

Relación entre beneficios empresariales y la recuperación de la economía española

Vicente Salas Fumás*

Las políticas de devaluación interna aplicadas recientemente han ayudado a reducir los costes laborales y a mejorar los márgenes empresariales. Los considerables aumentos registrados en España por la ROA, ratio que mide la rentabilidad de operaciones, evidencian que hay oportunidades de inversión rentables en el país.

Este artículo analiza la eficacia de las políticas de devaluación interna aplicadas en España, examinando la evolución de los beneficios empresariales durante la crisis. El análisis se basa en la rentabilidad de operaciones (ROA) y la rentabilidad de los fondos propios (ROE), calculadas a partir de los datos oficiales de la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. En la exposición se propone, por un lado, un análisis de la rentabilidad de los activos fijos destinados a la producción de bienes y servicios en España, con el fin de medir los incentivos para la inversión en capital, mientras por otro lado se analiza la rentabilidad atribuible a los activos financieros, vinculados en su mayoría a inversiones permanentes en el exterior. La ROA se ha incrementado a lo largo de todo el periodo de crisis, apoyada en gran medida por el descenso de los costes laborales, señal de que las políticas de devaluación interna han surtido efecto. Al aumento de los beneficios de las empresas también han contribuido los menores pagos netos en concepto de intereses y del impuesto sobre sociedades. En 2013, la ROA de operaciones en España antes de impuestos fue del 8%, lo que sugiere que se dan las condiciones para una recuperación de la economía española impulsada por el sector empresarial.

Los beneficios empresariales constituyen un indicador económico importante. En determinadas condiciones financieras y macroeconómicas, las variaciones de los beneficios guardan una correlación positiva con las variaciones de la inversión en capital, estimulando o frenando, según el caso, el crecimiento económico. El presente artículo

examina la evolución de la rentabilidad de las sociedades no financieras (SNF) españolas entre los años 2006 y 2013, un periodo en el que la economía española experimentó la recesión más grave de los últimos tiempos en el contexto de la crisis financiera y económica internacional. Una de las explicaciones de que la economía española

* Universidad de Zaragoza.

entrarse en una recesión profunda, sufriendo una enorme pérdida de empleo y una elevada tasa de paro, radica en la pérdida de competitividad internacional registrada por las empresas españolas durante los años de expansión económica subsiguientes a la introducción del euro.

Presumiblemente, una de las consecuencias de dicha pérdida de competitividad fue el descenso de los beneficios empresariales, lo que llevó a las empresas a cerrar actividades no rentables, reducir plantillas y cancelar proyectos de inversión. Como respuesta, las políticas públicas se han orientado a recuperar la competitividad perdida a través de la instrumentación de una devaluación interna, es decir, una deflación de precios y salarios. El Gobierno español ha adoptado numerosas políticas tendentes a ese objetivo, de las que la reforma laboral es solo un ejemplo importante. La devaluación interna será eficaz en reactivar el crecimiento económico si ayuda a que los beneficios empresariales suban y a que se inicie un nuevo círculo virtuoso de crecimiento del empleo y de inversión en capital.

El objetivo de este artículo es analizar la eficacia de dicho proceso de devaluación interna a través de un examen de la evolución reciente y los determinantes de los beneficios empresariales. A partir de dicho análisis, deberíamos poder concluir si la economía española está o no preparada para experimentar una recuperación sostenible impulsada por el sector empresarial. Las dos principales variables utilizadas para este análisis son la rentabilidad de operaciones (ROA) y la rentabilidad de los fondos propios (ROE). Para calcular los ratios se ha recurrido a la información agregada de la cuenta de resultados (ingresos, costes, beneficios) y del balance (activos y patrimonio) del conjunto de SNF españolas. La fuente de los datos para la elaboración de la cuenta de resultados agregada es la Contabilidad Nacional (publicada por el INE), mientras que la información para el balance se ha obtenido de las Cuentas Financieras (publicadas por el Banco de España)¹.

