRO), papel (Papelera Española, Sarrió), textil (HYTASA) y transportes públicos (Metro de Madrid). Estas ramas industriales se enfrentaron a una caída de la demanda y alzas de costes tan severas que los productores se sumieron en bloque en una desvalorización radical de su stock de capital. La cons-

trucción naval, la siderurgia y la minería son ejemplos paradigmáticos de los sectores abocados a la ruina económica. Pero es importante reparar en que no todas las empresas de los restantes sectores atravesaron una situación tan crítica. En la industria del automóvil, FASA-Renault y Motor Ibérica, entre otros, —también Citroën—, consiguieron mejores resultados que el conjunto empresarial. Lo mismo cabe decir de la industria papelera, y esto es aun más cierto en el caso de la química. Hemos visto que fue precisamente durante estos años de plomo cuando se agrandaron, hasta convertirse en gigantescas, las diferencias en la rentabilidad existentes en el seno de la empresa española.

Desde el observatorio en que hemos contemplado tales disparidades es imposible desentrañar las verdaderas causas de tan singular fenómeno histórico. Pero no pasa inadvertido un rasgo que comparten la mayoría de empresas del cuadro 4: su titularidad pública. Dos tercios de las mismas pertenecían al Estado en esa época. Ciertamente, no todas fueron creadas por iniciativa estatal. Para algunas, como Babcock & Wilcox o MTM, el sector público hizo la socorrida función de hospital de empresas. Para todas ellas, el acceso a fondos públicos permitió financiar las pérdidas más descomunales. Y éstas llegaron por la conjunción de diversos factores: encuadramiento en sectores maduros, graves ineficiencias en la asignación, gestión y organización de los recursos, y, por último, existencia de importantes barreras de salida, materializadas en una presión social y sindical que actuó como un poderoso dique frente a las tentativas de desmantelamiento de las empresas estatales. Más allá de estos condicionantes, o de otras eventuales claves explicativas, de los datos se desprende una lección fundamental: la crisis de los años 1970 provocó la quiebra de un amplio conjunto de empresas de sectores con un gran peso dentro de la industria española, la inmensa mayoría de las cuales habían sido fomentadas y potenciadas por el franquismo.

Consideraciones finales

Este trabajo es la continuación natural de uno anterior, en el que presenté una primera estimación sobre los beneficios empresariales anuales durante el siglo comprendido entre 1880 y 1981. En estas páginas he evaluado, para el mismo periodo, la rentabilidad nominal del capital de los propietarios de las empresas (rentabilidad financiera). Es posible que mi estimación de la rentabilidad no se ajuste a la real al haber sido calculada a partir de los datos contables. Pero es razonable pensar que la incertidumbre y el riesgo de la aproximación cuantitativa que ofrezco atañen al *nivel* de la tasa de beneficio, no a su evolución histórica, y menos aún a las diferencias entre sectores. De hecho, la serie estimada del conjunto empresarial revela que el rendimiento de la inversión fluctuó grandemente a corto plazo al compás de los cambios en la coyuntura económica. Los

altibajos en cuestión generalmente encajan bien con el saber acumulado por la historiografía económica, con alguna excepción explicable hipotéticamente por algún factor específico – señaladamente, la contracción de los años 1960.

El presente ensayo, y la reconstrucción cuantitativa que lo sostiene, se han centrado en la evolución de la rentabilidad de los principales sectores económicos. He prestado especial atención a las disparidades, lo que me ha llevado a analizar la intensidad de las diferencias muy persistentes entre las tasas de beneficios de las diversas empresas. Del examen se desprende que la mayor parte de estos diferenciales responden a la adscripción sectorial de las mismas. Unas ramas de actividad han tendido a tener una alta rentabilidad relativa, mientras que otras han propendido a una baja rentabilidad. En la dramática crisis de los años 1970, que en mis cifras se revela como la más grave sufrida por el capitalismo español en el último siglo, el desastre financiero de las empresas menos rentables estuvo ligado a su propiedad pública, además de tener una clara raíz sectorial.

APÉNDICE

El cálculo de la rentabilidad financiera requiere, lógicamente, disponer de información sobre los beneficios netos y los recursos propios. Para que pueda elaborarse una estimación de la rentabilidad financiera de la empresa española durante un largo periodo es preciso contar con un cierto número de series anuales de beneficios netos y recursos propios que formen una masa crítica suficiente tanto en su alcance temporal como en términos de cobertura de sectores económicos.

La escasez de datos contables, hasta fechas relativamente recientes, sobre las empresas establecidas en España convierte en una tarea bastante heroica esa estimación. En los dos trabajos anteriores tantas veces citados –Tafunell (1996) y (1998)– he dado cuenta concienzudamente de la procedencia, características y deficiencias de los datos compilados, además de describir con detalle el método de cálculo del agregado correspondiente a los «recursos generados» (beneficio neto antes de impuestos más amortizaciones más provisiones). No tendría demasiado sentido repetir aquí lo ya dicho, por lo cual remito al lector interesado en los aspectos técnicos a la consulta de las mencionadas publicaciones. Solamente evocaré que entre 1880 y 1900 y entre 1936 y 1939 flojea seriamente la representatividad de mi cuantificación, y que ésta ignora por completo en todo instante las PYMES.

