

Resumen

El trabajo muestra la evolución de las principales variables de actividad y resultados agregados para el sector institucional de las sociedades no financieras, SNF, en España en los últimos años, con algunas comparaciones con el resto de sectores institucionales. La información y los análisis realizados ponen de manifiesto la contracción en la inversión empresarial en los dos últimos años con respecto a niveles prepandemia, retroceso que el trabajo explica por la pérdida de incentivos a invertir al disminuir la rentabilidad del capital. Por otra parte, el comportamiento procíclico de la productividad aparente del trabajo durante la pandemia explica buena parte del aumento en el coste laboral unitario, y la reducción del margen de beneficios, en este período. El trabajo propone que la recuperación de la inversión y la mejora de la productividad formen parte de las prioridades en los acuerdos colectivos, aprovechando las oportunidades que ofrecen los fondos del programa *Next Generation EU (NGEU)*, e incorporando algunos cambios en la gobernanza y gestión empresarial.

Palabras clave: empresas en España, COVID-19, rentabilidad, inversión en capital, productividad laboral.

Abstract

The paper shows the time evolution of aggregate activity and performance variables for the non-financial corporate sector of the Spanish economy during the past recent years, including some comparisons with other sectors of the economy. The information collected and its analysis show the reduction in capital investment by non-financial corporations with respect to pre-pandemic levels, explained in the text by the reduction in incentives to invest resulting from the fall in the return on investment. The evidence provided also indicates that the procyclical behavior of labor productivity during the period, new in the recent history of the Spanish economy, explains to a large extent the increase in labor unit cost, and lower profit margins of Spanish firms in recent years. The text proposes increasing firms' capital formation and rising productivity as strategic collective targets for the incoming years, with the help of *NGEU's* funds and with changes and reforms in corporate governance and management.

Keywords: corporate sector in Spain, COVID-19, profitability, capital investment, labor productivity.

JEL classification: D22, D24, E32, M21.

LA EMPRESA EN ESPAÑA EN TIEMPOS DE CRISIS: SALARIOS, BENEFICIOS E INVERSIÓN

Emilio HUERTA ARRIBAS

Universidad Pública de Navarra y Funcas

Vicente SALAS FUMÁS

Universidad de Zaragoza y Funcas

I. INTRODUCCIÓN

ESTE trabajo analiza la situación de las empresas en España en un entorno con grandes incertidumbres sobre el futuro y donde todavía perduran las secuelas económicas y sociales de la pandemia provocada por el COVID-19. El objetivo de este artículo es evaluar el impacto de la pandemia en la actividad económica, resultados económico-financieros, y decisiones de inversión para el agregado de las sociedades no financieras en España. Se trata de disponer del mejor diagnóstico posible sobre la situación de partida de la empresa española ante un futuro al que la guerra en Ucrania y sus secuelas añaden máxima incertidumbre. En un contexto donde todos los pronósticos se toman con cautela, y donde las líneas maestras que había marcado la Unión Europea para la recuperación de la economía están en revisión por los condicionantes de la guerra en Ucrania, a lo que aspiramos es a proporcionar información y análisis que sea útil para los actores privados y públicos en su proceso de toma de decisiones. En el texto, el sector empresarial está representado por el conjunto de las sociedades no financieras con sede en España, y el período temporal cubierto por el estudio incluye los trimestres entre el T IV de

2018 y el T II 2022, último dato disponible.

El artículo, en primer lugar, analiza la evolución de algunos de los principales agregados económicos –valor añadido, inversión y empleo–, considerando y separando los distintos sectores institucionales que contempla la *Contabilidad nacional*. De este modo se desvelan la heterogeneidad en los impactos de la pandemia entre sectores, y se ponen de manifiesto las singularidades del sector empresarial. Este comportamiento heterogéneo normalmente queda oculto cuando se analizan agregados para el conjunto de la economía. Destacada la relevancia y singularidad del sector empresarial para el conjunto de la economía el trabajo cuantifica los costes de la crisis, medidos por la pérdida de valor añadido atribuibles a la pandemia, y su reparto entre rentas del trabajo y del capital. El texto pone el foco en el descenso en los beneficios y la rentabilidad de la inversión empresarial durante la pandemia, y su capacidad para explicar la contracción en la formación bruta de capital fijo durante el mismo período. Por otra parte, el descenso en la rentabilidad de la inversión se relaciona con el descenso en los márgenes de beneficios debido al descenso en la productividad aparente del trabajo.

Mirando al futuro, el trabajo destaca la importancia de recuperar la inversión y cambiar la tendencia en la evolución de la productividad laboral como dos objetivos estratégicos de la economía española a corto plazo, aprovechando las oportunidades de financiación que ofrecen los fondos *Next Generation EU (NGEU)*, pero también incorporando cambios cualitativos en la gobernanza empresarial. Se trata de cambios organizativos que fomenten la participación de los trabajadores a todos los niveles de decisión y que respondan a una tendencia, que se observa desde hace años en las economías avanzadas, en la que los activos intangibles aumentan su peso relativo en el conjunto del capital productivo. Las empresas españolas están atrasadas en dotaciones de capital conocimiento y capital organizacional que se demuestran cada vez más importantes para la mejora de la productividad. El trabajo llama la atención sobre el cambio cualitativo en la composición de la nueva inversión productiva, que debe acompañar a los esfuerzos para recuperar la cantidad de inversión perdida durante la pandemia. Los pronósticos macroeconómicos y geopolíticos que incorpora la guerra en Ucrania justifican que en el debate nacional se prioricen consideraciones distributivas, pero es necesario hacer compatible la preocupación por la equidad con la atención a los factores que afectan directamente la eficiencia y el crecimiento sostenible de la economía española.

La información estadística que se maneja en este trabajo procede, principalmente, de la *Contabilidad nacional*, y está agregada para el conjunto de las empresas sociedades no financieras, SNF, en España. Los

efectos económicos directos e indirectos del COVID-19 han sido desiguales entre sectores económicos y entre tipos de empresas. El tamaño y la particular situación económico-financiera de las empresas han sido determinantes importantes en el momento del *shock* de oferta y demanda producido. Esta heterogeneidad en la conducta y resultados, sin duda, persistirá en los efectos directos e indirectos que se derivan de la guerra de Ucrania. Los datos agregados del sector de SNF no permiten captar la heterogeneidad interna del tejido empresarial, lo cual es una limitación de nuestro trabajo. Por ello, resulta pertinente aquí aportar algunas referencias a trabajos que han evaluado los impactos de la crisis con datos individuales de empresas y, por tanto, susceptibles de reconocer la heterogeneidad empresarial. En este sentido, Ebeke *et al.* (2021), con datos de cuatro millones de empresas no financieras, evalúan los riesgos de iliquidez e insolvencia atribuibles a la pandemia en el sector corporativo europeo, distinguiendo por sectores de actividad y clases de tamaños. El objetivo es evaluar la efectividad de las ayudas públicas para mitigar esos riesgos, e identificar escenarios de recuperación que podrían requerir ayudas adicionales. Blanco *et al.* (2020) realizan un estudio similar con información individual de las sociedades no financieras procedente de la Central de Balances del Banco de España. La metodología de análisis es la simulación que permite identificar empresas que entran en situación de iliquidez e/o insolvencia bajo determinados supuestos sobre la evolución de partidas del balance y la cuenta de resultados.

El capítulo 2 del *World Economic Outlook* que publica el Fondo Monetario Internacional (IMF, 2022, Díez *et al.*, 2021) pone el foco en las dificultades sobrevenidas con la guerra de Ucrania para que las empresas en los distintos países puedan devolver las generosas, aunque necesarias, a juicio del Fondo, ayudas públicas que recibieron con motivo de la pandemia. Ante la posibilidad de un nuevo foco de inestabilidad, diversos autores se han pronunciado a favor de prorrogar los plazos de devolución, y/o introducir ayudas públicas adicionales (Araujo *et al.*, 2022; Puy y Rawdanowicz, 2021).

En una línea parecida, en parte, a la de este trabajo, Menéndez y Mulino (2022) analizan la evolución de la actividad económico-financiera de las sociedades no financieras en España durante la pandemia. Los datos incluyen información individualizada de las empresas en la base de datos de la Central de Balances Integrada del Banco de España, para el año 2020, y de las empresas colaboradoras de la Central de Balances Trimestral (900 sociedades no financieras), hasta el cuarto trimestre de 2021 (y cierre del ejercicio). Los datos agregados de la *Contabilidad nacional* en ese trabajo corresponden, en cambio, al conjunto del sector institucional de las SNF. Fernández e Izquierdo (2022) presentan los resultados más recientes de la *Encuesta del Banco de España sobre actividad empresarial (EBAE)*, correspondiente a las expectativas de las empresas españolas sobre su actividad en el segundo trimestre de 2022, con resultados desagregados por sector y tamaño. Los datos de la encuesta confirman la heterogeneidad de situaciones empresariales, con un cierto con-

senso general en que el aumento de los costes de los productos intermedios, y sobre todo energéticos, es el principal canal de influencia de la invasión rusa de Ucrania sobre su actividad.

Nuestro trabajo contempla la heterogeneidad en las decisiones e impactos de las crisis entre sectores institucionales de la economía (familias e instituciones sin ánimo de lucro, administraciones públicas, empresas mercantiles no financieras). Además, creemos que los análisis con datos micro y los estudios con datos agregados, como los que se utilizan en nuestro trabajo, se complementan. Por un lado, la *Contabilidad nacional* tiene la ventaja de que permite disponer de información actual con la que realizar los análisis (segundo trimestre de 2022 en nuestro caso). Por el otro, la Central de Balances del Banco de España u otras bases de datos individualizados de empresas, permiten realizar análisis donde se reconoce la heterogeneidad de situaciones de partida, estrategias y resultados entre ellas. En este caso, el inconveniente es que los datos más recientes están disponibles solo para una muestra limitada de empresas (Central de Balances Trimestral); el grueso de la información empresarial individualizada de naturaleza contable se conoce con un retraso superior a los doce meses, según depositan las empresas en los registros mercantiles sus cuentas anuales. Finalmente, la mayor parte de los estudios sobre el impacto de las crisis en las empresas adoptan una perspectiva de estabilidad financiera, mientras que en nuestro trabajo se pone el foco, entre otros aspectos, en la rentabilidad, la inversión y la productividad.

