

**EL DESIGUAL COMPORTAMIENTO DE LOS SECTORES
INSTITUCIONALES EN LA CRISIS DE LA COVID-19:
IMPLICACIONES PARA LA RECUPERACIÓN**

Emilio Huerta Arribas

Vicente Salas Fumás

Diciembre 2021

ÍNDICE

RESUMEN	3
1. INTRODUCCIÓN	4
2. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL AGREGADO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES ...	4
2.1. Tasas de crecimiento	6
2.2. Recuperación con respecto a la tendencia prepandemia	6
2.3. Evolución del resto de variables de actividad en relación al VAB	7
3. EVOLUCIÓN DESAGREGADA POR SECTORES INSTITUCIONALES	9
3.1. Tasas de crecimiento	10
3.2. Recuperación respecto a la tendencia prepandemia	10
3.3. Evolución del resto de variables de actividad en relación al VAB	12
4. MÁS SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO E INVERSIÓN EN LA CRISIS	13
5. CONCLUSIÓN	15

EL DESIGUAL COMPORTAMIENTO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES EN LA CRISIS DE LA COVID-19: IMPLICACIONES PARA LA RECUPERACIÓN

Emilio Huerta Arribas*

Vicente Salas Fumás**

Resumen

El sector de las sociedades no financieras ha sido el más afectado por la crisis en su actividad, y el que tiene la mayor brecha por cerrar en la recuperación. Por su importancia, concentra el 56 % del valor añadido bruto de la economía y casi dos tercios de la inversión en capital, incluido el residencial, de su evolución depende la actividad del conjunto de la economía y será determinante para volver a la senda de crecimiento interrumpida por la pandemia. En el extremo opuesto, el sector de las administraciones públicas ha acelerado su actividad durante la pandemia, aunque la inversión en capital no ha sido suficiente para compensar el consumo de capital, lo que significa que el capital público tangible podría estar reduciéndose. El sector de familias e instituciones sin ánimo de lucro, que incluye a autónomos y empresas no societarias, reduce su producción durante la pandemia, aunque menos que el sector de sociedades, y mantiene la inversión en capital, previsiblemente por la inversión en vivienda de las familias. Finalmente, el sector de sociedades financieras mantiene prácticamente plana la aportación al valor añadido bruto de la economía, y la inversión en capital tampoco alcanza para cubrir el consumo de este recurso. El texto ofrece una visión de conjunto de los efectos de la crisis causada por la pandemia de la COVID-19, a partir de la heterogeneidad observada en los comportamientos sectoriales.

* Universidad Pública de Navarra y Funcas.

** Universidad de Zaragoza y Funcas.

1. INTRODUCCIÓN

Los agregados macroeconómicos de PIB, empleo, inversión... esconden en la evolución temporal una gran heterogeneidad interna, que va en detrimento de su contenido informativo cuando se trata de hacer diagnósticos sobre la situación económica general. La desagregación de las variables macroeconómicas por sectores institucionales de la economía (familias, sociedades no financieras, sociedades financieras y administraciones públicas, sector exterior), aunque no es la más deseable (entre otras razones porque no diferencia entre tamaños empresariales y/o sectores de actividad), permite avanzar hacia un conocimiento más preciso y ajustado de la crisis económica causada por la COVID-19 en sus diversas extensiones, y ofrece una imagen más fiel de las posibles sendas de recuperación. En este sentido el trabajo muestra que, durante los meses de crisis pandémica, la actividad económica retrocede en los sectores de sociedades no financieras, SNF, y familias (que incluye trabajadores autónomos), se mantiene estable en el sector de las sociedades financieras, SF, y se expande aceleradamente en el sector de las administraciones públicas. Teniendo en cuenta la necesaria consolidación fiscal del sector público, la rapidez de la recuperación dependerá del impulso del sector privado, ya sea por la inercia y el impulso internos, y/o por el efecto del estímulo externo procedente de los fondos del programa *Next Generation EU, NGEU*. El trabajo analiza los retos para conseguir recuperar la senda de crecimiento inercial de la economía española interrumpida por la pandemia de la COVID-19, y pone el foco en la evolución reciente del empleo y de la formación neta de capital, como variables representativas del impulso interno hacia la deseada recuperación.

El seguimiento de la actividad de los sectores institucionales de la economía española cubre el periodo temporal comprendido entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2021, último dato disponible. Las variables incluidas en el seguimiento de la actividad, para el agregado de todos los sectores y para cada uno de ellos, son el valor añadido bruto, VAB, la remuneración de los trabajadores, el consumo de capital, el excedente neto de explotación, la formación bruta y la formación neta de capital. La selección de las variables responde al interés por conocer la evolución de actividad productiva que se realiza en España, lo que explica también haber dejado fuera del análisis al sector exterior de la economía.

A modo informativo, el VAB conjunto de los sectores de familias e instituciones sin ánimo de lucro (que incluyen a los trabajadores autónomos), sociedades no financieras, sociedades financieras y administraciones públicas, representa aproximadamente el 90 % del PIB de la economía española. En promedio de los últimos seis trimestres, hasta el segundo de 2021, la aportación al VAB total de los cuatro sectores se reparte entre, el 56 % procedente de las sociedades no financieras, el 24 % que aportan las familias e instituciones sin ánimo de lucro, el 16 % de aportación de las administraciones públicas y el 4 % de las sociedades financieras. El mayor peso relativo de las sociedades no financieras en el conjunto de la actividad económica es todavía más marcado cuando se trata de la formación bruta de capital: 64 % procedente de las sociedades no financieras, 21 % de las familias, 13 % de la administración pública y 2 % de las sociedades no financieras. La formación bruta de capital de las familias incluye, la inversión en activos de capital productivo que realicen los autónomos y las empresas no societarias, y la inversión en vivienda propia por parte de las familias. Se trata de dos modalidades de inversión que sería importante separar para el mejor diagnóstico sobre los impulsos a la recuperación de la actividad productiva (la vivienda propia es un bien para el consumo final de la familia), pero aquí se considerará conjuntamente. En todo caso, el grueso de la inversión en capital del sector de familias corresponderá previsiblemente a vivienda propia, por lo que la inversión en capital que marca el ritmo de capacidad productiva en el sector privado de la economía española es la que realizan las sociedades no financieras.