Los resultados del análisis llevan a diferentes conclusiones dependiendo de la variable en la que recaiga el enfoque, la ROA de operaciones o la ROE. Según la ROA, los beneficios de las SNF españolas han aumentado a lo largo del tiempo durante los años de crisis. Esto se debe a que los márgenes crecieron como consecuencia de la reducción del peso relativo de la remuneración a los asalariados en el valor añadido. La ROA refleja la rentabilidad de los activos destinados a la producción en España, y la evidencia derivada de este indicador es que la política de deflación interna ha conseguido reducir los costes laborales y elevar el margen bruto. La ROE es más baja que la ROA de operaciones, y su evolución temporal es más errática. Existen dos razones principales para ello. Una es que la mitad de los activos de las SNF españolas son activos financieros, con una tasa de rentabilidad más baja que la de operaciones. La segunda razón tiene que ver con la evolución de los gastos financieros de la deuda y del impuesto sobre los beneficios, dos partidas que alcanzaron sus valores máximos en los años previos a la crisis. La deuda y los fondos propios se utilizan para financiar de forma indistinta los activos de operaciones y los activos financieros, por lo que las empresas tienen a su disposición el *pool* de flujos de caja generados a partir de ambos tipos de activos, pudiendo destinarlo, por ejemplo, a amortizar deuda, distribuir dividendos o financiar nuevas decisiones de inversión. La ROA de operaciones relativamente elevada en 2013 indica que se dan condiciones favorables para invertir en España, lo que apoya una recuperación impulsada desde el ámbito empresarial, aunque no cabe excluir que las operaciones de desendeudamiento y la nueva inversión compitan por el uso de los fondos generados.

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: en primer lugar se muestra la evolución de los principales epígrafes de la cuenta de resultados agregada para el conjunto de SNF españolas, elaborada a partir de los datos de la Contabilidad Nacional. El apartado segundo está dedicado a presentar los activos y pasivos del balance también agregado para el total de las SNF, elaborado

¹ Para una descripción más detallada y completa de la fuente de los datos, la metodología y los cálculos de las cifras utilizadas en este análisis, véase la publicación del autor <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2436481>

con la información procedente de las Cuentas Financieras. La siguiente sección contiene los resultados del cálculo de las ratios de rentabilidad para los diferentes grupos de activos y los fondos propios. Por último, en el apartado final se discuten los resultados y las principales conclusiones e implicaciones.

Cuenta de resultados

La cuenta de resultados agregada para las SNF españolas en el periodo comprendido entre 2006 y 2013, adaptada a partir de los datos de la Contabilidad Nacional, se muestra en el cuadro 1. Un aspecto importante a tener en cuenta en este análisis es la distinción entre flujos de operaciones y flujos financieros. Los primeros incluyen los renglones desde Producción hasta Beneficio de operaciones, mientras que los segundos incluyen las partidas de Intereses y dividendos percibidos, Rentas de la propiedad y Gastos financieros.

La producción y el valor añadido bruto (VAB) crecieron hasta su valor máximo en 2008, para

descender en años posteriores, de manera que el VAB en 2013 es un 4% inferior al VAB en 2008. El VAB como porcentaje del valor de la producción aumentó del 35% al 37% entre 2007 y 2013, probablemente como consecuencia de la reducción de las importaciones y un aumento de la producción en España. En general, el VAB, que representa la aportación de las SNF al PIB de la economía española, oscila entre el 45% y el 50%.

La remuneración a los asalariados marcó un máximo en 2008 y desde entonces ha seguido una tendencia descendente. En términos relativos, la remuneración de asalariados, que representa un 65% del VAB en los años hasta 2008, desciende hasta un 57% en 2013. El excedente bruto de explotación (EBITDA) toca suelo en 2009 y se recupera a partir de entonces en términos tanto absolutos como relativos. Las contrapartidas a los ocho puntos porcentuales del descenso de la remuneración de asalariados es un aumento de siete puntos porcentuales del peso relativo del excedente bruto de explotación en el VAB; el otro punto se refleja en el incremento en los impuestos sobre la producción. En general, el excedente