La exposición posterior se divide en cuatro secciones principales, junto con una discusión y conclusiones finales. La primera sección muestra la evolución comparada de la actividad en los sectores institucionales de la economía española, con especial atención al sector de las SNF. La segunda sección utiliza información de las cuentas de resultados y cuadros de origen y usos de fondos de las SNF para valorar la riqueza creada y su reparto en los años de crisis. La sección tercera analiza la evolución de la rentabilidad del capital y del crecimiento de la capacidad productiva como parte de la valoración de los incentivos a invertir y aumentar la capacidad productiva. En la discusión y conclusiones se valoran los resultados del trabajo en el contexto de la situación de crisis en que se encuentra la economía mundial en estos momentos.

II. LA ACTIVIDAD DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA

El impacto desigual del COVID-19, primero, y de la invasión rusa de Ucrania después, en las empresas por sectores y tamaños está ampliamente documentado. Menos conocido es el impacto diferencial de las crisis entre los distintos sectores institucionales de la economía: sociedades no financieras, SNF, sociedades financieras, SF, familias y otras formas de empresa y organización, y administraciones públicas, cada uno con un peso desigual en el conjunto de la economía (la aportación al valor añadido bruto, en promedio para todo el período, se reparte entre 56 por 100 SNF, 24 por 100 familias e instituciones sin ánimo de lucro, 16 por 100

administraciones públicas y 4 por 100 sociedades financieras). El sector de SNF es el más importante y también el más significativo para evaluar el impacto de la crisis en el sector privado de la economía, principalmente por la homogeneidad en el origen y distribución de las rentas y de los recursos generados. El sector de familias y otras entidades sin ánimo de lucro incluye la actividad de las empresas no societarias (empresas personales con o sin asalariados), pero dentro del mismo, las rentas del trabajo y del capital se confunden en la categoría de rentas mixtas. La evolución de la actividad de los distintos sectores se centra en cuatro variables, valor añadido bruto, VAB, formación bruta y neta de capital fijo, FBCF y FNCF, y empleo, actualizando información adelantada en Huerta y Salas (2021).

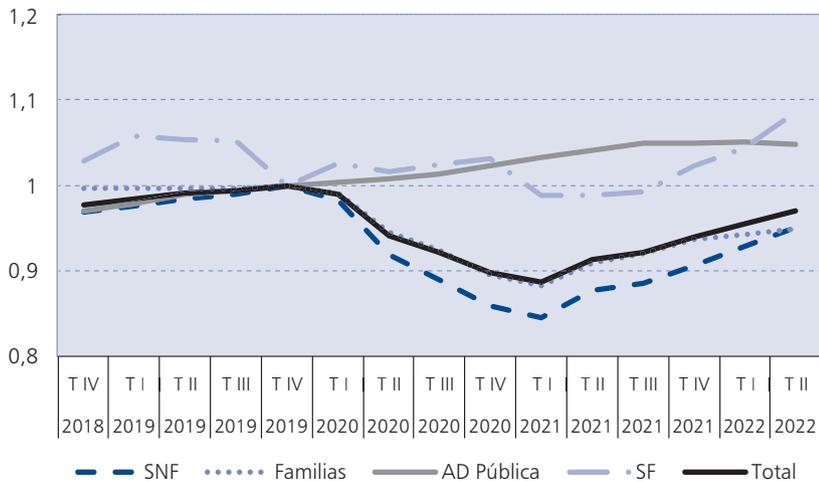
1. Actividad: *output* medido por el VAB

El gráfico 1 muestra la evolución del VAB anualizado (suma de cuatro trimestres) de los sectores institucionales de la economía española entre el T IV de 2018 y el T II de 2022. Los valores que se muestran en el gráfico son los que resultan de normalizar el valor anualizado del trimestre correspondiente por el VAB del año 2019 (T IV). Entre el T I 2020 y el T IV 2021 la actividad está marcada por los efectos directos e indirectos de la pandemia por el COVID-19. El primer semestre de 2022 incluye los primeros efectos (crisis energética, inflación) sobre la economía europea y mundial de la invasión rusa de Ucrania.

La pandemia, T I 2020, cambia la tendencia en la evolución de la actividad de los sectores

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A TRAVÉS DEL VAB SECTORIAL Y DE LA SUMA TOTAL, A EUROS CONSTANTES DEL AÑO 2000. VALORES DE VAB ANUALIZADOS

(Suma de cuatro trimestres y deflactados por el deflactor del PIB también anualizado)



Notas: En el gráfico se muestran valores de cada período normalizados por el valor del VAB del T IV 2019. Entre el T IV 2018 y el T II 2022.

Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional*.

de SNF y familias, que pasa de creciente en los trimestres prepandemia, a decreciente durante la pandemia, hasta el T I 2021 cuando los valores anualizados de las variables alcanzan sus valores mínimos. Con la excepción del sector de las sociedades financieras, en los trimestres previos al T IV 2019 la evolución temporal de la actividad en la fase contractiva de los trimestres siguientes es similar en todos los sectores institucionales. Sin embargo, en la recuperación, a partir del T II 2021, la evolución de la actividad entre sectores es claramente desigual. La desviación del índice con respecto a la unidad marca la divergencia por encima o por debajo del nivel de actividad del año 2019.

En el punto más bajo de actividad durante la pandemia, T I

2021, la suma total del VAB de los sectores instituciones (muy próxima al PIB de la economía), está un 11 por 100 por debajo del nivel prepandemia. Al descenso en el VAB total de la economía contribuyen los sectores de SNF y familias. El sector de administraciones públicas mantiene una tendencia creciente durante todo el período, mientras que la actividad del sector de las SF no muestra tendencia alguna. En el punto más bajo, T I 2021, el VAB de las SNF es un 15,5 por 100 inferior al VAB prepandemia (T IV 2019). En ese mismo momento del tiempo, el VAB del sector de familias (que incluye a los trabajadores autónomos y entidades sin ánimo de lucro) retrocede un 11 por 100 con respecto al valor prepandemia (el VAB del sector de familias mantiene una evolución

superpuesta a la del VAB en todo el período).

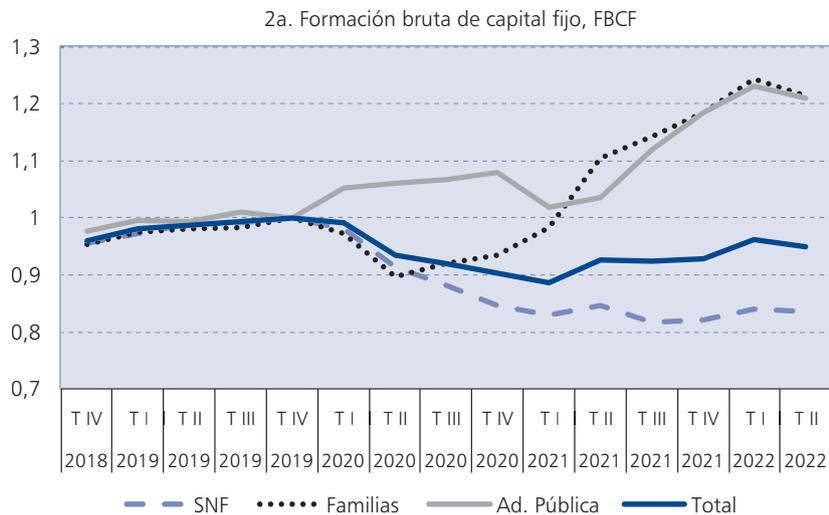
La recuperación de la actividad durante el año 2021 no es suficiente para que el VAB de la economía converja a los valores prepandemia. En 2021 el VAB total es todavía un 6 por 100 inferior al de 2019 (9 por 100 inferior en el caso de las SNF). En los sectores de administraciones públicas y SF la situación es distinta. En el primero, la actividad, medida en VAB, en 2021 es un 5 por 100 mayor que la de 2019, mientras que el VAB de las SF en 2021 es similar al de 2019.

El primer semestre de 2022 incorpora los primeros efectos de la crisis energética y la alta inflación, coincidiendo con la guerra de Ucrania que se inicia en febrero de ese año. En los dos primeros trimestres de 2022 la actividad continúa creciendo, pero ya se observa una ralentización en el segundo trimestre con respecto al primero, a excepción del sector de SF (con un crecimiento en los valores anualizados del 4,1 por 100 en el T II 2022). Por un lado, el VAB de las administraciones públicas se ha estabilizado, al igual que el del sector de familias. Por otro, el VAB del sector de SNF crece un 2,5 por 100 en el T I 2022 y un 2,3 por 100 en el T II 2022. Con todo ello, el crecimiento del VAB total es de 1,7 por 100 en el primer trimestre y el 1,6 por 100 en el segundo (valores anualizados). En suma, la senda del VAB apunta a una moderación del crecimiento de la actividad en los sectores productivos de la economía en el conjunto de 2022.

2. Actividad: inversión en capital fijo

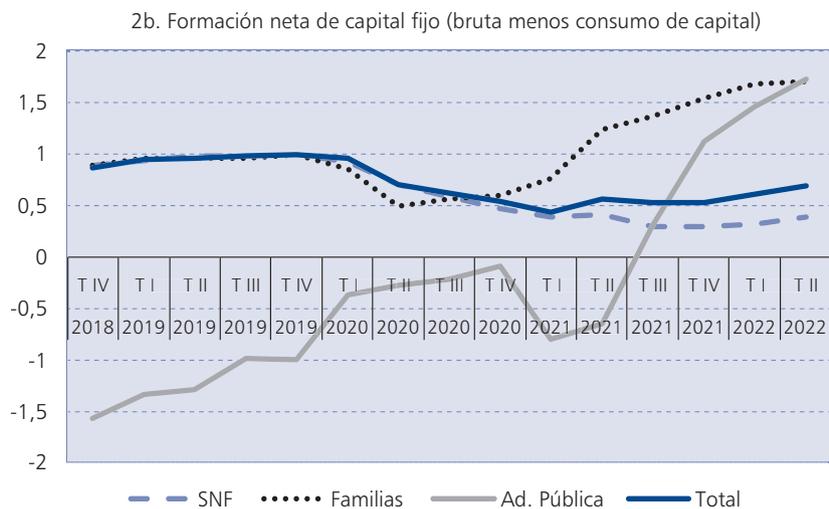
La actividad de los sectores institucionales (excepto la de

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA FORMACIÓN DE CAPITAL FIJO EN LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



Notas: Valores anualizados a euros constantes del año 2000 (deflactor de la FBCF) y normalizados por la FBCF de 2019. Entre el T IV 2018 y el T I 2022.