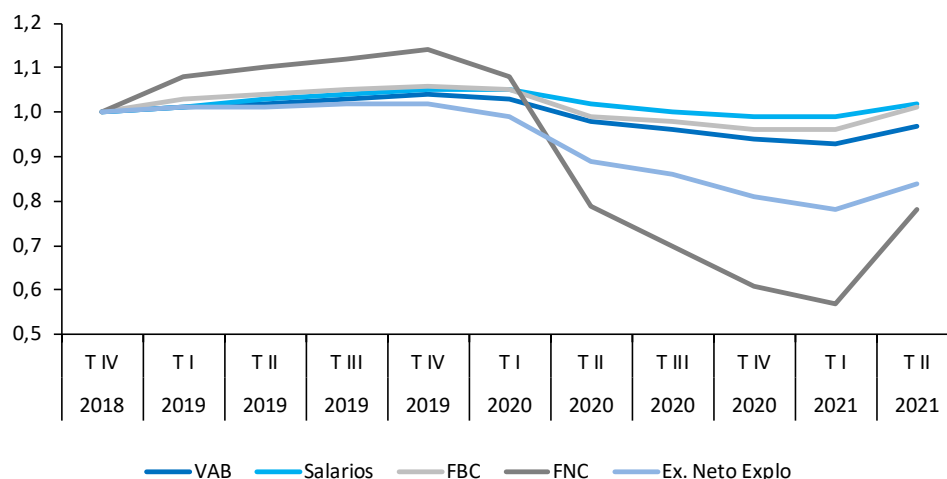
La exposición se divide en tres partes principales y unas conclusiones. En la primera se muestra la evolución de las variables de actividad seleccionadas para el agregado de los cuatro sectores institucionales de la economía. En la segunda se muestra la evolución desagregada para cada uno de los sectores. La sección tercera llama la atención sobre algunas diferencias y similitudes con la crisis financiera.

2. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL AGREGADO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

Se seleccionan cinco variables principales de actividad, relacionadas con el *output*, los *inputs* de capital y trabajo y los beneficios de explotación. La medida de *output* es el valor añadido bruto, VAB; la cantidad de tra-

bajo se mide por los gastos de personal, salarios para abreviar; el recurso de capital se mide por la variable de inversión en términos brutos, formación bruta de capital fijo, FBC, y en términos netos, FNC (igual a FBC menos los consumos de capital). Los beneficios de explotación, excedente neto, es igual al VAB menos salarios y menos consumo de capital. Para cada variable, los valores trimestrales se calculan como suma de los valores respectivos para cada sector institucional; para suavizar efectos de calendario cada agregado trimestral se transforma en media móvil de cuatro trimestres. El periodo de tiempo cubierto por el análisis comienza en el cuarto trimestre de 2018 y termina en el segundo trimestre de 2021, último dato disponible.

Gráfico 1. EVOLUCIÓN DE LAS MAGNITUDES ECONÓMICAS SELECCIONADAS: ÍNDICE CALCULADO A PARTIR DE LAS MEDIAS MÓVILES DE CUATRO TRIMESTRES DE LA SUMA DE VALORES TRIMESTRALES CORRESPONDIENTES A LOS CUATRO SECTORES INSTITUCIONALES: VALOR 1 EN EL IVT2018



Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad Nacional: Sectores Institucionales de la economía española*.

De acuerdo con el gráfico 1, durante los cuatro trimestres de 2019 todas las variables de actividad muestran tendencias expansivas. En este periodo, los salarios y la FBC crecen por encima del VAB mientras que el consumo de capital crece al mismo ritmo que el VAB. El mayor crecimiento de los salarios en relación al crecimiento del VAB determina que el excedente neto de explotación evolucione por debajo del VAB. Por otra parte, la evolución del consumo de capital, no representado en el gráfico 1, por debajo de la FBC explica que la formación neta, FNC, de capital en 2019 evolucione claramente por encima de la evolución del VAB.

Excepto la variable salarios, que prolonga su crecimiento un trimestre más, el resto de las variables muestran la primera señal de contracción en el primer trimestre de 2020 (en marzo se empieza con las medidas más restrictivas de movilidad y actividad). La contracción es más pronunciada en VAB que en los salarios y FBC, mientras que la dotación por consumo de capital permanece estable. El comportamiento de los salarios y del consumo de capital, en comparación con la evolución del VAB, explica el descenso más pronunciado en el excedente neto de explotación, mientras que el consumo de capital estable entretanto retrocede la FBC explica el descenso en la formación neta. Dentro del periodo temporal considerado, las variables tocan fondo en el primer trimestre de 2021. La FNC es la variable que muestra mayor volatilidad temporal, con un valor máximo del índice de 1.14 en el cuarto trimestre de 2019 y un mínimo de 0.57 en el primer trimestre de 2021. La siguiente variable en volatilidad temporal es el excedente neto de explotación, con una diferencia de 24 puntos porcentuales entre el valor máximo del cuarto trimestre de 2019 y el mínimo del primer trimestre de 2021. Finalmente, en el primer trimestre de 2021, el índice de VAB se sitúa en 7 puntos porcentuales por debajo de su valor en el cuarto trimestre de 2018 y 11 puntos por debajo del máximo en el cuarto trimestre de 2019. Los salarios y la FBC, por su parte, en su nivel

más bajo, en el primer trimestre de 2021, se sitúan 6 puntos y 10 puntos porcentuales por debajo del máximo del cuarto trimestre de 2019, respectivamente.

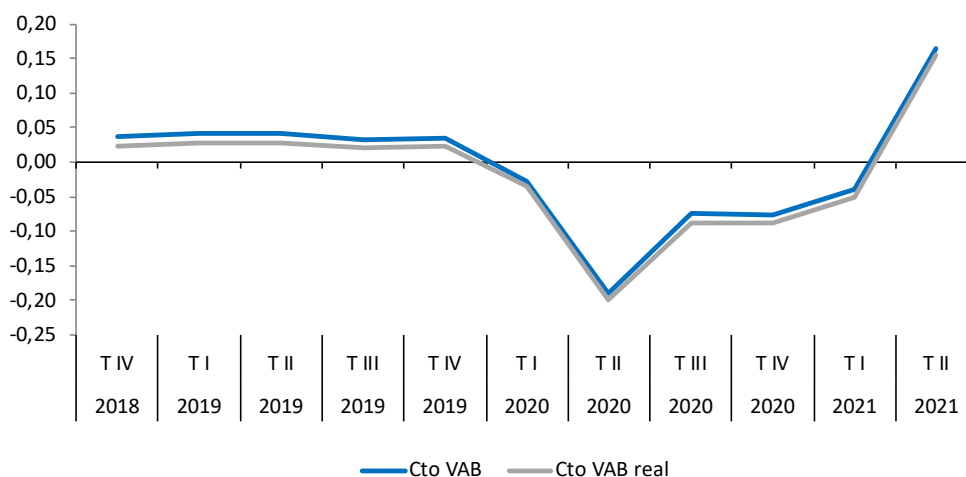
La recuperación en el segundo trimestre de 2021 es más intensa en las variables con mayor retroceso, de manera que, con respecto a su valor más bajo del primer trimestre de 2021, la FNC recupera 21 puntos porcentuales, el excedente neto de explotación 6 puntos, el VAB 4 puntos, el salario 3 puntos y la FBC 5 puntos porcentuales.

2.1. Tasas de crecimiento

La evolución de los indicadores de nivel de actividad económica del gráfico 1 se completa con la información del gráfico 2, donde se representan las tasas interanuales de crecimiento nominal y real del VAB trimestral, agregado para familias, SNF, SF y administraciones públicas. El crecimiento real es igual a la diferencia entre la tasa interanual nominal y la tasa interanual de variación en el deflactor del PIB en el mismo periodo.