La presente elaboración se diferencia de la anterior, por un lado, en que opera con una categoría de beneficio empresarial distinta –el beneficio neto después de impuestos– y, por otro, que pone en relación la misma con una magnitud hasta

ahora no barajada, los recursos propios. He obtenido el valor de éstos de la mismas fuentes que he extraído los datos sobre beneficios. Las lagunas informativas y el interés en economizar tiempo me han llevado a estimar un buen número de los valores anuales de recursos propios. En concreto, tengo constancia, por lo general, del capital desembolsado y reservas de, al menos, un año de cada quinquenio. Basándome en estos datos ciertos he procedido a interpolaciones lineales para cubrir los vacíos de información. Como que los aumentos del capital y las reservas suelen producirse de forma gradual y escalonada, la interpolación lineal es un procedimiento de estimación aceptable. Solamente cabría temer saltos importantes en los ejercicios en que una regularización de balances trae como consecuencia un brusco incremento de las reservas. Pero a la altura en que esto sucedió cuento con cifras anuales de los balances, salvo en una pequeña minoría de casos.

Se arrostran riesgos considerables manejando la variable contable «beneficio neto después de impuestos». Creo haberlos enunciado con claridad en los dos trabajos anteriores. En éste prescindo de mis propias anteriores llamadas a la prudencia, movido por la convicción que es urgente para el estudio histórico-económico de nuestro pasado tener una medida, siquiera sea aproximada y provisional, de la rentabilidad del capital. He dado por válidos los valores de beneficios netos que presentan las empresas en sus balances, pasando por alto que antes de la década de 1960 fueron libres de dotar las amortizaciones y provisiones que les vinieran en gana. Debo aclarar que para este larguísimo periodo mis fuentes de información son mucho más parcas en lo tocante a los resultados brutos que a los netos. Así que el cómputo de los beneficios netos nos ahorra la acumulación de errores de estimación en que se incurre al derivar las cifras de una determinada categoría de beneficio a partir de las correspondientes a otra distinta.

El trabajo de Espitia (1987) nos brinda la posibilidad de someter mi estimación a una prueba de contraste. De hecho, no hay otra comparación apropiada. Este autor calcula por distintos procedimientos la rentabilidad financiera y económica de la empresa no financiera española para el periodo 1962-1984. Aquí retendremos la que él denomina «contable», obtenida directamente de los datos contenidos en los estados financieros publicados por las empresas. Otras medidas de rentabilidad más refinadas que Espitia ofrece, y que no tendré en cuenta, ajustan el capital y la deuda a la inflación, así como el llamado ratio «q» de Tobin, que este autor defiende como la mejor medida de los resultados empresariales.

En el gráfico 5 se representa la estimación de este autor, junto con la mía, referente a la rentabilidad financiera contable de la empresa no financiera (col. 2 del cuadro A1). Una simple ojeada al gráfico revela que difieren en dos aspectos fundamentales. Uno es el valor sensiblemente inferior de mis resultados. En todo momento quedan varios puntos porcentuales —generalmente, entre tres y cuatro—

por debajo de los que según Espitia logró la empresa española. La segunda discrepancia esencial, ostentosa, se encuentra en la evolución de los años 1977-1981. Si hubiésemos de dar crédito a mi cuantificación, los rendimientos del capital se habrían desplomado brutalmente hasta devenir negativos en 1980-1981, mientras que en las cifras de Espitia la caída es, por entonces, muy moderada, casi inexistente. Pero esto no debe hacernos perder de vista que hasta 1976, es decir, durante tres cuartas partes del tiempo abarcado por ambas series, hay un evidente paralelismo en la trayectoria de las curvas. Su perfil se asemeja notablemente, lo cual lógicamente refuerza la fiabilidad de ambas estimaciones. El lector crítico subrayará la discrepancia puntual del año 1965 y alguna otra de menor calibre, pero es indudable que las dos series describen una misma evolución, haciendo abstracción de la diferencia de nivel que las separa. Siendo así, ¿por qué motivo divergen tan abiertamente en los cinco años finales? No puedo ofrecer una respuesta definitiva a este interrogante, pero sí una hipótesis razonable. La elaboración de Espitia se basa en una población de 77 empresas, de gran tamaño, que eran las que cotizaban regularmente en Bolsa durante ese periodo. Mi muestra de empresas es algo más grande numéricamente, aunque presenta muchas discontinuidades, y, sobre todo, cubre un espectro más amplio del tejido productivo al incluir las empresas de propiedad pública y familiar. Justamente esta última característica puede explicar que mi medición ofrezca un cuadro mucho más desolador de la crisis de la segunda mitad de los años setenta. Es posible, asimismo, que la permanente superior rentabilidad de la medición de Espitia sea debida a que sólo toma en cuenta las empresas que cotizan en Bolsa y excluye la empresa pública. De todo esto no se sigue necesariamente que la presente estimación sea más fiable; más bien al contrario. Recuérdese que un ejercicio estadístico referente a los diferenciales de rentabilidad entre las empresas arrojó dudas razonables sobre los valores de los años 1977-1981. Así pues, más de un indicio apunta que mis cifras exageran la caída ocurrida en estos años finales de la serie, a causa de la sobreabundancia relativa de empresas con pésimas rentabilidades financieras. De todos modos, y para concluir, si eliminásemos el sesgo de mi elaboración muy probablemente seguiría incólume un rasgo fundamental: la crisis acaecida en los años 1970 provocó el mayor hundimiento de la rentabilidad habido en todo el siglo.