Fuente: Elaboración propia con datos de *Contabilidad nacional*.



Notas: Valores anualizados a euros constantes del año 2000 (deflactor de la FBC) y normalizados por la FBCF de 2019. Entre el T IV 2018 y el T I 2022.

Fuente: Elaboración propia con datos de *Contabilidad nacional*.

las SF que se excluye por la elevada volatilidad en la evolución de las cifras de inversión) se analiza ahora a partir de la evolución de la demanda de *inputs* productivos, concretamente la evolución de la inver-

sión en capital fijo, primero, y la del empleo, después. En el análisis de la evolución de la inversión en capital se distingue entre inversión bruta e inversión neta, gráficos 2a y 2b, respectivamente.

En los trimestres pre-COVID, la FBCF muestra una evolución tendencial creciente, relativamente homogénea entre los sectores institucionales, gráfico 2a. Durante la pandemia, la situación es distinta. En el sector de SNF, cuya formación bruta de capital fijo representa el 73 por 100 del total, la inversión bruta disminuye desde el T I 2020 hasta el T I 2021; a partir de ese momento se estabiliza alrededor del 84 por 100 de la inversión de 2019, niveles en los que todavía se mantienen el T II 2022. En el sector de familias (con una FBCF que representa alrededor del 16 por 100 del total), la inversión desciende en un primer momento, pero inmediatamente cambia de tendencia y en el T I 2021 ya recupera los niveles de 2019. El crecimiento continúa en los trimestres posteriores y en el T IV 2021 el flujo de inversión bruta es un 18,5 por 100 superior al del año base. En el primer semestre de 2022 la inversión bruta de las familias modera su crecimiento y en el T II 2022 disminuye con respecto a los valores del trimestre anterior (datos anualizados). Dentro del sector familias, el grueso de la FBCF corresponde, previsiblemente, a la inversión en vivienda por parte de las familias.

En el sector de administraciones públicas la FBCF durante la pandemia se mantiene siempre en niveles por encima de los de 2019, con un crecimiento que se acelera en los trimestres tercero y cuarto de 2021. El crecimiento de la FBCF en las administraciones públicas continúa en el primer trimestre de 2022, pero en el segundo de este año disminuye con respecto al anterior y continúa en el primer semestre de 2022. Con ello, la FBCF del sector de administraciones públicas (aproximadamente el 10 por 100 del

total en promedio del período) en el T II 2022, en euros constantes, es un 20% mayor que en el T II 2019. Es de esperar que este aumento de la inversión en capital por parte de las administraciones públicas recoja ya la inversión en proyectos del programa *NGEU*. Para el conjunto de la economía, la FBCF en el T IV 2021 se encuentra en un nivel que representa el 89 por 100 de la FBCF del año 2019, lo que significa una reducción de la FBCF cercana al 11 por 100, similar a la cifra de contracción en el VAB (gráfico 1). Para el conjunto de los sectores institucionales, en el T I 2022 la FBCF crece ligeramente con respecto al trimestre anterior, pero en el T II 2022 vuelve a retroceder ligeramente. En el último trimestre para el que se dispone de información, la FBCF para el conjunto de la economía aún está 5 puntos porcentuales por debajo de los valores prepandemia, a pesar del empujón en la inversión pública y en la inversión de las familias (vivienda).

En lo que se refiere a la formación neta de capital, gráfico 2b, llama la atención el contraste entre la evolución de la inversión neta en capital de las administraciones públicas, negativa en prácticamente todos los períodos excepto los tres últimos trimestres, y la evolución de la inversión neta en capital fijo del resto de sectores y del total, positiva en todo el período (aunque no se reporta, la formación neta de capital de las SF también es negativa en varios trimestres). En los trimestres prepandemia la inversión neta del total de la economía de las familias y de las SNF muestran una evolución temporal similar, aun con diferencias en nivel. En los años prepandemia, la formación neta de capital de las SNF en valores absolutos

supera en más de siete veces a la de las familias, mientras que en administraciones públicas y en sociedades financieras la inversión neta es negativa. Durante la pandemia, la formación neta de capital de las SNF se contrae rápidamente hasta los niveles mínimos del T I 2021, en los que se mantiene hasta el final del período. En el T IV 2021, la inversión neta de las SNF es el 30 por 100 de la inversión neta en el año prepandemia de 2019. En los trimestres posteriores, la inversión neta en capital productivo de las SNF se recupera, pero sin una tendencia clara y en el T II 2022 sigue en un 39 por 100 del nivel del T IV 2019, a euros constantes.

En el sector de familias, en cambio, la inversión neta en capital fijo solo disminuye en el T II 2020; desde entonces mantiene un ritmo positivo de crecimiento y ello explica que en el T IV 2021 la formación neta de capital de las familias sea un 75 por 100 superior a la inversión neta de 2019. La evolución de signo opuesto en la formación neta de capital en empresas y en familias durante la pandemia explica que las diferencias en valores absolutos de inversión neta entre los dos sectores se han reducido de forma manifiesta: de una ratio por encima de 7 antes de la pandemia, a una ratio de 1,71 en el T IV 2021. La formación neta de capital fijo en las administraciones públicas muestra una trayectoria creciente durante todo el período, aunque partiendo de valores negativos (es decir, la FBCF del período es inferior al consumo de capital con cifras de la *Contabilidad nacional*) que se mantiene hasta el T III 2021 que cambian a positivos y se mantiene así hasta el T II 2022. En los tres últimos trimestres el *stock* de capital público

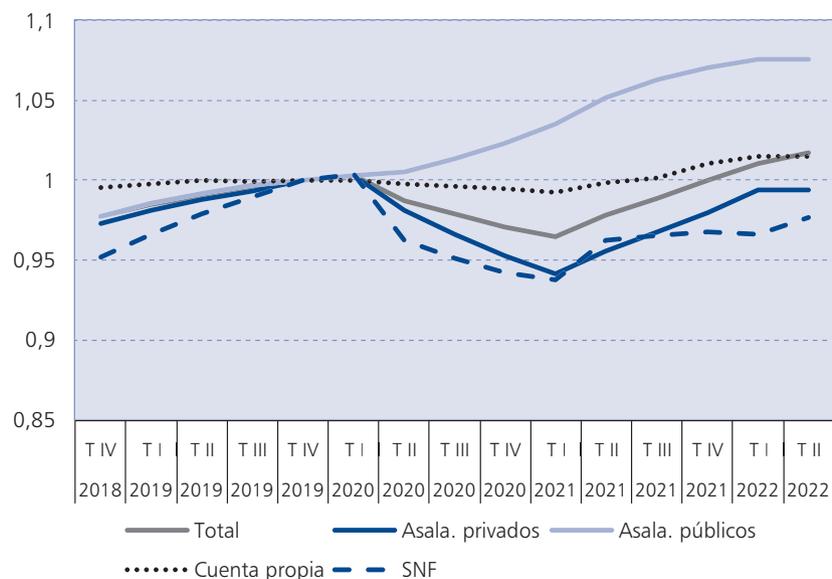
estaría aumentando, después de un largo período durante el cual la inversión nueva no era suficiente para compensar la pérdida de valor por consumo de capital

3. Actividad: empleo

La *Contabilidad nacional* no proporciona información desagregada del número de ocupados por sectores institucionales. Por esta razón en la elaboración de los datos de empleo que aparecen en el gráfico 3 se han utilizado distintas fuentes, incluida la *Encuesta de población activa, EPA*. Concretamente, los datos sobre el total de ocupados de la economía, sobre asalariados privados y públicos, y sobre trabajadores por cuenta propia que se han utilizado en la elaboración del gráfico 3 proceden de la *EPA*. La evolución del empleo «SNF» se calcula dividiendo los gastos de personal acumulados de cuatro trimestres (último año) de las SNF, por el deflactor de coste laboral por trabajador de la economía española (calculado a partir de la estadística que publica el Banco de España entre los indicadores generales de la economía española). Se excluye de la representación gráfica el empleo del sector familias y entidades sin ánimo de lucro en aras a la claridad (1).

En los trimestres previos a la pandemia el empleo crece en todos los colectivos, excepto entre los trabajadores por cuenta propia que se mantiene estable. Durante la pandemia, en cambio, el empleo evoluciona de forma desigual entre sectores. Con los datos anualizados, el nivel más bajo de empleo, para el total de ocupados y para los distintos tipos de ocupación excepto los empleados públi-

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DEL TOTAL DE OCUPADOS, DE LOS OCUPADOS COMO ASALARIADOS PRIVADOS, OCUPADOS ASALARIADOS PÚBLICOS Y TRABAJADORES POR CUENTA PROPIA


Notas: Medias móviles de cuatro trimestres con datos EPA, T IV 2018 - T II 2022. Empleo de las SNF calculado deflactando los gastos de personal acumulados de cuatro trimestres por el índice de coste laboral de la economía española. Valores de cada variable normalizados por el valor respectivo de 2019.

Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional* y EPA.

cos, se produce en el T I 2021. Con datos de la EPA, el total de ocupados en ese trimestre es un 3,5 por 100 inferior al del año 2019, que se toma como referencia. Con los mismos datos de la EPA, en el primer semestre de 2022 el número de ocupados como asalariados privados (alrededor de 13 millones en promedio para todo el período) es un 1 por 100 inferior al de 2019 (2). El empleo de las SNF, calculado deflactando los gastos de personal, da como resultado un empleo en el T IV 2019 un 6 por 100 inferior al de 2019 (recuérdese que la contracción en el VAB del sector SNF fue del 16 por 100 según el gráfico 1). En el T II 2022 los ocupados en el sector de SNF están un 2 por 100 por debajo de los ocupados

en 2019, calculados por el método de deflactar los gastos de personal. Los ocupados como trabajadores por cuenta propia (alrededor de 3,1 millones) también alcanzan el mínimo en el T I 2021, pero con una pérdida de ocupación con respecto a 2019 por debajo del 1 por 100; en los años siguientes, los ocupados en este colectivo se recuperan, y en el primer semestre de 2022 los trabajadores por cuenta propia superan a los de 2019 en un 1,5 por 100. La principal excepción en las tendencias de evolución del empleo la encontramos entre los empleados públicos (aproximadamente el 20 por 100 del total de asalariados de la economía), cuyo número no deja de crecer en todo el período y en el T II 2022 son un 7,5

por 100 más que los empleados en 2019.