Gráfico 2. CRECIMIENTO INTERANUAL DEL VAB TRIMESTRAL AGREGADO PARA EL CONJUNTO DE SECTORES INSTITUCIONALES: NOMINAL Y REAL

(Nominal menos crecimiento interanual del deflactor del PIB para el mismo periodo)



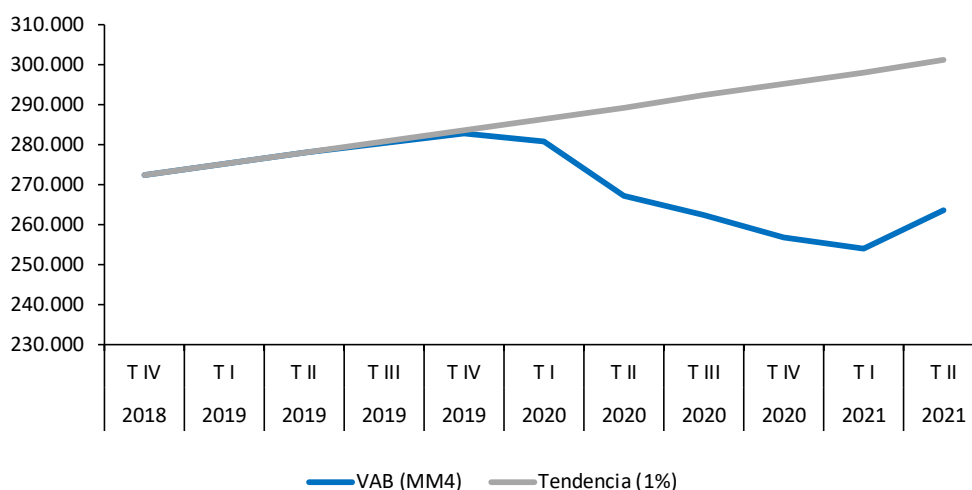
Fuente: Elaboración propia.

A lo largo del año 2019, antes de la pandemia, el VAB del conjunto de los sectores institucionales de la economía española crece interanualmente entre el 3,2 % y el 4,3 % en términos nominales, y entre el 2 % y 2,8 % en términos reales. En el primer trimestre de la pandemia, el VAB decrece a una tasa interanual del -2,9 % nominal y del -3,6 % real. En el siguiente trimestre, en pleno confinamiento, el VAB, en euros contantes, del conjunto de los sectores institucionales es un 20 % inferior al del segundo trimestre del año anterior, 2019. En los dos siguientes trimestres del año 2020 las tasas de crecimiento interanual siguen siendo negativas alrededor del -8,8 %. La recuperación gana fuerza en 2021, aunque en el primer trimestre se mantiene la tasa negativa -5,2 %; en el segundo trimestre se produce el primer crecimiento interanual positivo del 15,4 %, aunque hay que tener en cuenta que en el segundo trimestre del año anterior el VAB había descendido un 20 %.

2.2. Recuperación con respecto a la tendencia prepandemia

La pandemia por la COVID-19, y las medidas sanitarias que hubo que adoptar para protegerse de la misma, interrumpen una tendencia de crecimiento de la actividad de la economía española que marca un nivel de referencia para la recuperación distinto al del máximo valor prepandémico de la variable correspondiente. El gráfico 3

Gráfico 3. VAB (MM4) PARA EL AGREGADO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES Y TENDENCIA EN LA EVOLUCIÓN PREPANDEMIA DEL VAB CON UN CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL 1 %
(Millones de euros corrientes)



Fuente: Elaboración propia.

muestra la evolución de la media móvil de cuatro trimestres del VAB trimestral del conjunto de los sectores institucionales y el VAB tendencial extrapolando valores precrisis.

Si la referencia en la recuperación de la actividad económica es el VAB tendencial, la brecha pendiente de recuperar es sensiblemente mayor que si se toma como referencia el valor máximo del cuarto trimestre de 2019: en el segundo trimestre de 2021 el VAB tendencial es un 6,4 % superior al máximo pre-COVID. Suponiendo que en los próximos trimestres el VAB (MM4) crece al 2 % acumulativo (el doble del crecimiento tendencial), el VAB (MM4) recupera el nivel del cuarto trimestre de 2019 en los próximos cuatro trimestres (mediados de 2022). Sin embargo, con la misma tasa de crecimiento del 2 %, para recuperar el nivel de VAB (MM4) que marca la tendencia de crecimiento al 1 % habrá que esperar hasta el tercer trimestre del año 2024. Los cálculos puramente tendenciales no tienen en cuenta la posibilidad de que los fondos *NGEU* aceleren la recuperación.

2.3. Evolución del resto de variables de actividad en relación al VAB

El cuadro 1 completa el análisis de la evolución de los agregados para el conjunto de los sectores institucionales de la economía con la evolución en trimestres seleccionados de la ratio entre las variables de salarios, excedente neto de explotación, FBC y FNC, en relación con el VAB. En él se muestra la proporción que representan las variables de *inputs* y de beneficio de explotación sobre la variable de *output*, en este caso el VAB. Para tener en cuenta la diferente evolución del deflactor del PIB y del deflactor de la FBC en el periodo, la ratio entre FBC y VAB se calcula con numerador y denominador a euros constantes del cuarto trimestre de 2018, cada uno de ellos previamente deflactado por el índice de precios correspondiente.

En el cuarto trimestre de 2018 los salarios, retribución al recurso trabajo, representan el 50 % del VAB del conjunto de los sectores institucionales de la economía española, proporción que se incrementa ligeramente durante el año 2019, en línea con el ligero aumento que se parecía en la ratio desde el año 2016. Durante la pandemia, hasta el primer trimestre de 2021, la ratio de salarios sobre VAB aumenta en 3 puntos porcentuales, por encima de la evolución tendencial; en el segundo trimestre de 2021, con la vuelta a crecimientos interanuales positivos, la ratio de salarios sobre el VAB vuelve a descender ligeramente. Una ratio de salarios sobre el VAB estable a lo largo de la pandemia significaría que los costes de personal se ajustan perfectamente a la evolución

Cuadro 1. SALARIOS, EXCEDENTE NETO DE EXPLOTACIÓN Y FORMACIÓN BRUTA Y NETA DE CAPITAL FIJO EN PROPORCIÓN DEL VAB. VARIABLES EN MM4

(Conjunto de los sectores institucionales)

	2018 T IV	2019 T IV	2020 T IV	2021 T I	2021 T II
Salarios	0,500	0,505	0,526	0,530	0,526
ENE	0,342	0,337	0,298	0,271	0,290
FBC	0,215	0,219	0,208	0,212	0,215
FNC	0,046	0,051	0,019	0,016	0,026

Fuente: Elaboración propia.

de la actividad; además, si el coste laboral real por trabajador permanece constante en el periodo, la estabilidad de la ratio indicaría que el VAB por trabajador permanece constante; es decir la productividad aparente del trabajo se estabiliza durante la pandemia. Por otra parte, manteniendo el mismo supuesto de coste laboral real por trabajador constante, el que la proporción de salarios sobre el VAB aumente durante la pandemia significa que, en el mismo periodo, la productividad aparente del trabajo disminuye.