GRÁFICO 1

RENTABILIDAD FINANCIERA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA, 1880-1981

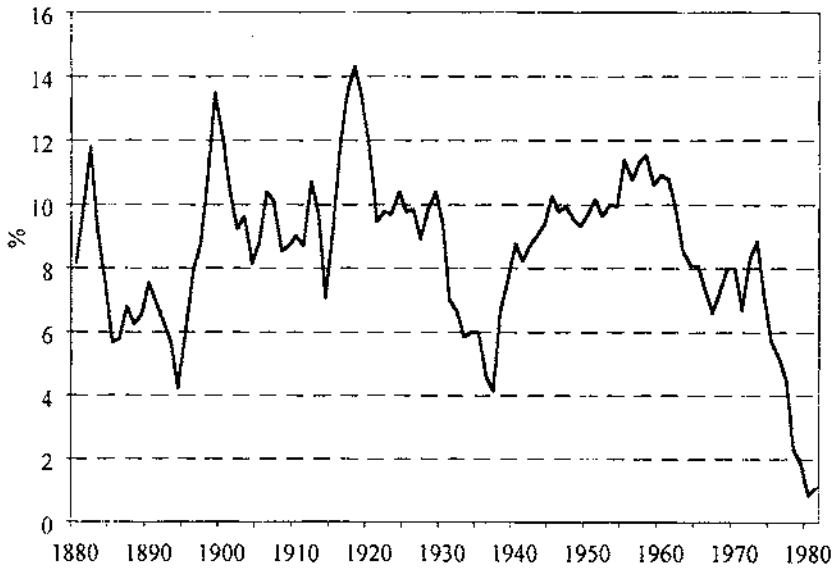


GRÁFICO 2

TASAS DE RENTABILIDAD DE LA EMPRESA EN GENERAL Y DEL SECTOR MINERO

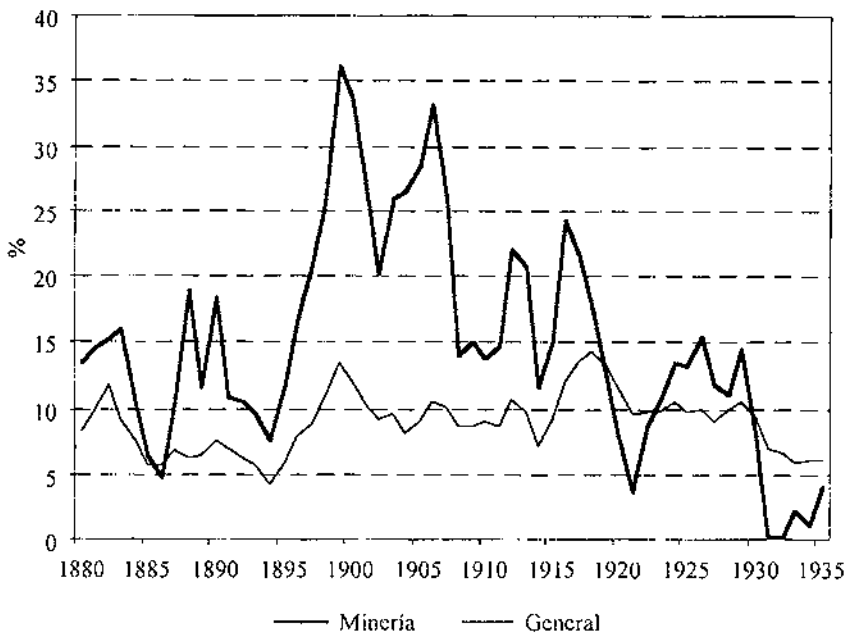


GRÁFICO 3
TASAS DE RENTABILIDAD SECTORIALES