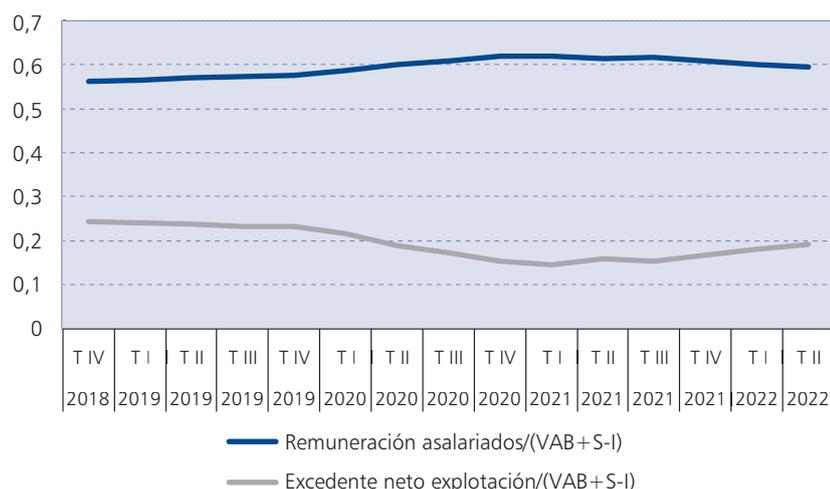
III. RESULTADOS DE LAS SNF EN LA CRISIS: REPARTO DEL VAB Y USOS DE LOS FONDOS GENERADOS

En esta sección se analiza la evolución temporal de algunas de las partidas más relevantes de la cuenta de resultados y del cuadro de generación y uso de fondos de las SNF en España en los años de estudio. En el anexo se presentan las cuentas de resultados y los cuadros de generación y uso de fondos correspondientes a los años 2018-2022, con información de la *Contabilidad nacional*, sobre las que se basa buena parte de la exposición en este apartado del trabajo.

1. Reparto del VAB

Se analiza ahora la evolución temporal de la distribución del VAB de las SNF en retribución al recurso trabajo y beneficios de explotación. Las empresas usan trabajo y capital en la producción; en una empresa concreta, la aportación conjunta de los dos *inputs* al proceso productivo se mide por la diferencia entre el valor del *output* a precios de mercado y el valor de los *inputs* intermedios comprados a otras empresas. El valor añadido por el conjunto de las SNF es el agregado neto de las transacciones entre empresas de los valores añadidos por todas las empresas en sus actividades productivas en España; a efectos de renta disponible para su reparto entre retribución del trabajo y excedente de explotación, al valor añadido se le suman las subvenciones, *S*, recibidas y se le restan los impuestos a la producción, *I*. La ecuación de reparto de la renta procedente de las ac-

GRÁFICO 4
**PROPORCIÓN DE LA REMUNERACIÓN A LOS ASALARIADOS
 Y DEL EXCEDENTE NETO DE EXPLOTACIÓN EN EL VAB MÁS
 SUBVENCIONES (S) Y MENOS IMPUESTOS (I) SOBRE LA PRODUCCIÓN
 DE LAS SNF EN ESPAÑA**



Fuentes: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional*.

tividades productivas que las SNF realizan en España se expresa por: $VAB + S + I = \text{Remuneración a los asalariados} + \text{Excedente bruto de explotación}$; el excedente bruto menos el consumo de capital es igual al excedente neto de explotación.

El gráfico 4 muestra la evolución de la participación en el $VAB + S - I$ de los gastos de personal y del excedente neto de explotación. Las cifras de VAB , S , I , remuneración a los asalariados y consumo de capital que intervienen en los cálculos se obtienen de cuentas de resultados como las que aparecen en el anexo, para cada uno de los cuatrimestres del período de estudio (valores acumulados de las partidas en el trimestre más en los tres anteriores). En el T IV 2019, previo a la pandemia, los gastos de personal representan el 57 por 100 del $VAB + S - I$, con una tendencia ligeramente creciente en el tiempo. Durante la pandemia la

participación aumenta hasta el máximo de 62,5 por 100 en el T I 2021. En los trimestres siguientes la participación del trabajo en el valor generado disminuye gradualmente hasta el 60 por 100 en el T II 2022, todavía 3 puntos porcentuales por encima de la participación prepandemia.

El complemento a la participación de las rentas del trabajo representa la participación en la renta generada del excedente bruto de explotación. La participación del excedente neto (bruto menos consumo de capital) en las rentas de las SNF muestra una evolución temporal de signo opuesto al de la participación de la retribución al trabajo asalariado (el consumo de capital es muy estable en todo el período). En la prepandemia el excedente neto representa el 24,5 por 100 del $VAB + S - I$ de las SNF. Durante la pandemia desciende hasta el mínimo de 14,7 por 100 en el T I 2021 y después vuelve a aumen-

tar en paralelo al descenso en la participación de los salarios; en el T II 2022 el excedente neto de explotación representa el 19 por 100 de la renta de explotación de las SNF, más de 5 puntos porcentuales por debajo de la participación precrisis.

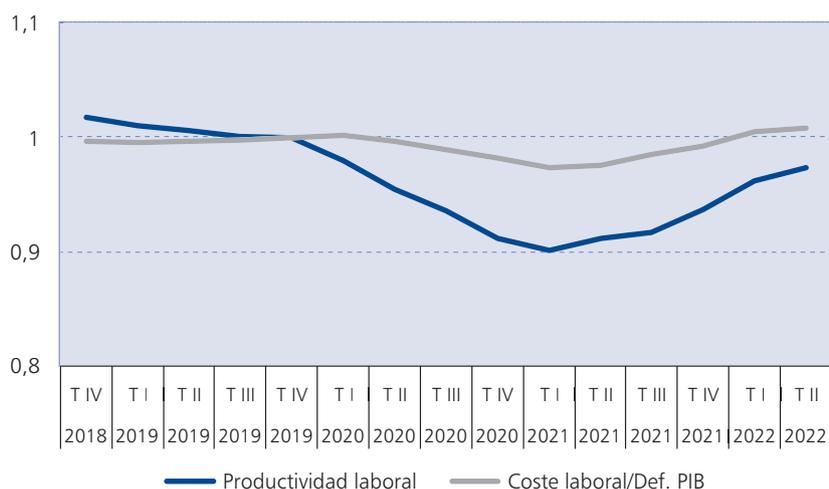
La participación de la remuneración a los asalariados en el valor de la producción se expresa como el cociente entre el coste laboral por trabajador normalizado por el precio de venta, y la productividad aparente del trabajo. Si Q representa la producción del período que se vende al precio unitario p , L es el número de trabajadores y w es el coste laboral por trabajador:

$$\frac{\text{Remuneración Trabajo}}{\text{Valor producción}} = \frac{wL}{pQ} = \frac{w/p}{Q/L}$$

El gráfico 5 muestra la evolución temporal de los componentes de la participación de las rentas del trabajo en las rentas de las SNF en España. La productividad laboral se obtiene dividiendo la participación de las rentas del trabajo por el coste laboral dividido por el deflactor del PIB. La evolución de la participación de las rentas del trabajo en la renta total de explotación de las SNF se explica, sobre todo, por la evolución de la productividad aparente del trabajo (denominador de la ecuación). De hecho, la evolución del coste laboral normalizado por el precio del *output* (numerador de la ecuación) durante la pandemia contribuye a moderar el crecimiento de la participación de las rentas del trabajo. La productividad aparente desciende hasta el 90 por 100 del valor prepandemia en el mínimo del período, T I 2021 y a partir de ese momento aumenta hasta el 97 por 100 del nivel prepandemia en el segundo trimestre de 2022.

GRÁFICO 5

DETERMINANTES DE LA PARTICIPACIÓN DE LAS RENTAS DEL TRABAJO EN EL VAB + S - I: PRODUCTIVIDAD LABORAL Y RATIO DEL ÍNDICE DE COSTE LABORAL DIVIDIDO POR EL ÍNDICE DE PRECIOS (DEFLACTOR DEL PIB), PARA LAS SNF EN ESPAÑA



Fuentes: Elaboración propia según se explica en el texto.

El comportamiento de la productividad laboral durante la pandemia, y también la de la participación de la renta laboral en el VAB de las SNF, se explican por la iniciativa política de los programas ERTE con el objetivo de mantener el empleo a pesar del descenso en la actividad condicionada por las restricciones impuestas por razones sanitarias. Cuando la pandemia pierde virulencia y se recupera la actividad, el trabajo efectivo de los trabajadores ya empleados aumenta, con el consiguiente efecto positivo sobre la productividad laboral. Por otra parte, la moderación en el ritmo de recuperación de la productividad en el T II 2022 podría ser indicativo del freno en la recuperación de la actividad en el contexto de crisis energética, elevada inflación y subidas en el coste de la financiación.