Históricamente, en la economía española la productividad aparente del trabajo evoluciona de forma contracíclica, es decir aumenta en las recesiones y disminuye en los años expansivos. En otros países del entorno europeo, como Alemania, en cambio, la productividad aparente del trabajo tiende a disminuir en los años de contracción de la actividad y aumenta en los años expansivos. Podríamos decir, por tanto, que durante la pandemia de la COVID-19 el comportamiento de la productividad aparente del trabajo en la economía española se acerca al patrón observado en la evolución de esa productividad en países como Alemania. La explicación del comportamiento procíclico de la productividad aparente del trabajo en Alemania es que en este país el ajuste del empleo a la actividad se realiza a través de medidas de flexibilidad interna, es decir manteniendo el empleo y compensando con ayudas públicas la pérdida de ingresos de las empresas por la menor actividad. En España, en cambio, el recurso habitual ha sido la flexibilidad externa, es decir la reducción de plantillas, principalmente con la finalización de la relación laboral de los trabajadores temporales. Durante la pandemia, las ayudas públicas a través de los ERTE y los créditos ICO han tratado de mantener la vinculación laboral de los trabajadores con las empresas donde trabajan cuando irrumpe la pandemia. En el coste laboral de las empresas no están incluidas las ayudas recibidas, pero sí lo está la parte de retribución laboral que paga la empresa a los trabajadores en ERTE y la retribución a trabajadores que mantienen en nómina a pesar del descenso en la actividad, considerado *a priori* como algo temporal.

Si la conjetura sobre el cambio en la relación entre empleo y actividad durante la pandemia de la COVID-19, con respecto a la relación histórica, se confirma, en los trimestres de recuperación de la actividad la relación entre salarios y VAB volverá a descender hacia los niveles tendenciales, en consonancia con el crecimiento de la productividad aparente del trabajo, a medida que se ocupa más tiempo productivo de los trabajadores que mantienen la relación laboral.

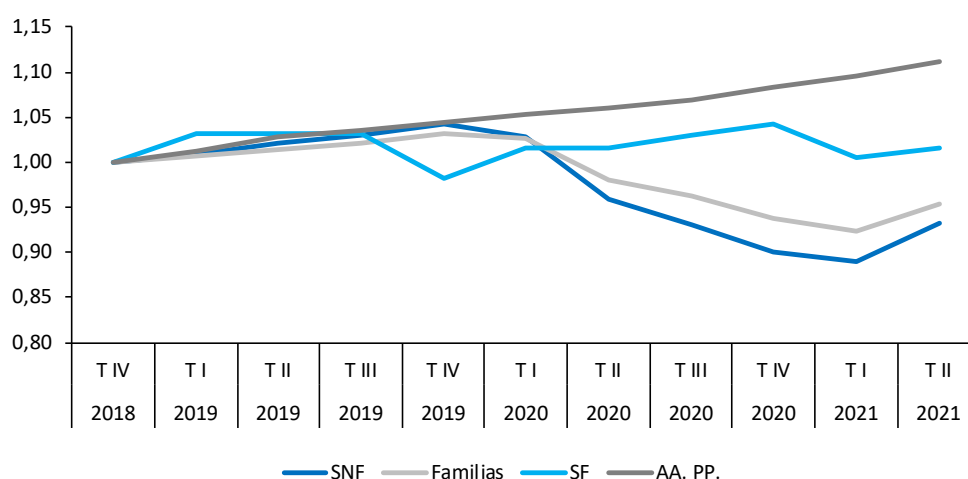
La FBC en relación con el VAB (las dos variables a euros constantes de 2018) muestra una evolución estable durante la pandemia, excepto el descenso al 20,8 % en el cuarto trimestre de 2020, frente al 21,9 % de un año antes. La FNC en relación con el VAB, en cambio, retrocede durante la pandemia hasta el 1,9 %, frente al 5,1 % en el cuarto trimestre de 2019. El consumo de capital, amortización, que contabiliza la *Contabilidad Nacional* se comporta como un coste fijo, insensible a variaciones en la actividad, lo que resulta en una mayor contracción de la FNC que la que se observa en la FBC. Si el consumo de capital mide correctamente la pérdida de capacidad productiva de los activos de capital disponibles para la producción, la contracción en la FNC apunta a un descenso significativo en el crecimiento de la capacidad productiva de la economía española durante la pandemia, en relación al crecimiento tendencial previo a la misma. El repunte en la ratio de FNC en el segundo trimestre de 2021 con respecto a los dos anteriores se explica por el moderado aumento en la ratio de FBC y un ligero retroceso en la dotación a amortizaciones.

El excedente neto de explotación, ENE, igual a VAB menos salario y menos consumo de capital, en relación con el VAB, evoluciona condicionado por la participación de los salarios y la amortización en el VAB. Así se explica su retroceso hasta el primer trimestre de 2021 y la subida en el segundo trimestre de 2021, aunque todavía lejos de los valores previos a la pandemia, lo que puede retrasar la recuperación de la inversión.

3. EVOLUCIÓN DESAGREGADA POR SECTORES INSTITUCIONALES

En esta sección se presenta la información sobre la evolución de la actividad durante la pandemia, y las perspectivas de recuperación, desagregada para cada uno de los sectores institucionales, lo que permitirá dar cuenta de la notable heterogeneidad en los comportamientos entre ellos. La primera evidencia de esta heterogeneidad aparece reflejada en el gráfico 4 en el que se muestra la evolución del índice de actividad a partir de la variable VAB, para los sectores de sociedades no financieras, familias, sociedades financieras y administraciones públicas. Los valores originales de las variables se transforman en medias móviles de cuatro trimestres, MM4, y posteriormente los valores se normalizan por la MM4 del VAB correspondiente al cuarto trimestre de 2018.

Gráfico 4. EVOLUCIÓN DEL VAB (MM4T) DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA: ÍNDICE DE BASE 1 PARA EL IVT2018



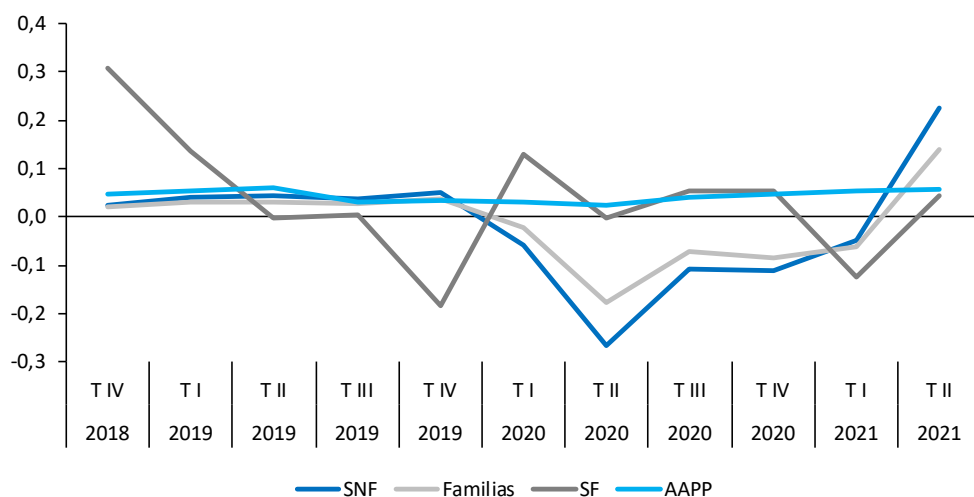
Fuente: Elaboración propia.