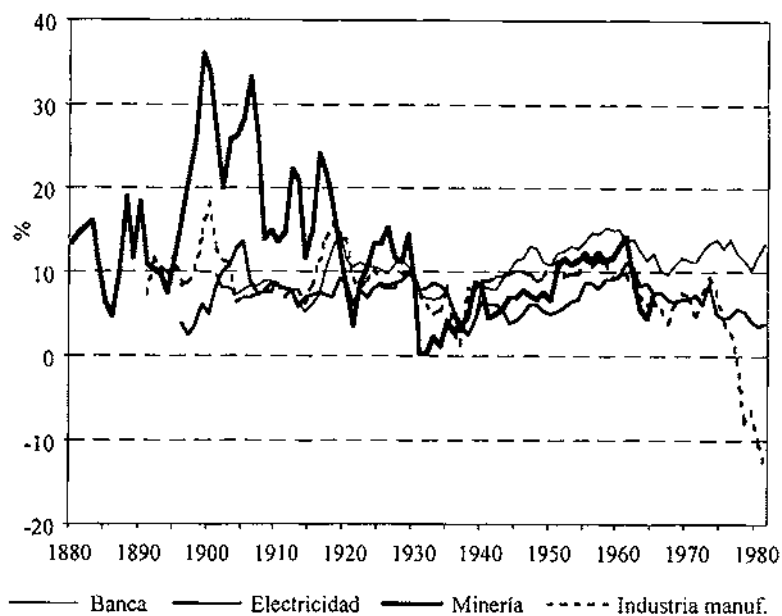


GRÁFICO 4
TASAS DE RENTABILIDAD DE LOS SECTORES INDUSTRIALES

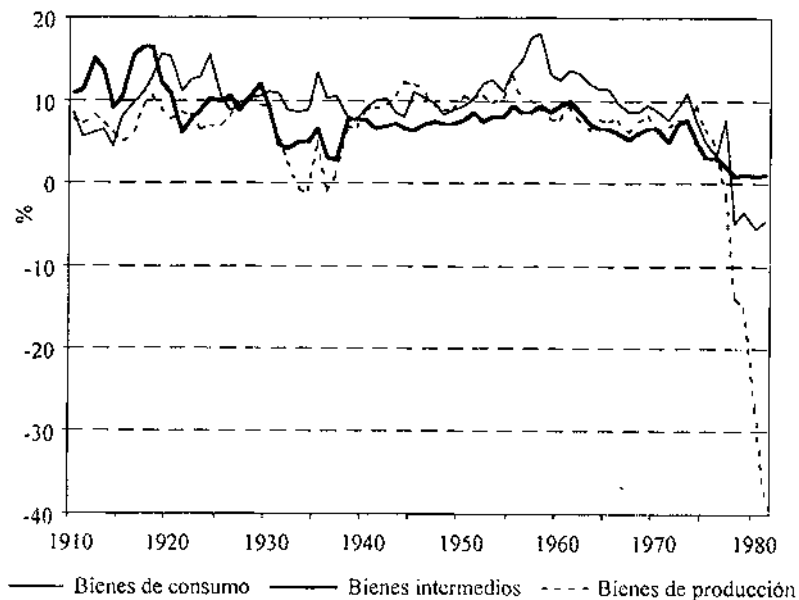
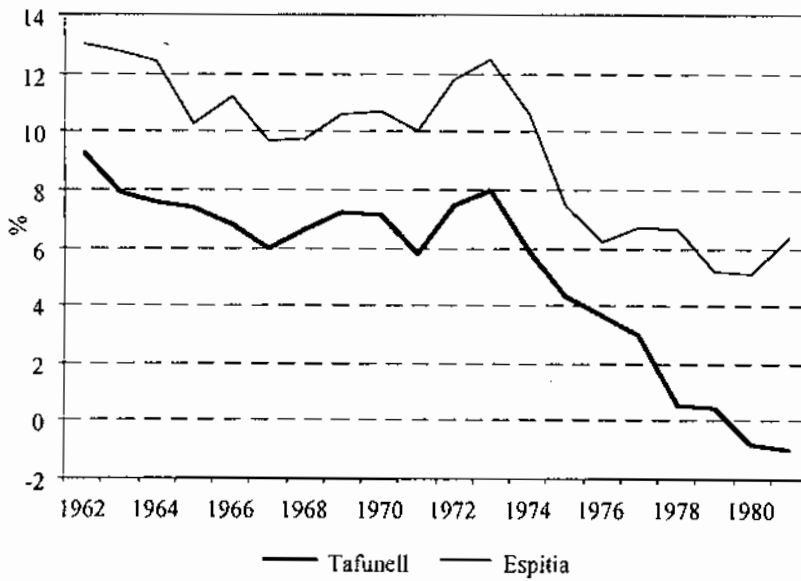


GRÁFICO 5

RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO DE LA EMPRESA NO FINANCIERA ESPAÑOLA,
1962-1981