2. Reparto de los recursos generados

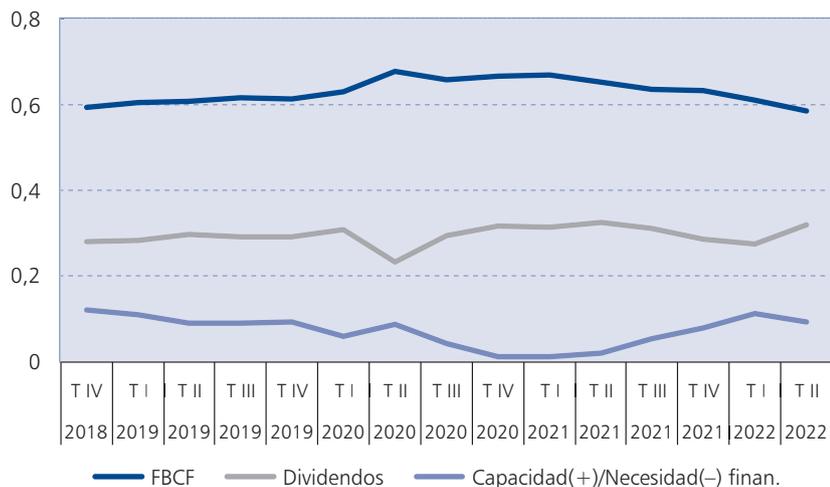
Además del excedente de explotación, las empresas obtienen ingresos en forma de rentas financieras, intereses más dividendos procedentes de los activos financieros del balance, en buena parte contrapartida de los activos invertidos para producir en el exterior. Por otra parte, deben pagar intereses por la financiación de deuda y pagan impuestos sobre los beneficios. El beneficio neto, último renglón de la cuenta de resultados, es el saldo final de ingresos menos costes imputados en el ejercicio. Los recursos generados, calculados como suma de los beneficios netos más el consumo de capital, tienen en cuenta que el consumo de capital es un coste, pero no una salida de fondos para la empresa. En cambio, los gastos por inversión en capital productivo y el pago de dividendos son salidas de fondos

que no computan como costes de la actividad empresarial.

El gráfico 6 muestra la participación de la formación bruta de capital fijo, FBCF, y de los dividendos pagados en los recursos generados por las SNF en España, durante el período de estudio. En la prepandemia, la FBCF representa alrededor del 61 por 100 de los recursos generados, los dividendos pagados el 29 por 100 y el 10 por 100 restante es la capacidad de financiación al resto de la economía. En el T I 2020 irrumpe la pandemia y se produce un descenso en la actividad y en los recursos generados. La inercia en la ejecución de planes de inversión en curso aumenta la participación de la FBCF en los recursos generados. Por otra parte, previsiblemente por motivos de precaución, las SNF reducen los dividendos pagados por encima de lo que se reducen los recursos generados. La inercia en la inversión que coloca la participación de la FBCF en los recursos generados (67 por 100 frente el 60 por 100 en 2019) se mantiene en los doce meses siguientes, hasta el primer trimestre de 2021. Por otra parte, la proporción de fondos generados que se reparten como dividendos vuelve inmediatamente a los niveles de prepandemia e incluso los supera (33 por 100 en el primer trimestre de 2021 frente a 29 por 100 en 2019). En los últimos cinco trimestres, desde el segundo de 2021 hasta el segundo de 2022, la ratio entre FBCF y recursos generados muestra un moderado descenso, incluso después de alcanzar los valores prepandemia (59 por 100 en el T II 2022). Una evidencia adicional a la que proporciona la evolución del nivel absoluto de inversión en

GRÁFICO 6

PROPORCIÓN QUE REPRESENTAN EL GASTO EN FBCF, LOS DIVIDENDOS PAGADOS Y LA CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN (DIFERENCIA ENTRE RECURSOS GENERADOS Y SALIDA DE FONDOS POR INVERSIÓN Y PAGO DE DIVIDENDOS), SOBRE EL TOTAL DE RECURSOS GENERADOS (BENEFICIO NETO MÁS CONSUMO DE CAPITAL) DE LAS SNF



Fuente: Elaboración propia a partir de Contabilidad nacional.

capital (gráfico 2) de que la guerra de Ucrania y sus efectos colaterales habrían interrumpido la recuperación de los indicadores de actividad de las SNF en España a los niveles pre-COVID. No ocurre lo mismo con la ratio de dividendos sobre recursos generados, que se mantiene en valores alrededor del 30 por 100 en todo el período.

3. Evaluación de las pérdidas teóricas por la pandemia y su reparto

Como complemento de la evolución del VAB de las SNF y sus componentes, en el período de estudio, se presenta una estimación de las pérdidas que podría haber ocasionado la pandemia, y de cómo estas pérdidas se reparten entre los trabajadores y entre los accionistas de las sociedades. La estimación consiste en comparar el valor añá-

dido durante los dos años de pandemia, con una estimación conservadora del valor añadido que razonablemente se hubiera producido en esos años si no hubiera habido pandemia. La estimación conservadora es suponer que, de no haber sido por la pandemia, en los años 2020 y 2021, la cuenta de resultados y el cuadro de origen y aplicación de fondos de las SNF en España habría sido la misma que en el año prepandemia de 2019. Es decir, en los cálculos no se tiene en cuenta que en 2020 y 2021 la actividad económica de 2019 hubiera seguido la dinámica de crecimiento positivo, marcada por la fase del ciclo económico (la previsión en 2019 de crecimiento para los dos años siguientes, particularmente en términos nominales).

Para la evaluación de las pérdidas se comparan las cifras de 2020 y de 2021 con las de

2019, para cada partida de la cuenta de resultados y del cuadro de origen y uso de fondos y las diferencias para cada año se suman para obtener un valor total. Los resultados finales se muestran en el cuadro n.º 1. Un valor positivo (negativo) indica que la suma de los valores de la cuenta correspondiente en 2020 y 2021 está por debajo (encima) del que resulta de duplicar el valor del año 2019. Un valor positivo indica pérdida teórica si la partida correspondiente suma en la cuenta de resultados, mientras que significa un ahorro o ganancia teórica si la partida entra restando a la cuenta de resultados.

Por ejemplo, según los datos del anexo, el VAB más subsidios y menos impuestos a la producción de las SNF en 2019 asciende a 654.195 millones de euros corrientes. Por otra parte, según la misma fuente, el VAB de las SNF en el año 2020 fue de 568.493 millones de euros; por tanto, para ese año se estima una pérdida de $654.195 - 568.493 = 85.702$ millones de euros. En 2021, el VAB de las SNF asciende a 611.027 millones de euros corrientes, por lo que la pérdida con respecto a 2019 fue de $654.195 - 611.027 = 43.168$ millones de euros. La pérdida total es, por tanto, $85.702 + 43.168 = 128.870$ que aparece en el primer renglón del cuadro. En términos relativos, $128.870 / 654.195 = 19,77$ por 100. La segunda fuente de rentas para las SNF son los ingresos financieros procedentes de los activos financieros en el balance. Por este concepto las SNF dejan de ingresar, teóricamente, 14.530 millones de euros que sumados a la pérdida de VAB supone una merma total de 143.400 millones de euros corrientes.

CUADRO N.º 1

SUMA DE LAS DIFERENCIAS EN LOS VALORES DE LAS PARTIDAS DE CUENTA DE RESULTADOS Y CUADRO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS EN 2020 Y 2021 CON RESPECTO A LOS VALORES RESPECTIVOS DE 2019 (MILLONES DE EUROS CORRIENTES) Y VALOR RELATIVO CON RESPECTO A 2019

	SUMA DE DIFERENCIAS DE 2020 Y 2021 CON RESPECTO A 2019	PORCENTAJE SOBRE VALOR TOTAL DEL AÑO 2019
<i>Cuenta resultados</i>		
VAB + S - I	128.870	19,7
Remuneración asalariados	28.310	7,5
Beneficio bruto explotación	100.560	36,5
Consumo capital	-14.850	-12,1
Beneficio neto explotación	115.410	75,4
Ingresos financieros	14.530	26,8
BAll	130.319	66,1
Gastos financieros	4.564	40,0
Impuestos	-2.819	-15,2
Beneficio neto	12.8574	76,8
<i>Origen y aplicación fondos</i>		
Recursos generados	11.3724	39,2
FBCF	53.207	29,8
Dividendos repartidos	28.580	33,7
Capa (+) Nece (-) financiación	31.937	118,5

Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional*.

Las SNF se ahorran en los dos años de pandemia, teóricamente, 28.310 millones de euros en gastos de personal, el 7,5 por 100 de los gastos de personal del año 2019. Por otra parte, los consumos de capital en 2020 y 2021 aumentan con respecto a los del año 2019 en 14.850 millones de euros, y en 2020 y 2021 las SNF pagan 2.819 millones de euros más impuestos de los que habrían pagado de mantenerse el valor de 2019; finalmente, las SNF se ahorran teóricamente 4.564 millones de euros en gastos financieros (téngase en cuenta que el consumo de capital, los impuestos y los gastos financieros entran con signo menos en la cuenta de resultados). El saldo neto de todo ello significa una disminución de los beneficios netos teóricos de 128.754 millones de euros, casi el 77 por 100 de

los beneficios netos del año 2019. Si se parte del reparto de pérdidas entre menos salarios para los trabajadores y menos beneficios para los accionistas de las empresas, las pérdidas totales teóricas ascienden a $28.310 + 128.574 = 156.884$ millones de euros. De ellas el 18 por 100 corresponden a menos salarios para los trabajadores y el 82 por 100 repercuten en los accionistas. La diferencia en el reparto de las pérdidas se explica por el comportamiento como coste cuasi fijo de la retribución a los asalariados: el descenso teórico en la remuneración acumulada en los dos años del 7,5 por 100 con respecto al valor de 2019, contrasta con casi el 20 por 100 de contracción teórica en la actividad (VAB). Los programas ERTE habrán tenido mucho que ver en la estabilización relativa del empleo a pesar del fuerte des-

censo en la actividad durante la pandemia.

Las pérdidas teóricas estimadas en los recursos generados se elevan a 113.724 millones de euros corrientes, el 39 por 100 de los recursos generados en 2019 (cuadro n.º 1). La pérdida teórica de FBCF atribuida a la pandemia asciende a 53.207 millones de euros, casi el 30 por 100 de la FBCF en 2019. Por otra parte, las SNF reparten 28.580 millones de euros menos en dividendos de los que teóricamente hubieran repartido sin la pandemia (33,7 por 100 de los dividendos totales pagados en 2019). En todo caso, la disminución relativa más importante, 118,5 por 100, se produce en la partida de capacidad de financiación de las SNF.

La evolución de la actividad de las SNF en 2022 está marcada, sobre todo, por la crisis energética y las tensiones inflacionistas que resultan de ella en medio del conflicto bélico en Ucrania. El impacto de esta situación en la actividad de las empresas es demasiado pronto para poder evaluarlo, aunque, de momento, ya hemos visto que en el primer semestre de 2022 se frena la recuperación y se retrasa en el tiempo el alcanzar los niveles de *output* del año 2019. Lo que sí es una realidad es el impacto en los precios: el deflactor del PIB, que se mantuvo en tasas interanuales de variación del 1,5 por 100 en 2020 y 2021, a partir de septiembre de 2021 inicia un crecimiento acelerado con tasas interanuales de 2,18 por 100 en septiembre de 2021, 3,76 por 100 en diciembre y 3,6 por 100 en junio de 2022. Los aumentos en el deflactor

de la FBCF son aun mayores, respectivamente 4,6 por 100, 9 por 100 y 7,5 por 100.