Cuadro 1

Cuenta de resultados: SNF españolas

Millones	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Producción a precios básicos	1.330.779	1.416.984	1.445.250	1.393.950	1.399.362	1.405.186	1.383.624	1.358.459
- Consumos intermedios	870.693	926.720	923.134	888.430	887.349	887.949	873.531	855.050
= VALOR AÑADIDO BRUTO	460.086	490.264	522.116	505.520	512.013	517.237	510.093	503.409
+ Subvenciones e impuestos producción	-1.613	-939	-1.093	-1.792	-2.006	-2.244	-3.953	-5.728
- Remuneración de asalariados	294.492	317.289	337.916	321.836	315.103	314.651	299.397	283.473
= BENEFICIO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	163.981	172.036	183.107	181.892	194.904	200.342	206.743	214.208
- Amortizaciones	78.441	84.817	90.824	93.096	95.549	98.319	100.587	102.169
= BENEFICIO DE OPERACIONES	85.540	87.219	92.283	88.796	99.355	102.023	106.156	112.039
+ Intereses y dividendos percibidos	28.411	32.362	36.297	31.609	30.300	30.625	28.353	25.092
+ Otras rentas de la propiedad netas	3.248	5.500	1.375	2.046	1.083	630	881	1.100
= BENEFICIO ANTES I e I	117.199	125.081	129.955	122.451	130.738	133.278	135.390	138.231
- Gastos financieros	36.019	51.984	59.954	32.968	30.477	36.313	32.312	23.015
- Impuesto sobre beneficios	33.813	41.665	25.449	19.793	15.996	15.786	19.742	18.777
= BENEFICIO NETO	47.367	31.432	44.552	69.690	84.265	81.179	83.336	96.439

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de la Central de Balances, 2012, Capítulo 2; Cuentas de los Sectores Institucionales, Sociedades no Financieras, de CN.

bruto de explotación supone aproximadamente el 36% del VAB hasta 2009 y aumenta hasta el 42% en 2013. Las amortizaciones aumentan su peso relativo durante todo el periodo de manera que en 2013 son un 30% mayores que en 2006, reflejando probablemente la pérdida de valor económico de los activos de operaciones durante la crisis. Debido a este aumento de las amortizaciones a mayor ritmo que el VAB, el peso relativo del Beneficio de operaciones sobre el VAB se mantiene estable en torno al 19% hasta 2010 y aumenta hasta el 22% en 2013.

Los ingresos no de explotación de las SNF incluyen los Intereses y dividendos percibidos sobre sus activos financieros y, en menor cuantía, las rentas de la propiedad. Dichos ingresos suponen alrededor del 8% del VAB en 2007 y un 5% en 2013. Esto explica que la proporción del Beneficio antes de intereses y de impuestos sobre el VAB permaneciera bastante estable a lo largo del tiempo, un 26% en 2007 y un 27% en 2012 y 2013. Los Gastos financieros por intereses de la deuda alcanzaron su máximo, de casi 60.000 millones de euros, en 2008, lo que supone un 11% del VAB, y disminuyen hasta un mínimo de 23.000 millones en 2013, el 5% del VAB. Los impuestos sobre sociedades también alcanzan sus cifras más elevadas, absolutas y relativas, en 2007, 8% del valor añadido, para descender en años posteriores y volver a aumentar moderadamente a partir de 2009, de manera que en 2013, dicha partida representa el 4% del VAB.

La variación en el tiempo de los gastos financieros y los impuestos sobre sociedades determina la mayor parte de la variación temporal de los beneficios netos, que pasan de un mínimo de 31.400 millones de euros en 2007, el 6% del valor añadido, hasta un valor tres veces superior, 96.400 millones, 19% del valor añadido en 2013. El último renglón de la cuenta de resultados, el beneficio neto, recupera 13 puntos porcentuales de peso relativo en el valor añadido entre 2007 y 2013, desglosados del siguiente modo: más 8 puntos por pérdida de peso relativo de la remuneración a los asalariados, más 6 puntos por pérdida de peso relativo de los gastos financieros, y

más 4 puntos por pérdida de peso relativo de los impuestos sobre sociedades; menos 3 y 2 puntos respectivamente por mayores amortizaciones e impuestos sobre la producción, y menos 2 puntos por menores intereses y dividendos percibidos.

El aumento del peso relativo del beneficio neto en el valor añadido entre 2007 y 2013, de trece puntos porcentuales, se desglosa del siguiente modo: más 8 puntos por pérdida de peso relativo de la remuneración a los asalariados, más 6 puntos por pérdida de peso relativo de los gastos financieros y más 4 puntos por pérdida de peso relativo de los impuestos sobre sociedades; menos 3 y 2 puntos respectivamente por mayores amortizaciones e impuestos sobre la producción y menos 2 puntos por menores intereses y dividendos percibidos.