CUADRO A1

	Conjunto de la empresa	Empresas no financieras	Banca	Electr.	Minería	General Industria	Industria b. consumo	Industria b. intermed.	Industria b. produc.
1880	8,2	6,2			13,4		7,8	13,9	
1881	9,8	8,1			14,5		9,6	15,2	
1882	11,8	7,7			15,3		8,4	15,0	
1883	9,1	8,3			16,0		7,1	16,0	
1884	7,5	5,6			10,5		8,4	10,6	
1885	5,7	3,1			6,5		2,7	6,7	
1886	5,7	2,7			4,8		1,2	4,8	
1887	6,8	4,0			10,2		- 2,4	9,7	
1888	6,2	4,1			18,9		- 16,0	17,2	
1889	6,5	4,4			11,6		- 2,2	11,2	
1890	7,5	5,8			18,4		- 2,1	17,5	
1891	7,0	5,1			10,8	7,1	6,2	10,7	
1892	6,3	4,3			10,4	11,6	11,3	10,1	
1893	5,7	3,2			9,6	10,6	9,6	9,6	
1894	4,2	2,6			7,6	9,7	9,1	7,7	
1895	5,9	4,0			11,7	12,3	11,7	11,4	
1896	7,9	6,0		3,8	16,5	8,3	9,2	14,1	
1897	8,8	6,9		2,5	21,0	8,6	9,2	17,8	
1898	10,9	9,3		3,6	25,5	10,0	9,9	22,0	
1899	13,4	12,0		6,0	36,1	14,4	13,7	30,2	
1900	12,1	10,8		4,9	33,8	18,4	14,6	30,1	2,3
1901	10,3	8,9	9,8	8,0	26,7	12,9	14,6	21,0	7,0
1902	9,2	7,7	8,1	9,9	20,1	11,5	12,9	16,0	6,4
1903	9,6	8,5	8,1	10,9	25,9	11,2	12,8	19,0	6,4
1904	8,1	6,9	7,2	12,9	26,5	6,3	5,2	18,9	6,4
1905	8,9	7,8	7,9	13,6	28,4	7,0	6,6	19,2	4,3
1906	10,4	9,6	8,3	8,9	33,3	6,9	6,0	21,4	6,0
1907	10,1	9,4	8,2	7,4	26,0	7,3	5,7	17,6	5,8
1908	8,6	7,6	8,8	7,6	13,9	7,8	7,3	10,9	7,3
1909	8,7	7,9	8,8	8,5	15,1	7,6	7,7	11,3	6,7
1910	9,0	8,3	8,5	8,4	13,7	8,7	8,7	10,9	7,7
1911	8,7	8,1	7,7	8,0	14,7	7,0	5,7	11,3	7,4
1912	10,7	10,5	7,9	7,7	22,1	7,8	6,1	15,0	8,5
1913	9,7	9,5	6,4	5,8	20,7	7,9	6,4	13,7	7,2
1914	7,1	6,4	5,2	6,9	11,6	6,2	4,5	9,3	6,1
1915	9,2	8,8	6,0	7,1	15,1	8,3	8,0	10,7	5,1
1916	11,9	12,0	7,3	7,4	24,2	11,1	9,7	15,7	6,3
1917	13,5	12,5	10,4	7,3	21,6	13,8	11,0	16,3	9,3
1918	14,3	13,4	12,9	6,9	18,0	15,9	12,8	16,5	10,7
1919	13,3	12,6	14,8	9,3	12,4	13,9	15,6	12,3	9,2
1920	11,6	10,5	11,4	8,7	8,0	14,0	15,2	10,9	7,8
1921	9,5	6,7	10,6	6,2	3,7	9,3	11,1	6,3	8,6
1922	9,8	7,4	11,1	7,9	8,7	8,1	12,5	7,7	8,3
1923	9,7	7,8	10,6	7,0	10,5	8,8	12,7	8,9	6,4
1924	10,4	8,8	10,6	8,1	13,4	10,3	15,5	10,4	6,9
1925	9,8	7,8	10,4	8,6	13,3	8,3	10,6	10,0	7,0
1926	9,9	8,4	9,7	8,2	15,4	8,1	9,0	10,5	8,2
1927	9,0	7,4	10,7	8,5	11,8	8,0	9,3	9,0	9,9
1928	9,9	8,5	11,6	9,0	11,1	9,6	10,2	10,3	10,6
1929	10,4	9,2	10,6	9,7	14,5	10,0	10,6	12,0	9,4
1930	9,4	8,2	9,8	9,2	8,1	9,3	11,1	9,2	9,4
1931	7,0	5,4	7,0	7,8	0,2	7,5	11,0	4,7	5,5

(Continúa)

CUADRO A1

(Continuación)