IV. LAS BASES PARA EL CRECIMIENTO DE LAS SNF EN ESPAÑA

La Unión Europea, y España dentro de ella, afrontan la recuperación después de los daños de la pandemia con un proyecto colectivo, programa *NGEU*, elaborado a partir de un escenario que la guerra en Ucrania, y sus efectos colaterales, ha trastocado seriamente. Los países tratan de adaptarse a un escenario incierto que demanda soluciones a problemas difíciles de conciliar. Entre ellos, responder a los efectos destructivos del cambio climático; responder a la crisis de la energía, que ha obligado a los estados a revisar políticas anteriores, además de complicar la inversión empresarial con el doble objetivo de disminuir la dependencia energética y, al mismo tiempo, reducir las emisiones contaminantes; y llegar a un acuerdo político y social sobre cómo repartir los costes de la crisis, cuando algunos países, entre ellos España, todavía no han recuperado los niveles de actividad previos a la pandemia. En los apartados anteriores se aporta información sobre los flujos de actividad y reparto de rentas y recursos generados, durante la pandemia y en los primeros seis meses del nuevo escenario en plena guerra de Ucrania. En este apartado se pone el foco en la capacidad de crecimiento de las SNF en España, a partir del análisis de los incentivos a invertir.

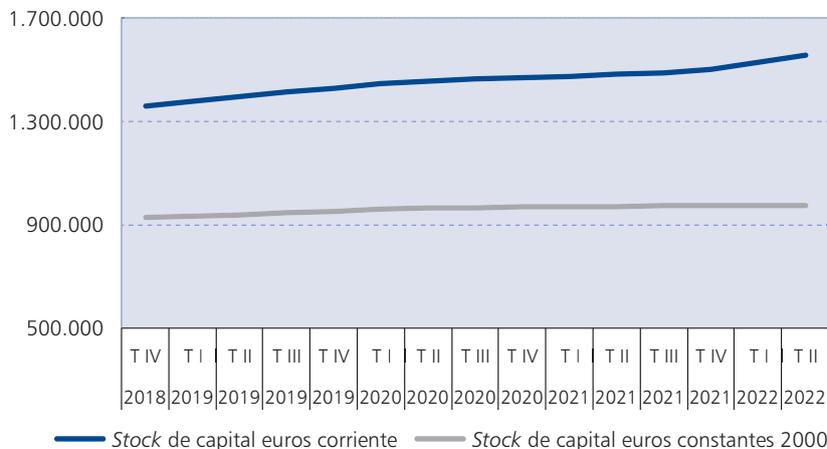
De acuerdo con la evidencia presentada en los apartados anteriores, el volumen de inversión en capital productivo por las SNF

en España en los últimos años se ha contraído notablemente con respecto a los valores pre-pandemia. La menor actividad inversora, unida a la depreciación del capital ya invertido, resultan en una notable reducción en el crecimiento de la capacidad productiva. El descenso en la inversión puede explicarse por el descenso en la actividad productiva, por falta de recursos financieros y por falta de incentivos por la baja rentabilidad del capital en relación con el coste de este. De la evidencia anterior se desprende que la FBCF de las SNF ha estado por debajo del nivel que marca la evolución del VAB y por debajo de las disponibilidades de recursos generados, especialmente en los últimos trimestres (gráfico 6). Veamos ahora qué nos dicen sobre el comportamiento de la inversión los incentivos en forma de rentabilidad del capital.

El gráfico 7 muestra la evolución del *stock* de capital de

operaciones de las SNF en España en el período de estudio, en euros corrientes y en euros constantes del año 2000, calculado por el método de inventario permanente siguiendo la metodología utilizada en Salas Fumás (2022b). Durante los años 2018 y 2019 el *stock* de capital productivo crece tanto en valores corrientes como cuando se valora a euros constantes del año 2000. El *stock* a euros corrientes mantiene el crecimiento positivo durante la pandemia, pero menor, y muestra un repunte en el primer semestre de 2022, explicado por el fuerte incremento en los precios de los activos de capital en ese período (deflactor de la FBCF). El *stock* a euros constantes, el que mejor expresa la evolución de la capacidad productiva real, en 2018 y 2019 crece a tasas anualizadas alrededor del 2.5 por 100. Con la pandemia, el crecimiento se reduce notablemente hasta tasas cercanas a cero o incluso ligeramente negativas. Puede afirmarse, por

GRÁFICO 7
STOCK DE CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS SNF EN ESPAÑA CALCULADO CON EL MÉTODO DE INVENTARIO PERMANENTE
(En millones de euros corrientes y en millones de euros constantes del 2000)



Fuente: Elaboración propia con datos de *Contabilidad nacional*.

tanto, que el *stock* de capital productivo de las SNF en España está prácticamente estancado en el último año.

Los incentivos a invertir y aumentar la capacidad productiva se miden a través de la rentabilidad del capital productivo, ROA (*return on assets*, por sus siglas en inglés), calculada como cociente entre el excedente neto de explotación y el *stock* de capital productivo a euros corrientes. El gráfico 8 muestra la evolución de ROA antes y después de impuestos en el período de estudio. Para el cálculo de la ROA después de impuestos se modifica el numerador de la ratio, calculado ahora como excedente neto de explotación menos los impuestos sobre sociedades (es decir, se supone que los impuestos sobre beneficios han sido generados íntegramente por los beneficios de la actividad productiva, dejando fuera los impuestos sobre beneficios que las SNF podrían

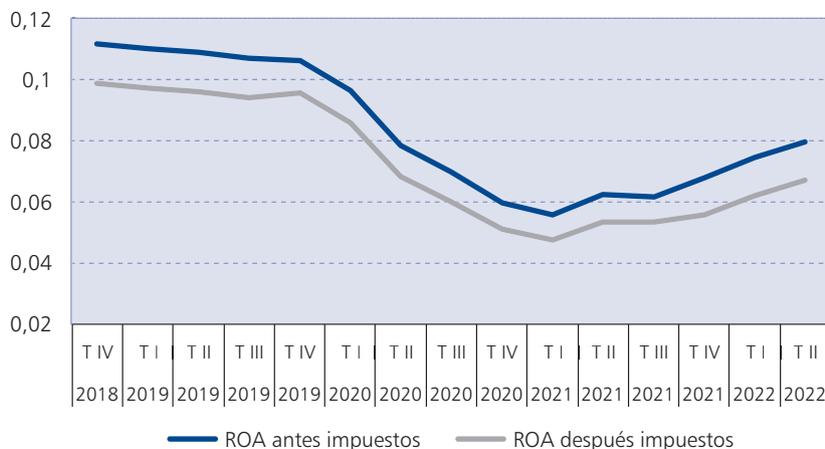
haber pagado por los ingresos financieros).

En los niveles más bajos durante la pandemia la rentabilidad se reduce prácticamente a la mitad de los valores prepandemia (5 por 100 y 10 por 100, respectivamente en términos de ROA después de impuestos). A partir del T II 2021 la rentabilidad se recupera, aunque más lentamente la ROA antes de impuestos que la ROA después. En el segundo trimestre de 2022, último dato disponible, la ROA después de impuestos es el 6,7 por 100, un valor notablemente inferior al 10 por 100 en la prepandemia. Los impuestos sobre beneficios representan entre 1 (durante la pandemia) y 1,3 (en los trimestres de 2019 y 2022) puntos porcentuales. En proporción sobre el excedente neto de explotación, los impuestos representan el 15 por 100 en los trimestres prepandemia, y más del 20 por 100 en los primeros trimestres de 2022.

Este dato es para tener en cuenta en un momento en que se plantea un gran debate sobre la fiscalidad en España.

El gráfico 9 muestra la correlación entre la ROA después de impuestos en $t-1$ y la tasa de crecimiento del *stock* de capital a euros constantes en el período t (anualizada y en porcentaje). Como puede comprobarse, la correlación es alta con tres puntos que quedan relativamente alejados de la línea de regresión, correspondientes a los tres últimos trimestres del período, es decir cuando se deja atrás la pandemia y aparecen las tensiones inflacionistas por el comportamiento de los precios de la energía desestabilizados por la guerra de Ucrania. La evidencia sugiere que las empresas podrían estar incorporando factores adicionales a la rentabilidad esperada en sus decisiones de inversión en capital, como el aumento por la incertidumbre y la subida de los tipos de interés y con ello de los costes del capital. En todo caso, la evidencia preliminar indica que la inversión empresarial está relacionada con la rentabilidad del capital, un dato para tener en cuenta cuando se negocien posibles pactos sobre el reparto de los costes de la crisis.

GRÁFICO 8
RENTABILIDAD DE OPERACIONES, ROA (BENEFICIO NETO DE EXPLOTACIÓN DIVIDIDO POR ACTIVO DE OPERACIONES) DE LAS SNF EN ESPAÑA, ANTES Y DESPUÉS DE DESCONTAR LOS IMPUESTOS SOBRE BENEFICIOS SEGÚN LA CUENTA DE RESULTADOS



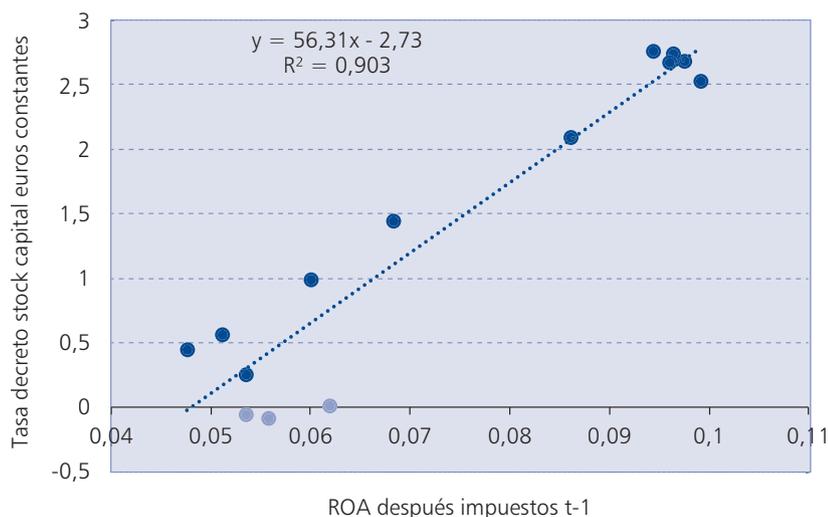
Fuente: Elaboración propia.