La heterogeneidad en la evolución de la actividad por sectores es evidente: el sector de administraciones públicas no cambia la tendencia en su evolución creciente desde antes de la pandemia y, en todo caso, acelera su crecimiento durante la misma. En este sentido, su VAB en el segundo trimestre de 2021 es un 11,2 % (6,5 %) superior al del cuarto trimestre de 2018 (cuarto trimestre de 2019). El VAB del sector de sociedades financieras no muestra tendencia alguna a lo largo del periodo y el rasgo que lo caracteriza es el de una actividad estable, antes y durante la pandemia. Los sectores institucionales donde retrocede la actividad durante la pandemia son el de familias y sobre todo el de sociedades no financieras que, como se ha señalado en la introducción representan el 80 % del VAB total. Concretamente, el VAB del sector de SNF (MM4) en el cuarto trimestre de 2019 es un 4,5 % superior al del cuarto trimestre de 2018. A partir del primer trimestre de 2020 el VAB inicia una senda descendente hasta el primer trimestre de 2021 cuando se sitúa en el 89 % del valor de partida y en el 85 % del valor máximo del cuarto trimestre de 2019. El VAB del sector de familias crece de forma más moderada que el de las SNF en los años previos a la pandemia (3,2 % por encima del valor del cuarto trimestre de 2018 cuatro trimestres después), y no desciende tanto durante la misma (en el mínimo del primer trimestre de 2021 alcanza un valor del 92,5 % del valor máximo en el cuarto trimestre de 2019). En el segundo trimestre de 2021 de recuperación de la actividad, las brechas con respecto al máximo del VAB en el periodo se cierran en 4.3 y 3 puntos porcentuales, respectivamente. Todo ello significa que en el segundo trimestre de 2021 el VAB de las SNF (familias) está todavía un 11,7 % (8,5 %) por debajo del nivel máximo en el cuarto trimestre de 2019.

3.1. Tasas de crecimiento

La información sobre tasas de variación interanuales (en valores de cada trimestre sin alisar) del VAB de los sectores institucionales, gráfico 5, completa la del gráfico 4 sobre la evolución de la actividad en niveles. El sector de AA. PP. mantiene un crecimiento nominal interanual estable entre el 4,5 % y el 6 % en todo el periodo, con una leve aceleración en los trimestres de la pandemia. El VAB de las SF muestra una alta volatilidad con tasas de crecimiento interanual positivas y negativas alrededor de cero. En lo más profundo de la crisis pandémica, segundo trimestre de 2020, el VAB de las SNF es un 26,4 % inferior al VAB del mismo trimestre del año anterior (-17,5 % en el caso de las familias). En los trimestres tercero y cuarto de 2020 el crecimiento interanual del VAB de las SNF es del -11,2 % (-8,5 % en el caso de las familias). En los dos trimestres del año 2021 las tasas de crecimiento interanual se aceleran y en el segundo trimestre de 2021 el crecimiento interanual del VAB de las SNF (familias) alcanza el 22,6 %, sobre el nivel del VAB más bajo en el segundo trimestre de 2020 (14 %). Los dos dígitos en las tasas de crecimiento en el segundo trimestre de 2021, aunque elevadas, están lejos en valor absoluto de las tasas de contracción de la actividad en el mismo trimestre del año anterior, teniendo en cuenta además que el valor de base del segundo trimestre de 2019 es mayor que el valor base sobre el que se calcula el crecimiento en el segundo trimestre de 2020.

Gráfico 5. TASAS INTERANUALES DE CRECIMIENTO NOMINAL DEL VAB TRIMESTRAL DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



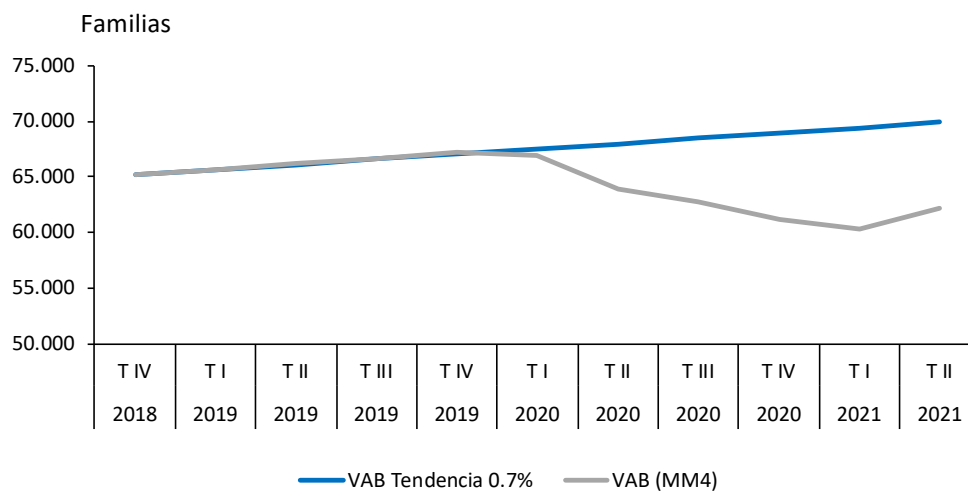
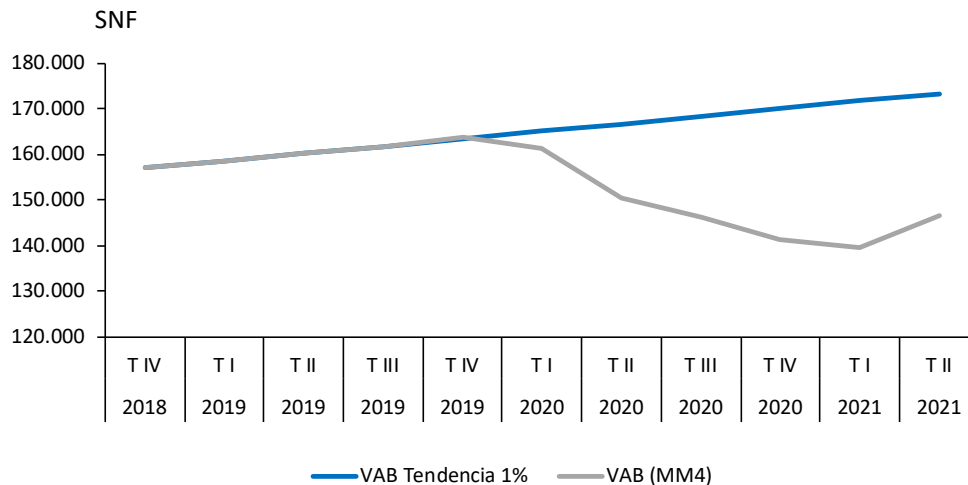
Fuente: Elaboración propia.

3.2. Recuperación respecto a la tendencia prepandemia

Al igual que con los datos agregados resulta de interés comparar la evolución de la actividad, VAB (MM4), con el nivel de actividad previsible en el supuesto de no haberse producido la pandemia, y mantenerse la misma tendencia de crecimiento que en los trimestres anteriores al primer trimestre de 2020. Limitaremos el análisis a los sectores de SNF y familias, que incluye la actividad de los trabajadores autónomos y empresas no societarias, puesto que en los otros dos sectores la pandemia no altera la tendencia histórica: gráfico 6, parte superior correspondiente a SNF y parte inferior a familias.