	Conjunto de la empresa	Empresas no financieras	Banca	Electr.	Minería	General Industria	Industria b. consumo	Industria b. intermed.	industria b. produc.
1932	6,6	4,8	7,0	8,0	0,2	6,0	8,9	4,3	2,6
1933	5,9	4,1	6,8	8,6	2,2	5,0	8,6	5,1	-0,7
1934	6,0	4,3	7,0	8,2	1,1	5,4	8,9	5,0	-0,9
1935	6,0	5,5	7,9	7,4	4,1	8,2	13,3	6,7	5,1
1936	4,6	4,6	4,7	5,2	2,9	2,7	10,4	3,1	-1,0
1937	4,1	4,4	2,8	4,0	3,7	1,3	10,6	2,9	0,9
1938	6,7	7,6	2,7	2,6	4,7	8,1	8,2	7,8	7,1
1939	7,6	8,3	4,1	4,2	8,7	7,8	7,7	7,8	6,7
1940	8,7	8,3	8,4	6,3	8,4	8,9	9,2	7,8	8,9
1941	8,2	7,6	8,0	6,0	4,5	8,9	10,0	6,6	9,3
1942	8,7	8,1	7,8	6,0	4,9	9,5	10,3	7,1	9,6
1943	9,0	7,8	9,1	5,6	5,6	9,5	8,7	7,3	10,7
1944	9,4	8,3	10,0	3,8	7,0	9,6	8,0	6,6	12,2
1945	10,2	9,0	11,4	4,3	7,0	10,0	11,2	6,4	11,9
1946	9,7	8,7	11,7	5,0	7,7	10,0	10,3	7,2	10,8
1947	9,9	8,6	13,1	6,1	7,3	9,6	9,9	7,6	9,6
1948	9,5	8,2	12,8	6,0	6,8	8,9	8,5	7,4	9,0
1949	9,3	8,4	11,1	5,3	7,4	9,4	9,0	7,3	8,9
1950	9,7	8,8	10,9	5,1	6,8	10,9	9,4	7,9	10,6
1951	10,2	9,4	12,2	5,4	10,5	11,3	10,2	8,6	10,3
1952	9,6	8,7	12,4	5,9	11,6	9,4	11,9	7,6	10,6
1953	10,0	8,9	13,0	6,5	10,7	9,7	12,5	8,0	9,9
1954	9,9	8,8	12,8	6,8	11,4	9,8	11,2	8,1	10,4
1955	11,4	10,3	13,5	8,5	12,3	11,7	13,6	9,4	13,1
1956	10,8	9,5	14,7	8,5	11,1	10,6	14,8	8,7	10,1
1957	11,3	9,7	14,4	8,1	12,3	11,5	17,5	8,8	10,1
1958	11,5	9,9	15,4	9,3	11,5	11,2	18,0	9,4	9,3
1959	10,6	8,8	15,0	9,3	11,7	9,1	13,0	8,7	7,9
1960	10,9	9,4	14,9	9,5	13,0	9,7	12,4	9,4	7,9
1961	10,8	10,3	13,6	11,2	14,2	9,7	13,7	10,1	9,5
1962	9,9	9,3	13,8	10,5	9,2	8,3	13,4	9,0	7,9
1963	8,5	7,9	12,6	8,4	5,6	7,1	11,9	7,4	6,5
1964	8,1	7,6	11,4	8,5	4,4	6,2	11,3	6,8	7,9
1965	8,0	7,4	12,3	7,5	7,6	6,6	11,3	6,6	7,5
1966	7,3	6,8	10,0	7,4		5,5	9,9	6,1	7,8
1967	6,6	6,0	9,8	6,8		4,0	8,7	5,3	6,3
1968	7,3	6,6	10,7	6,5		6,2	8,7	6,2	7,5
1969	8,0	7,2	11,6	6,8		7,4	9,6	6,7	8,4
1970	8,0	7,2	11,4	6,8		6,9	9,0	6,7	6,5
1971	6,7	5,8	11,2	7,1		4,8	7,9	5,0	6,9
1972	8,3	7,5	12,5	6,0		7,6	9,2	7,2	7,9
1973	8,9	8,0	13,2	8,5		9,4	10,9	7,8	7,2
1974	7,1	5,9	13,8	5,0		7,9	7,9	5,0	9,4
1975	5,7	4,3	12,8	4,4		4,2	5,1	3,2	6,7
1976	5,2	3,7	13,8	4,6		2,7	3,4	3,1	4,1
1977	4,4	3,0	12,3	5,5		-0,4	7,8	2,1	-1,5
1978	2,3	0,6	11,3	5,4		-8,1	-4,9	1,0	-14,0
1979	1,9	0,5	10,2	4,1		-6,4	-3,5	1,2	-15,0
1980	0,8	-0,8	12,0	3,6		-10,2	-5,3	0,8	-27,3
1981	1,1	-1,0	13,4	3,8		-13,5	-4,6	1,2	-38,6