V. CONCLUSIÓN Y AGENDA PARA UN PACTO DE RENTAS

Este trabajo describe y analiza la evolución de la actividad de las SNF en España en el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo trimestre de 2022. El período de estudio incluye unos trimestres pre-COVID, los meses en los que la pandemia se manifiesta con toda su intensidad, los meses de paulatina recuperación con fric-

GRÁFICO 9

CORRELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD DEL ACTIVO DE OPERACIONES, ROA EN T-1 DESPUÉS DE IMPUESTOS Y EL CRECIMIENTO (ANUALIZADO Y EN PORCENTAJE) DEL STOCK DE CAPITAL DE OPERACIONES A EUROS CONSTANTES EN T. SNF EN ESPAÑA



Notas: Puntos marcados en azul claro corresponden a los tres últimos trimestres, del T IV 2021 y T I y II 2022.

Fuente: Elaboración propia.

ciones en las cadenas globales de suministros, y el primer semestre de 2022 con la crisis de Ucrania y sus efectos secundarios. El sector de SNF concentra el grueso de la actividad empresarial, sobre todo en formación de capital, y su comportamiento está suficientemente diferenciado del que se observa en el resto de sectores institucionales para justificar un análisis por separado. Los resultados del análisis indican que la pandemia ha significado, además de una pérdida de actividad y creación de riqueza potencial: i) un descenso en la formación bruta y neta de capital de las SNF y el consecuente estancamiento en el stock de capital productivo a los niveles prepandemia; ii) un descenso en la rentabilidad del capital que puede explicar el freno a la inversión por falta de incentivos económicos, en un

período sin restricciones financieras aparentes, al menos para el conjunto de las sociedades; y iii) un reparto de las pérdidas de rentas con respecto a los niveles de 2019 que a corto plazo perjudica relativamente más a las rentas del capital que a las del trabajo, en parte por los mecanismos establecidos de protección del empleo. Los resultados del primer semestre de 2022 indican que las empresas están reduciendo los niveles de inversión por debajo de los que se esperaría en función de la recuperación de la rentabilidad económica, por lo que existen factores adicionales (aumento de costes financieros, freno al crecimiento, incertidumbre general ...) que explican el freno a la inversión.

En suma, la inversión en formación bruta y neta de capital

de las empresas mercantiles no financieras españolas ha evolucionado durante la pandemia por debajo de la senda del VAB. Las SNF han dispuesto de fondos para haber invertido por encima de los niveles a los que se han comprometido en este tiempo y la restricción para no invertir más recursos no ha venido del lado de la falta de financiación disponible para ello. Este mediocre comportamiento inversor de las empresas plantea dos problemas importantes; de un lado, el estímulo de la demanda agregada en este período de dificultades se ha soportado básicamente sobre el comportamiento de las familias (consumo e inversión en viviendas) y del sector público (gasto público) y no por un comportamiento empresarial dinámico. De otro, la falta de intensidad de la inversión, ralentiza el proceso modernizador del capital productivo y la incorporación de nuevas tecnologías y tiene un impacto negativo sobre la productividad y, por tanto, la competitividad de las empresas españolas.

A partir de las señales de alarma que plantea el nuevo entorno geoestratégico en el mundo al que parece que nos dirigimos, y del moderado esfuerzo inversor de las empresas españolas en este período de crisis y recuperación, en este apartado final, se apunta a la inversión en capital, cuantitativa y cualitativamente (magnitud y composición), como una dimensión estratégica clave para responder a las incertidumbres y amenazas que se anuncian. El pacto de rentas que se discute, pero todavía sin principio de acuerdo entre los agentes sociales y el Gobierno, aspira a repartir los daños por la crisis energética y sus impactos sobre la inflación entre trabajadores y capitalistas, de manera

equitativa. Al mismo tiempo, el pacto debe preservar los incentivos privados a invertir y crecer.

Por tanto, según nuestros análisis, la inversión privada con o sin el apoyo de los fondos *NGEU*, y la inversión directa de esos fondos, deben orientarse y asumir como prioridad básica el fortalecimiento y renovación del capital productivo y la mejora de la productividad. Todo ello en un escenario en donde la pandemia deja una inversión privada acumulada en dos años de crisis inferior a la de 2019 en más de 50.000 millones de euros corrientes, el 70 por 100 de la parte de subvención de los fondos *NGEU* asignada a España. Hasta la fecha, el debate público sobre un posible pacto de rentas entre trabajo y capital en España se ha centrado en el reparto del valor añadido, salarios y márgenes, en respuesta a una pérdida inevitable de riqueza nacional consecuencia del incremento en los costes de productos energéticos importados. Cuánto de este incremento se debe trasladar a los precios interiores, y cuánto deben aumentar los salarios para limitar la pérdida de poder adquisitivo por la inflación a la que contribuye la subida de precios de las empresas. La propuesta que se desprende de este trabajo es que la agenda de cuestiones a abordar en el pacto entre capital y trabajo, además del reparto de rentas, contemple también el crecimiento de la inversión orientada a mejorar la productividad de la economía.

En este tercer envite económico después de la parálisis de la pandemia, y el *shock* de suministros en la recuperación, ahora emerge la alta inflación y el aumento de los tipos de interés que dibujan un panorama inquietante pero factible; más

inflación, y después del verano, menos actividad. Esta situación exige actuar, pero conviene reconocer que no existen recetas mágicas para conseguir objetivos ambiciosos de eficiencia y equidad a los que aspira la sociedad española. Y todavía resulta más difícil intervenir sobre un horizonte temporal volátil de corto plazo que marca la situación en la que se encuentran las economías en todo el mundo. La persistencia del *shock* energético y geoestratégico sugiere que hay que combinar desde la perspectiva de las políticas públicas, acciones coyunturales para hacer frente a los efectos más nocivos sobre colectivos vulnerables, con iniciativas más estructurales que modifiquen la situación inicial y los comportamientos e incentivos de los agentes económicos. Además, el grueso del ajuste tendrá que ser soportado por las empresas y los trabajadores así como empleados públicos y pensionistas y, por tanto, habrá que aprovechar y ser innovador a la hora de buscar acuerdos. Se trata de conciliar intereses dispares, pero, en realidad, coincidentes en la necesidad de mantener dos postulados esenciales: la competitividad y la cohesión social. Por ello, además de sumarnos a las recomendaciones generales sobre cómo hacer un mejor uso de los fondos europeos, queremos dejar constancia, una vez más, de algunas recomendaciones que se han venido repitiendo en otros trabajos anteriores (Huerta y Salas, 2014; Andrés y Doménech, 2015; Garcés, García y Huerta, 2016) sobre la relevancia de impulsar cambios cualitativos en la estructura y estrategias de las empresas españolas. Estas innovaciones son necesarias para que la inversión bruta y neta multiplique sus efectos; estimule el aumento

de la capacidad productiva, incorpore las mejores tecnologías disponibles, fomente el ahorro energético y medioambiental, y culmine en mejoras sustanciales de la productividad. La agenda para el debate podría incorporar los siguientes elementos:

- a) Acompañar la inversión en capital digital con otras innovaciones tecnológicas y organizativas que se vinculen con estrategias de creación de valor y diferenciación. Hay que superar las estrategias de bajo coste que muchas empresas desarrollan porque están desfasadas, resultan vulnerables, generan situaciones de bajos salarios y precariedad.

La digitalización, como la tecnología, es un instrumento no un fin en sí mismo. Los diagnósticos indican que predominan entre las empresas españolas los sistemas tecnológicos y de gestión orientados hacia la eficiencia en lugar de hacia la creación de valor y la innovación. El tejido industrial está más centrado en el control de los costes como elemento para competir que en las ventajas competitivas construidas mediante la incorporación de activos intangibles (capital digital, humano, comercial, organizacional...) como impulsores de la diferenciación. Las nuevas tecnologías deben asociarse al desarrollo de nuevas estrategias para actuar y competir.

- b) Invertir en capital humano y capital organizacional para desbloquear la transición hacia una distribución de tamaños empresariales mejor alineada con la de los países más productivos (menos minifundismo). De esta forma se mejora la posición competitiva de las empresas y se

generan empleos de mayor calidad.

Las empresas españolas se enfrentan a restricciones internas (capacidad de gestión, naturaleza y ambición del proyecto empresarial...) y externas (marco regulatorio, financiero, mercado de directivos y fiscal) que dificultan su crecimiento. La proliferación de micro y pequeñas empresas, mayor que en otros países más prósperos, es un freno a la convergencia en productividad y está enquistada en la economía española desde hace mucho tiempo. La convergencia hacia distribuciones de tamaños empresariales de los países más productivos de la UE se retrasa, y con ella la convergencia en productividad. Para conseguir un cambio significativo hacia distribuciones de tamaños empresariales similares a los de los países del entorno a los que se desea acercarse, centro y norte de Europa, es necesario priorizar la inversión en intangibles como la formación específica de los trabajadores en la empresa; la profesionalización en la gestión; la delegación y descentralización de la capacidad de decisión en un marco de relaciones de confianza entre capital y trabajo.

c) Utilizar los fondos *NGEU* para inducir una mayor convergencia del conjunto de empresas hacia el uso de prácticas de gestión avanzadas y modelos de negocio innovadores que son los que utilizan las empresas españolas excelentes que se encuentran en la frontera de la buena gestión.