En el caso de las SNF se estima un crecimiento tendencial durante los trimestres previos a la pandemia del 1 %, mientras que en el caso de las familias el crecimiento tendencial se estima en el 0,7 %, inferior. Puesto que la contracción del VAB durante la pandemia es menor en familias que en SNF, la brecha a cerrar con respecto a la evolución tendencial es sustancialmente mayor en SNF que en familias. En este sentido, el VAB (MM4) de las SNF en el segundo trimestre de 2021 alcanza el 84 % del valor tendencial estimado para una tasa de crecimiento del 1 % tendencial (6 puntos porcentuales más que la distancia al máximo del cuarto trimestre de 2019). Para las familias, las cifras son 89 % y 92,5 %, respectivamente.

Gráfico 6. VAB TRIMESTRAL (MM4) EN EUROS CORRIENTES Y VAB TRIMESTRAL EXTRAPOLANDO LA TENDENCIA EN LOS TRIMESTRES PREVIOS A LA PANDEMIA: SNF, PANEL SUPERIOR, Y FAMILIAS (PANEL INFERIOR)
(Cifras en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia.

Se compara ahora la fecha estimada de recuperación de la actividad tomando como referencia el VAB máximo anterior a la pandemia, el del cuarto trimestre de 2019, y tomando como referencia la extrapolación del VAB tendencial. En el caso de las SNF la extrapolación se realiza con una tasa de crecimiento del 1 % en el caso de la tendencia, y con una tasa de crecimiento del 2 %, dos veces mayor, en el VAB observado. Bajo estos supuestos, el nivel de VAB del cuarto trimestre de 2019 se alcanzaría entre el tercer y el cuarto trimestre del año 2022, mientras que el nivel del valor tendencial no se alcanza hasta dos años más tarde, finales del 2024. En el caso de las familias los supuestos de la extrapolación son crecimiento tendencial del 0,7 % y crecimiento del VAB a partir del valor del segundo trimestre de 2021 al 1.4 %, también dos veces más. Los plazos de recuperación son ahora ligeramente superiores a los de las SNF, a pesar de la brecha inicial inferior. Al igual que ya se advirtió para el agregado del conjunto de sectores institucionales, la referencia que se adopte, máximo histórico o tendencia hipotética, altera sustancialmente los plazos de recuperación. En todo caso, los fondos NGEU están previstos para recuperar o incluso superar, lo antes posible el crecimiento tendencial de la economía, y reducir las pérdidas de *output* de oportunidad debidos a la interrupción del crecimiento.

3.3. Evolución del resto de variables de actividad en relación al VAB

La información separada para sector institucional de la evolución de las variables de *inputs*, salarios, formación de capital, y de beneficio, normalizadas por el VAB se muestra en el cuadro 2, simétrico al cuadro 1 para el conjunto de todos los sectores. La formación de capital en relación al VAB se calcula con numerador o denominador a euros constantes del cuarto trimestre de 2018, utilizando como deflatores el deflactor del VAB y de la FBC, respectivamente.

La proporción de salarios sobre el VAB es desigual entre sectores institucionales, oscilando entre el 17 % en el sector de familias hasta más del 80 % en el caso de las administraciones públicas. En el sector de las SNF, el comportamiento de la proporción de salarios sobre el VAB durante el periodo de estudio es similar al que se observa para el conjunto de todos los sectores, cuadro 1; la proporción aumenta mientras la actividad se contrae y retrocede ligeramente en el primer trimestre con un crecimiento positivo de la actividad. En las familias y en las SF la relación entre salarios y VAB permanece estable durante todo el periodo, mientras que en las administraciones públicas la proporción aumenta a lo largo de todo el periodo. Esto significa que en familias y SF el recurso trabajo se comporta como un recurso con coste variable, es decir el empleo y la retribución se ajustan a la evolución de la actividad. Alternativamente, en el sector de las SNF, durante la pandemia, el recurso trabajo muestra una parte de coste fijo, independiente de la actividad. Así se explica que en el primer trimestre de 2021 la proporción de salarios sobre el VAB en el sector de las SNF sube 4 puntos porcentuales con respecto a la proporción en el cuarto trimestre de 2018 (para el conjunto de los sectores institucionales el aumento en el mismo periodo es de 3 puntos porcentuales; ver cuadro 1).

Cuadro 2. PARTICIPACIÓN SOBRE EL VAB (MM4) DE LOS SALARIOS, EXCEDENTE DE EXPLOTACIÓN, FORMACIÓN BRUTA Y NETA DE CAPITAL (TODAS MM4) SOBRE EL VAB PARA CADA UNO DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES

	2018 T IV	2019 T IV	2020 T IV	2021 T I	2021 T II
<i>Salarios/VAB</i>					
SNF	0,563	0,567	0,6	0,603	0,596
Familias	0,17	0,168	0,165	0,167	0,167
SF	0,453	0,472	0,436	0,451	0,438
AA. PP.	0,809	0,818	0,823	0,824	0,826
<i>ENE/VAB</i>					
SNF	0,248	0,243	0,186	0,175	0,188
Familias	0,708	0,707	0,691	0,686	0,688
SF	0,38	0,357	0,402	0,378	0,39
AA. PP.	0	0	0	0	0
<i>FBC/VAB</i>					
SNF	0,265	0,272	0,252	0,258	0,257
Familias	0,154	0,156	0,158	0,169	0,183
SF	0,03	0,028	0,107	0,076	0,074
AA. PP.	0,164	0,159	0,163	0,154	0,157
<i>FNC/VAB</i>					
SNF	0,079	0,085	0,03	0,028	0,037
Familias	0,032	0,032	0,015	0,021	0,039
SF	-0,071	-0,077	0,009	-0,026	-0,026
AA. PP.	-0,025	-0,02	-0,011	-0,018	-0,014

Fuente: Elaboración propia.

La formación bruta de capital sobre el VAB, las dos variables deflactadas por el deflactor respectivo, desciende durante la pandemia en el sector de las SNF, de 27,2 % en el cuarto trimestre de 2019 al 25,8 %, en el primer trimestre de 2021. Por otra parte, muestra una tendencia ligeramente creciente en el sector de familias, se mantiene estable en las administraciones públicas y aumenta sensiblemente con respecto a los valores prepandémicos en el sector financiero, 7,5 % frente a 2,9 %. La FBC en el sector de familias incluye la inversión en capital productivo de autónomos y empresas no societarias, junto con la inversión en vivienda propia por parte de las familias. Esta última significa acumulación de capital físico para proveer servicios de consumo, pero no se trata de inversión que contribuye a aumentar la capacidad productiva de la economía. Previsiblemente, la tendencia ligeramente creciente de la proporción de FBC sobre VAB en el sector de familias refleja el comportamiento de la inversión en vivienda más que el de la inversión en capital productivo.