BIBLIOGRAFÍA

- ARRAIZA, C. y LAFUENTE, A. (1984), «Caracterización de la gran empresa industrial española según su rentabilidad», *Información Comercial Española (ICE)*, nº 611, pp. 127-139.
- BAIN, J. S. (1951), «Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing, 1936-1940», *Quarterly Journal of Economics*, 65, nº 3, pp. 293-324.
- BATES, J. (1968), «The Profits of Small Manufacturing Firms», en P. E. Hart, ed. *Studies in Profit, Business Saving and Investment in the United Kingdom 1920-1962*, vol. 2, Allen & Unwin, Londres, pp. 181-219.
- BELLOFIORE, R. ed. (1998), *Marxian Economics: A Reappraisal. Essays on Volume III of Capital*, 2 vols., St. Martin Press, Nueva York.
- BOUVIER, J., FURET, F. y GILLET, M. (1965), *Le mouvement du profit en France au 19^e siècle*, Mouton, París.
- CARRERAS, A. y TAFUNELL, X. (1997), «Spain Big Manufacturing Firms Between State and Market, 1917-1990», Alfred D. Chandler, Franco Amatori y Takashi Hikino, eds., *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge University Press, Cambridge.
- CATALAN, J. (1995a), *La economía española y la segunda guerra mundial*, Ariel, Barcelona.
- (1995b), «Sector exterior y crecimiento industrial. España y Europa, 1939-59», *Revista de Historia Industrial*, 8, pp. 99-146.
- COLL, S. (1985), «El sector minero», *Información Comercial Española (ICE)*, nº 623, pp. 83-96.
- COMÍN, F. (1996), *Historia de la Hacienda pública, II. España (1808-1995)*, Crítica, Barcelona.
- CUERVO, Á. (1988), *La crisis bancaria en España, 1977-1985*, Ariel, Barcelona.
- DUMÉNIL, G. y LÉVY, D. (1993), *The Economics of Profit Rate. Competition, Crises and Historical Tendencies in Capitalism*, Edward Elgar, Aldershot.
- ECHEVARRIA, G. y HERRERO, J. L. (1989), «La evolución de la economía española durante el periodo 1940-1988 a partir de un indicador de la tasa de beneficio del sector industrial», *Información Comercial Española (ICE)*, nº 665, pp. 9-23.
- ESCUADERO, A. (1996), «Pesimistas y optimistas ante el «boom» minero», *Revista de Historia Industrial*, nº 10, pp. 69-91.
- ESPITIA, M. (1987), «Rentabilidad y coste del capital en la empresa española no financiera 1962-1984», *Situación*, 4, pp. 62-82.

- FARIÑAS, J. y ROMERO, R. (1985), *Rentabilidad y crecimiento de las grandes empresas industriales españolas en comparación con las de la C.E.E. (1973-1982)*, Madrid, Fundación Empresa Pública, Programa de Investigaciones Económicas. Documento de Trabajo 8505.
- FOURIE, F.C.v.N. y SMIT, M. R. (1998), «Monopoly and Profit Versus Monopoly and Wages: Two Sides of a Coin?», *South African Journal of Economics*, 66, nº 3, pp. 387-412.
- (1999) «The Concentration-profits Stalemate II: Ideological Rifts and Methodological Stress», *South African Journal of Economics*, 67, nº 1, pp. 65-94.
- GLYN, A. (1997), «Does Aggregate Profitability Really Matter?», *Cambridge Journal of Economics*, 21, pp. 593-619.
- GÓMEZ MENDOZA, A. (1994), *El «Gibraltar económico». Franco y Riotinto, 1939-1954*, Cívitas, Madrid.
- GUTIÉRREZ, F. y FERNÁNDEZ, E. (1985), *La empresa española y su financiación*, Banco de España, Madrid.
- HOLLAND, D. M., ed. (1984), *Measuring Profitability and Capital Costs. An International Study*, Lexington Books, Lexington, Mass.
- HOWARD, M. (1983), *Profits in the Economic Theory*, Macmillan, Londres.
- HUERGO, E. (1998), «Colusión y eficiencia: un contraste a partir de estimaciones intra e inter-sectoriales», *Revista de Economía Aplicada*, 6, nº 17, pp. 5-28.
- MALUQUER DE MOTES, J. (1987), «De la crisis colonial a la guerra europea: veinte años de economía española», en Jordi Nadal, Albert Carreras y Carles Sudrià, compiladores, *La economía española en el siglo XX. Una perspectiva histórica*, Ariel, Barcelona.
- MARIÑA, A. y MOSELEY, F. (2000), «The Rate of Profit in the Postwar Mexican Economy, 1950-1993», en Ron Baiman, Heather Boushey y Dawn Saunders, eds., *Political Economy and Contemporary Capitalism*, M.E. Sharpe, Nueva York.
- MAROTO, J. (1989), «Evolución de la rentabilidad y de sus factores explicativos (1982-1987)», *Papeles de Economía Española*, nº 39, pp. 376-396.
- MARSEILLE, J., dir. (1995), *Les performances des entreprises françaises au XXe siècle*, Le Monde-Éditions, París.
- MARTÍN ACEÑA, P. y PONS, M.A. (1994), «Spanish Banking after the Civil War, 1940-1962», *Financial History Review*, 1, pp. 121-138.
- MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1991), *Los beneficios de la banca, 1970-1989*, Madrid, Banco de España.
- McGAHAN, A. (1999), «The Performance of US Corporations: 1981-1994», *Journal of Industrial Economics*, 47, nº 4, pp. 373-398.