En España, como en la mayoría de los países, hay un grupo de empresas innovadoras que son líderes en nichos de mercado en el ámbito global. Este grupo se encuentra en la fron-

tera de la productividad porque son empresas que han adquirido habilidades para utilizar herramientas tecnológicas complejas, prácticas de gestión y estrategias avanzadas y gracias a ello consiguen unos excelentes resultados en términos de productividad, calidad de los empleos, presencia en los mercados y rentabilidad. Por otro lado, existe un grupo muy numeroso de empresas, claramente mayoritario, que están lejos de la frontera de la productividad porque desarrollan unas prácticas retrasadas en la administración y gestión de la organización. Los programas de ayudas públicas a las empresas deberían diseñarse, en lo posible, no solo pensando en cómo las empresas mejores desplazan las fronteras de la innovación, sino que deberían ejecutarse para que también se difundan, mejor y más deprisa, las buenas prácticas entre las empresas seguidoras.

d) Contribuir a una cultura de cooperación dentro de las empresas y a un diseño de sistemas de gobernanza que facilite adoptar propósitos más allá de los beneficios económicos. El nuevo gobierno de la empresa debería ser capaz de incorporar sensibilidades medioambientales y sociales en los objetivos empresariales.

Hay una limitada cultura de cooperación interna en las empresas españolas. Están mayoritariamente extendidas las organizaciones muy jerarquizadas para coordinar y gestionar las actividades principales. Las relaciones laborales en las empresas españolas se basan más en la desconfianza y el conflicto que en la confianza y la cooperación. En muchas empresas hay una desconsideración importante

hacia el papel y valor de las personas en el proceso de creación de valor económico y social.

Además, el gobierno de la empresa se ha configurado tradicionalmente con procedimientos, composición y estructuras preparadas para proteger la primacía de los accionistas. El resto de grupos de interés y en particular los trabajadores, han tenido un papel secundario en la gobernanza empresarial. En los últimos años se ha desarrollado un movimiento revisionista a nivel mundial que critica la supremacía de los accionistas en las compañías, y propone una gobernanza con propósito en la que se equilibren los intereses sociales, económicos y medio ambientales en las grandes decisiones empresariales y bajo la máxima transparencia. El poder de influencia que confiere al Estado el control sobre los fondos *NGEU* debería emplearse para sensibilizar la gobernanza empresarial en España a las nuevas tendencias internacionales en la forma de gobernar las compañías.

En definitiva, proponemos una agenda de temas orientada a impulsar la inversión empresarial tanto en su dimensión cuantitativa, de estímulo multiplicador de la demanda agregada, como cualitativa, asociada con la modernización y mejora del capital productivo y el aumento de la productividad de las empresas españolas.

NOTAS

(1) Los gastos de personal del sector de familias y entidades sin ánimo de lucro representan el 8 por 100 del total de gastos de personal de la economía; la evolución de los gastos anualizados, deflactados por el mismo deflactor de coste laboral, muestra un perfil similar al de los gastos deflactados de las SNF, aunque siempre algo más de un punto porcentual por debajo.

(2) Con datos de la EPA trimestrales, el descenso máximo en el empleo asalariado privado durante la pandemia, con respecto a 2019, es un 9,5 por 100 en el IIT 2020. En el T I 2021, el empleo asalariado privado es un 6,5 por 100 inferior al de 2019; en el T IV 2021 la diferencia del valor trimestral con respecto a 2019 se reduce al 0,7 por 100.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J. y DOMÉNECH R. (2015). *En busca de la prosperidad: Los retos de la sociedad española en la economía global del s. XXI*. Ediciones Deusto.
- ARAUJO, J., GARRIDO, J. E., KOPP, E., VARGHESE, R. y YAO, W. (2022). Policy Options for Supporting and Restructuring Firms Hit by the COVID-19 Crisis. *IMF Departmental Paper*, 2022/002.
- BLANCO, R., MAYORDOMO, S., MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021). Impact of the COVID-19 crisis on Spanish firms' financial vulnerability. *Documentos Ocasionales del Banco de España*, n.º 2119.
- DÍEZ, F. J., DUVAL, R., FAN, J., GARRIDO, J., KALEMLI-ÖZCAN, S., MAGGI, C., MARTÍNEZ-PERIA, S. y PIERRI, N. (2021). Insolvency Prospects among Small and Medium Enterprises in Advanced Economies: Assessment and Policy Options. *IMF Staff Discussion Note* 2021/002.
- EBEKE, C. H., JOVANOVIĆ, N., VALDERRAMA, L. y ZHOU, J. (2021). Corporate liquidity and solvency in Europe during COVID-19: The Role of Policies. *Working Paper*, n.º 56. International Monetary Fund.
- HUERTA ARRIBAS, E. y SALAS FUMÁS, V. (2021, diciembre). El desigual comportamiento de los sectores institucionales en la crisis de la COVID-19: implicaciones para la recuperación. *Funcas nota técnica*. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/el-desigual-comportamiento-de-los-sectores-institucionales-en-la-crisis-de-la-covid-19-implicaciones-para-la-recuperacion/
- FERNÁNDEZ, A. e IZQUIERDO, M. (2022). Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: Segundo trimestre de 2022. *Notas Económicas*, 2/2022. Banco de España.
- GARCÉS GALDEANO, L., GARCÍA, C. y HUERTA, E. (2014). El Tamaño de las Empresas y la Calidad del Recurso Empresarial. *Ekonomiaz*, n.º 90, 2.º semestre.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2022a). Private Sector Debt and the Global Recovery. *World Economic Outlook*, Chapter 2, April.
- MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021). La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2020 y 2021 según la Central de Balances. *Boletín Económico del Banco de España*, n.º 4/2021, pp. 3-23.
- PUY, D. y RAWDANOWICZ, L. (2021). COVID-19 and the Corporate Sector: Where We Stand. *VoxEU.org*, 22 June.
- SALAS FUMÁS, V. (2021a, abril). Pérdidas de las empresas por la COVID-19 y ayudas públicas. *Funcas nota técnica*. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/perdidas-de-las-empresas-por-la-covid-19-y-ayudas-publicas/
- SALAS FUMÁS, V. (2022a) Las empresas españolas en la pandemia: situación financiera y perspectivas de recuperación. *Información Comercial Española*, ICE, 125-144.
- SALAS FUMÁS, V. (2022b). *La empresa española: Del Euro a la COVID-19*. Prensas Universitarias: Universidad de Zaragoza.

ANEXO

CUENTA DE RESULTADOS Y CUADRO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS DE LAS SNF 2018-2021

El anexo muestra la cuenta de resultados y el cuadro simplificado de origen y uso de fondos para las SNF en España en los años 2018-2021. La información es de interés en sí misma para conocer con más detalle el comportamiento de los resultados empresariales en España durante la pandemia, y a partir de ella se elabora el cuadro n.º A1 del texto principal.

El VAB de las SNF a euros corrientes crece el 4,7 por 100 anual en 2019 con respecto al año anterior. En 2020 la pandemia supone un descenso en VAB a euros corrientes del 14 por 100. En 2021 el VAB vuelve a crecer en un 8,2 por 100, insuficiente para recuperar el descenso del año anterior. Por ello, el VAB en 2021 es todavía un 7 por 100 inferior al de 2019 en euros corrientes.

CUADRO N.º A1

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS SNF EN ESPAÑA. VALORES ABSOLUTOS EN MILLONES DE EUROS CORRIENTES Y PORCENTAJE SOBRE EL VALOR AÑADIDO BRUTO DEL AÑO CORRESPONDIENTE

	2018	%	2019	%	2020	%	2021	%
VAB	626.692	100	655.976	100	564.380	100	610.687	100
(+Subvenciones-Impuestos)	-1.738	0	-1.781	0	4.113	1	1.366	0
VAB + S - I	624.954	100	654.195	99	568.493	101	612.053	100
Remuneración asalariados	353.892	56	378.512	58	354.325	63	374.389	61
Excedente bruto explotación	-355.630	-57	277.464	42	210.055	37	236.298	39
Consumo capital	118.045	19	122.654	19	126.110	22	134.048	22
Excedente neto explotación	153.017	24	153.029	23	88.058	16	102.590	17
Ingresos financieros	50.611	8	54.200	8	49.835	9	44.035	7
Otros gastos	9.310	1	9.989	2	95.48	2	10.809	2
BAII	194.318	31	197.240	30	128.345	23	135.816	22
Gastos financieros	11.375	2	11.408	2	9.590	2	8.662	1
Impuestos beneficios	21.420	3	18.508	3	16.974	3	22.861	4
Beneficio neto	161.523	26	167.324	25	101.781	18	104.293	17

Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional*.

La participación de la remuneración de los asalariados en el VAB oscila en sentido inverso a la evolución del VAB, consecuencia de la parte fija de los gastos de personal para las empresas. El coste por consumo de capital es prácticamente un coste fijo y, junto a los salarios, contribuye a la volatilidad de los beneficios en el tiempo más marcada que la volatilidad del VAB.

Origen y aplicación de fondos

El cuadro de origen y usos de fondos simplificado del cuadro n.º A2 relaciona los recursos generados con usos de los mismos en financiar la inversión en FBCF y en el pago de dividendos; la diferencia indica la capacidad + necesidad – de financiación de las SNF. El cuadro n.º A2 proporciona la información necesaria para elaborar una parte del cuadro n.º 1 del texto principal.

CUADRO N.º A2

**CUADRO DE ORIGEN Y APLICACIÓN DE FONDOS SIMPLIFICADO PARA LAS SNF EN ESPAÑA. CIFRAS EN MILES DE EUROS CORRIENTES
Y EN PORCENTAJES DE LOS FONDOS GENERADOS EN EL AÑO RESPECTIVO**

	2018	%	2019	%	2020	%	2021	%
Recursos generados	279.568	100	289.978	100	227.891	100	238.341	100
FBCF	166.538	60	178.272	61	152.459	67	150.878	63
Dividendos pagados	78.737	28	84.754	29	72.453	32	68.475	29
Capacidad (+) Necesidad (-) financiación	34.293	12	26.952	9	2.979	1	18.988	8

Fuente: Elaboración propia a partir de *Contabilidad nacional*.

Los recursos generados crecen el 3,7 por 100 en 2019 y disminuyen un 21,4 por 100 en 2020 con la pandemia. En 2021 los recursos generados crecen un 4,6 por 100 con respecto al año anterior, pero, en valor absoluto, los recursos generados en ese año son todavía un 18 por 100 inferiores a los del año 2019. El incremento notable en la participación de la FBCF y de los dividendos en los recursos generados en 2020, podría explicarse por la inercia en los valores de estas variables debido a decisiones de inversión y de reparto de beneficios tomadas en el pasado.