La formación neta de capital, bruta menos amortización del capital existente, es positiva en los sectores de SNF y familias y negativa en los otros dos sectores de SF y AA. PP. Esto significa que en los sectores con valores positivos la inversión nueva es mayor que la amortización del capital existente y la capacidad productiva aumenta; en los sectores con formación bruta de capital en negativo la inversión nueva es insuficiente para cubrir la amortización y el capital productivo disminuye en el tiempo (suponiendo que el consumo de capital contabilizado en *Contabilidad Nacional* refleja la verdadera depreciación económica del capital). Mientras el crecimiento de la actividad fue negativo, desde primer trimestre de 2020 hasta el primer trimestre de 2021, en las SNF la inversión neta en capital, en proporción al VAB, es menos de la mitad que en los trimestres prepandémicos; la contracción en el sector de familias durante el mismo periodo es algo menor. La vuelta a crecimiento interanual positivo de la actividad en el segundo trimestre de 2021 coincide con un repunte en la tasa de formación neta de capital en familias, situándose por encima de los niveles pre-pandémicos. En las SNF también se produce el repunte, pero la tasa sigue a niveles muy lejos de los de los trimestres anteriores a la crisis.

El excedente neto de explotación en relación al VAB decrece durante la pandemia en el sector de las SNF, mientras muestra una gran estabilidad en familias y sociedades financieras (en las administraciones públicas no se contabiliza excedente de explotación). El comportamiento de los salarios y del consumo del capital explican el descenso en el único sector donde se produce. En el sector de familias, el excedente neto de explotación forma parte de las rentas mixtas que retribuyen a la vez el trabajo y el capital de los autónomos y empresarios que realizan su actividad a través de empresas no societarias¹.

4. MÁS SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO E INVERSIÓN EN LA CRISIS

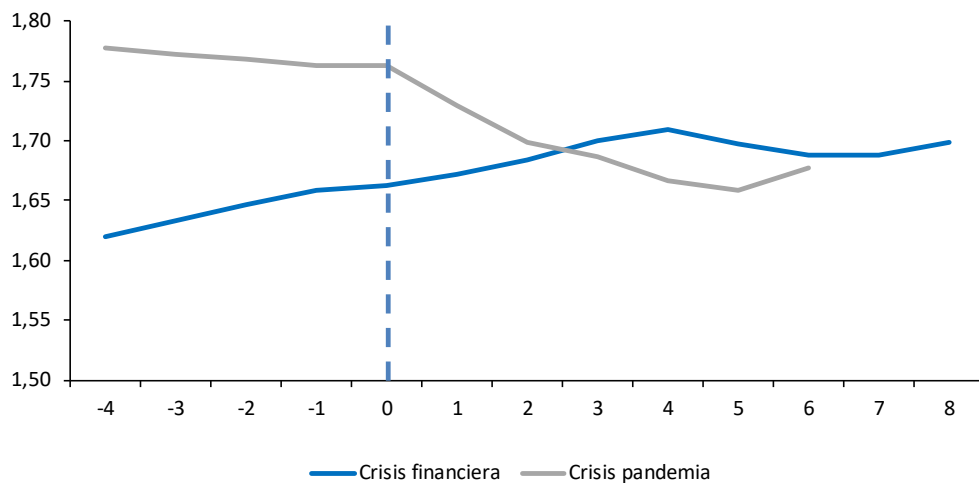
El comportamiento de la ratio de salarios sobre el VAB para el conjunto de los sectores institucionales, cuadro 1, sugiere que durante la pandemia de la COVID-19 el empleo se ha ajustado a la baja menos de lo que se ha contraído la actividad, cuando en crisis anteriores pasaba lo contrario. En este epígrafe se profundiza algo más en esta observación, a partir del comportamiento de la ratio de salarios sobre el VAB de las SNF, que es el que realmente está detrás del comportamiento de la ratio para el agregado. Decíamos que, si el salario real por trabajador permanece constante, la inversa de la ratio de salario sobre el VAB, es decir, VAB sobre salario, será indicativo del comportamiento de la productividad aparente del trabajo. Para comprobar si el comportamiento de la productividad aparente del trabajo ha sido distinto en la crisis de la COVID-19 al que se observó en la crisis financiera de 2008 hasta 2013, se compara la evolución del indicador de productividad en trimestres paralelos de las dos crisis; gráfico 7.

El punto 0 del gráfico es el cuarto trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2019 y los números corresponden a periodos de tiempo en trimestres, antes (valores negativos) y después de esas fechas. Como puede comprobarse, durante la crisis financiera la productividad aparente del trabajo muestra una tendencia creciente, mientras que durante la pandemia la tendencia es negativa. Como se ha señalado anteriormente, estos comportamientos serían coherentes con ajustes a la baja de empleo por encima de la contracción de la actividad, VAB, en

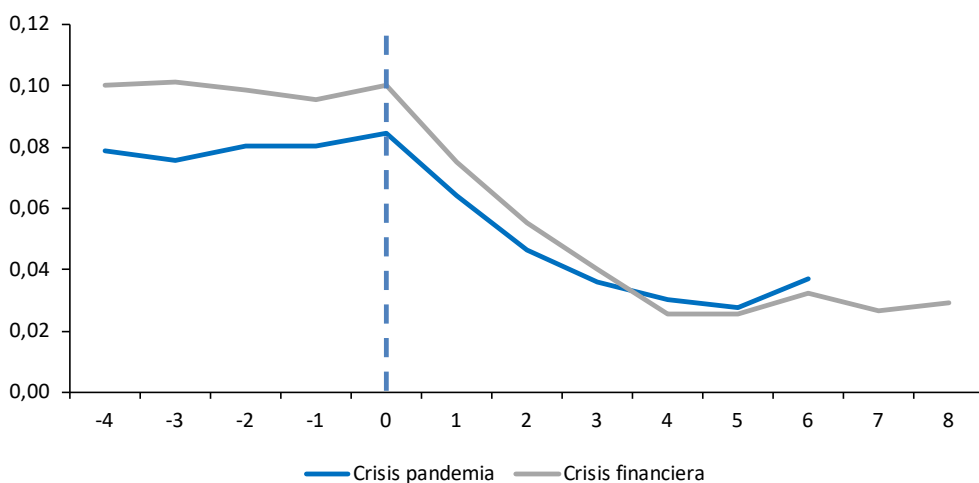
¹ El 70 % aproximadamente de excedente neto sobre el VAB de las familias significa aproximadamente el 17 % del VAB del conjunto de los sectores institucionales (recuérdese que el sector de familias representa el 24 % del VAB total). Este porcentaje se acerca bastante el 16 % que representan los ocupados no asalariados en el total de ocupados de la economía.

la crisis de 2008, y con ajustes de actividad más pronunciados que los ajustes en el empleo durante la crisis de la COVID-19. Las dos crisis tienen detrás causas distintas y las diferencias en el comportamiento de la productividad aparente del trabajo podría deberse a las diferencias en las causas, más que a diferencias en las respuestas políticas, entre ellas los objetivos estabilizadores de la relación laboral que se buscan con los ERTE y con los programas de ayuda financiera a través de los créditos ICO. En todo caso, durante la pandemia, al menos, la evolución del empleo en relación a la evolución de la producción entre las SNF en España se parece a la que se ha observado en crisis anteriores en países del entorno como Alemania, donde se prioriza la continuidad de la relación laboral y la flexibilidad interna frente a los ajustes en las plantillas y la flexibilidad externa.