- MOSELEY, F. (2000), «The Rate of Profit and Stagnation in the U.S. Economy», en Ron Baiman, Heather Boushey y Dawn Saunders, eds., *Political Economy and Contemporary Capitalism*, M.E. Sharpe, Nueva York.
- MUELLER, D. C., (1992), «The Persistence of Profits», en Dimitri B. Papadimitrov, ed., *Profits, Deficit, and Instability*, Macmillan, Londres.
- ed. (1990), *The Dynamics of Company Profits: An International Comparison*, Cambridge University Press, Cambridge.
- NADAL, J. (1975), *El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913*, Ariel, Barcelona.
- (1988), «España durante la Primera Revolución Tecnológica», en *España: 200 años de tecnología*, Ministerio de Industria y Energía, Madrid, pp. 14-100.
- NAPLES, M. I. y ASLANBEIGUI, N. (1996), «What does Determine the Profit Rate? The Neoclassical Theories Presented in Introductory Textbooks», *Cambridge Journal of Economics*, 20, pp. 53-71.
- ORTEGA, M. (1994), «La Central de Balances del Banco de España. Una fuente de información sobre las empresas no financieras españolas», *Economía Industrial*, septiembre-octubre, pp. 121-135.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (1988), *De Imperio a nación*, Alianza, Madrid.
- RODRÍGUEZ, L. (1989), «Rentabilidad económica y crisis industrial», *Papeles de Economía Española*, nº 39, pp. 356-375.
- SALAS, V. (1992), «Beneficio contable y beneficio económico: propuestas metodológicas de aproximación», en Gonzalo Mato y Vicente Salas, dirs., *Valoración económica del beneficio y el capital*, Fedea, Madrid.
- SCHMALENSEE, R.C. (1989), «Inter-Industry Studies of Structure and Performance», en R.C. Schmalensee y R. D. Willig, eds., *Handbook of Industrial Organization*, vol. II, North Holland, Amsterdam, pp. 951-1009.
- SOLOW, R. (1971), *Capital Theory and the Rate of Return*, North Holland, Amsterdam.
- SUDRIÀ, C. (1988), «Introducció. L'economia catalana durant el segle XX: una visió de conjunt», en J. Nadal, J. Maluquer de Motes, C. Sudrià i F. Cabana (dirs.), *Història Econòmica de la Catalunya contemporània. Vol. 4. s. XX. Una societat plenament industrial*, Enciclopèdia Catalana, Barcelona.
- (1992), *El Instituto Nacional de Industria en el sector de la minería: orígenes y evolución*, Madrid, Fundación Empresa Pública. Programa de Historia Económica, Documento de Trabajo 9202.

TAFUNELL, X. (1996), *Los beneficios empresariales en España (1880-1981): elaboración de una serie anual*, Madrid, Fundación Empresa Pública, Programa de Historia Económica, Documento de Trabajo 9601.

— (1998), «Los beneficios empresariales en España, 1880-1981. Estimación de un índice anual del excedente de la gran empresa», *Revista de Historia Económica*, 16, nº 3, pp. 707-746.

— (inédito) *La rentabilidad de la empresa española en el siglo XX largo. Una comparación internacional*.

TILLY, R. H. (1990), *Vom Zollverein zum Industriestaat. Die wirtschaftlich-soziale Entwicklung Deutschlands 1834 bis 1914*, Deutscher Taschenbuch Verlag, Munich.

■

Financial returns of Spanish business, 1880-1981: An estimation from a sectorial point of view

ABSTRACT

This paper presents a first estimate of Spanish business profitability (return on equity) for the period 1880 to 1981. Both quantitative data and qualitative analysis focus on main economic sectors' profitability performance and persistent differences concerning individual companies' profitability. Prominent aspects stemming from the evidence presented here are the following ones: in general, profitability has fluctuated according to business cycle; different sectors have followed distinctive patterns; and a great number of companies have had a profitability profile quite different from the average, which can be explained in great part by the existence of strong persistent disparities in rates of return among sectors.

KEY WORDS: *Profitability, Business History, Sectorial Differentiation, Business Cycles*

■

La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: Una estimación en perspectiva sectorial

RESUMEN

En este artículo se presenta, por primera vez, una estimación de la rentabilidad financiera de la empresa española en el largo plazo, en el siglo comprendido entre 1880 y 1981. La elaboración cuantitativa y el ensayo analítico se centran en la evolución de la rentabilidad de los principales sectores económicos y en las diferencias perdurables de las rentabilidades de las empresas individuales. Aspectos destacables de la evidencia empírica aportada son los siguientes: la rentabilidad ha tendido a fluctuar en consonancia con el ciclo económico; los diversos sectores de actividad han seguido evoluciones relativamente contrastadas; y un gran número de empresas han tenido, a medio y largo plazo, una rentabilidad significativamente diferente a la media, lo cual podemos atribuir, en buena medida, a la existencia de fuertes disparidades persistentes en las tasas de beneficio entre unos y otros sectores.

PALABRAS CLAVE: *Rentabilidad, Historia empresarial, Diferenciación sectorial, Ciclos económicos*

■