Gráfico 7. RATIO ENTRE VAB (MM4) Y SALARIO (MM4), PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO, EN EL SECTOR DE LAS SNF. COMPARACIÓN ENTRE TRIMESTRES SELECCIONADOS DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 Y LA CRISIS DE LA COVID-19



RATIO ENTRE FNC (MM4) Y VAB (MM4) EN EL SECTOR DE LAS SNF. COMPARACIÓN ENTRE TRIMESTRES SELECCIONADOS DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 Y LA CRISIS DE LA COVID-19



Fuente: Elaboración propia.

Además de la comparación de la evolución de la productividad aparente del trabajo en las dos crisis, por su importancia como sostén de la recuperación de la actividad, interesa comparar también la evolución de la inversión neta en capital productivo. Con este fin se elabora el gráfico 7 mimético al gráfico 6, pero con la variable FNC/VAB en el lugar de la productividad aparente del trabajo. El momento 0 corresponde al cuarto trimestre de 2008 y al cuarto trimestre de 2019, igual que en el gráfico anterior.

El comportamiento de la inversión neta en capital productivo en relación al VAB de las SNF en la crisis de la COVID-19 es muy similar al que se observa en los primeros trimestres de la crisis financiera durante los años 2009 y 2010. En el año 2008 la inversión neta en relación al valor añadido se movía en niveles más altos que los niveles de inversión de las sociedades en 2019, pero los niveles mínimos que se alcanzan cinco trimestres después se acercan bastante. En las secuelas de la crisis financiera, la inversión neta se mantuvo en niveles particularmente bajos hasta 2014, es decir durante cinco años, 2009-2013. Durante este tiempo, las SNF aprovecharon el excedente de explotación, mejorado por la reducción del peso de los salarios, y las holgadas restricciones financieras de los últimos años para reducir deuda. En estos momentos las SNF muestran una situación financiera mucho más saneada y se enfrentan al reto de aumentar la actividad para de este modo aumentar la carga de trabajo de los empleados que han mantenido en plantilla (reducir la carga relativa del coste laboral fijo aumentando el volumen de negocio). Resulta, por tanto, prioritario, en el corto plazo, para mantener el empleo, y en el medio plazo, con la importante brecha de actividad a cerrar, que la recuperación de la inversión se acelere y se evite la demora en la recuperación de la recesión anterior.

5. CONCLUSIÓN

Durante la crisis de la COVID-19, el sector empresarial no financiero ha experimentado una severa contracción de la actividad económica, mayor en el sector de sociedades no financieras que en el de familias, donde se incluyen los autónomos y las empresas no societarias. En cambio, el sector de sociedades financieras ha mantenido su nivel de actividad estable, y el sector de las administraciones públicas muestra un comportamiento aceleradamente expansivo. Por otra parte, antes y durante la pandemia, según datos de la *Contabilidad Nacional*, los sectores de sociedades financieras y administraciones públicas invierten en formación bruta de capital por debajo del capital existente consumido en cada periodo, de manera que su capacidad productiva a partir del capital instalado disminuye o se transforma según cambia el modelo de negocio en el caso de las sociedades financieras. La formación de capital de la economía española descansa en la actividad inversora de las familias y de las sociedades no financieras, sobre todo en estas últimas, con un descenso importante durante la crisis. El desigual comportamiento de la actividad económica entre los sectores institucionales de la economía española en la crisis de la COVID-19, recomienda un análisis separado de las variables económicas más representativas –valor añadido, empleo, inversión– para cada uno de ellos, como una forma de comprender mejor la evolución histórica de los agregados y en precisar más sobre las expectativas de recuperación.

De acuerdo con los datos trimestrales de *Contabilidad Nacional* el sector de las sociedades no financieras es a la vez el más importante cuantitativa y cualitativamente de los sectores institucionales, y también el que experimenta una mayor contracción en su actividad y un mayor descenso en la inversión durante la crisis pandémica, y por ello es también el que tienen por delante la mayor brecha entre su nivel de actividad actual y el nivel para el que se considera completada la recuperación. La elección del nivel de actividad que se tome como referencia de la plena recuperación es muy relevante para el tiempo estimado que será necesario transcurrir hasta que se complete: finales del año 2022, si se toma como referencia el VAB del cuarto trimestre de 2019, y finales de 2024 si se toma el nivel de actividad que resulta de extrapolar el crecimiento del VAB en los trimestres anteriores a la pandemia, como si esta no se hubiera producido, según las estimaciones realizadas. Los plazos de recuperación son similares para la actividad de las familias (autónomos y empresas no societarias). Por otra parte, la contracción en la formación bruta de capital por las sociedades no financieras durante la pandemia podría formar parte del conjunto de factores, junto con la pérdida de sincronía en el funcionamiento de las cadenas globales de producción, que están retrasando la reacción de la oferta a los incrementos de una demanda que recupera, e incluso superar puntualmente, los niveles pre-pandémicos con gran facilidad. Teniendo en cuenta el estancamiento del VAB de las sociedades financieras, en plena transformación, y de la necesaria consolidación fiscal del sector de las administraciones públicas, obligadas a reducir el endeudamiento acumulado en la crisis, la recuperación de la

inversión empresarial no solo debe ayudar a corregir los cuellos de botella de la producción a corto plazo, sino que se presenta como fundamental para afianzar el crecimiento sostenido.

El comportamiento inversor de las SNF durante la pandemia sigue un patrón de comportamiento muy similar al que se observa en los primeros trimestres de la crisis financiera de 2008-2009, lo que alerta sobre la necesidad de prestar atención para que la baja inversión actual no se prolongue tanto en el tiempo como entonces. No ocurre así con la productividad aparente del trabajo que, en esta crisis, muestra un comportamiento opuesto al que se observa en la crisis financiera, y más parecido al comportamiento procíclico que muestra la productividad aparente del trabajo en otras economías del entorno, como Alemania. En efecto, en los cuatro trimestres del año 2020 y los dos primeros del año 2021, la productividad aparente del trabajo en las SNF disminuye, acorde con una contracción de la actividad mayor que la reducción en el empleo, cuando en los mismos meses iniciales de la crisis financiera, la productividad aparente aumenta con pérdida de empleo muy por encima del descenso en la actividad. Las causas de las dos crisis son diferentes, y ello podría ser suficiente para explicar las diferencias en el comportamiento de la productividad aparente del trabajo, aunque no lo son en cuanto a producir un comportamiento distinto de la inversión. Pero podría ocurrir también que los programas de ayuda pública puestos en marcha, ERTE, crédito ICO, hubieran contribuido a desarrollar un aprendizaje sobre como transitar por las crisis con más flexibilidad interna en las empresas y menos ajustes en el empleo, de lo que ha ocurrido históricamente en la economía española con una productividad aparente del trabajo claramente contra cíclica. En todo caso, el mantenimiento del empleo parcialmente inactivo dentro de las empresas solo puede mantenerse durante un tiempo limitado por lo que, para que la experiencia sea realmente de éxito y se consolide, es necesario que la recuperación económica se consolide con fuerza en un breve plazo de tiempo.