Activos y pasivos

El balance de situación agregado de las SNF en España para los años entre 2006 y 2013 se presenta en el cuadro 2, tanto en cifras absolutas como relativas respecto a los activos totales. Por el lado de los activos, se hace una distinción entre Activos de Operaciones, es decir, inmovilizado material (edificios, maquinaria y bienes de equipo) y Activos corrientes (efectivo, existencias y créditos comerciales del activo, o clientes, menos créditos comerciales del pasivo, o proveedores), destinados a producir bienes y servicios en España, y Activos Financieros, que incluyen inversiones financieras a largo y corto plazo de las SNF, excluidos los depósitos bancarios (por entender que los depósitos de las empresas en los bancos estarán en parte ligados a préstamos bancarios). En su mayoría, el resto de los activos financieros consisten en inversiones permanentes en filiales y otras empresas participadas en el exterior. Por tanto, la Deuda con coste explícito en el balance del cuadro 2 es igual a la deuda bruta menos los créditos a pagar y menos los depósitos bancarios. Los fondos propios se obtienen por diferencia entre el total de activos y la deuda con coste. La

Cuadro 2

Balance de situación: SNF españolas

2a. Valores absolutos en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activo Operativo	1.249.335	1.409.100	1.449.339	1.385.433	1.375.123	1.373.814	1.360.264	1.374.146
Activo Financiero	1.239.440	1.426.424	1.380.852	1.272.061	1.293.988	1.353.840	1.372.075	1.418.387
Activo Total	2.488.775	2.835.524	2.830.191	2.657.494	2.669.111	2.727.654	2.732.339	2.792.533
Deuda con Coste	898.616	1.095.492	1.232.029	1.273.325	1.287.669	1.306.971	1.258.921	1.176.044
Fondos Propios	1.590.158	1.740.032	1.598.162	1.384.169	1.381.443	1.420.683	1.473.418	1.616.489
Pasivo Total	2.488.774	2.835.524	2.830.191	2.657.494	2.669.111	2.727.654	2.732.339	2.792.533

3b. Valores relativos

Activo Financiero/ Activo Total	50%	50%	49%	48%	48%	49%	50%	51%
Deuda con Coste/ Pasivo Total	36%	39%	44%	48%	48%	48%	46%	42%

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de la Central de Balances 2013 y Cuentas Financieras, varios años.

deuda y los fondos propios financian de forma indistinta los activos de operaciones y los activos financieros².

Los activos y pasivos totales de las SNF en España alcanzan su cifra más elevada, por encima de 2,8 billones de euros, en los años 2007 y 2008, tras un periodo de fuerte crecimiento tanto de los activos de operaciones como, sobre todo, los activos financieros. En 2009, con la irrupción de la crisis, los activos totales disminuyen un 6% respecto a su valor en 2008, pero vuelven a incrementarse en años siguientes, de modo que los activos totales en 2013 son solo un 3% más bajos que en 2008. La volatilidad en el tiempo del valor de los activos financieros es mayor que la de los activos de operaciones. Por el lado del pasivo, los fondos propios de las SNF alcanzan un máximo de 1,74 billones de euros en 2007 y desde ahí descienden hasta un mínimo de 1,38 billones de euros, o sea, un 20% más bajos, en 2010. No obstante, en 2013, el valor de los fondos propios vuelve a crecer y se acerca al de 2007.

Los importes totales de los activos de operaciones y financieros de las SNF en España son muy

similares durante todo el periodo 2006-2013, representando cada uno cerca del 50% de los activos totales, con muy escasas variaciones año a año. La deuda con coste de las SNF, tal como se ha calculado en este trabajo, representa el 36% de los activos y pasivos totales en 2006, antes de la crisis, y alcanza un máximo del 48% de los activos y pasivos totales durante los años 2009 a 2011. En 2013, la ratio de deuda con coste sobre pasivo es del 42%, seis puntos porcentuales más baja que su cota máxima alcanzada, pero aún seis puntos por encima de la de 2006. La disminución de la deuda con coste en 2013, tanto en términos absolutos como relativos, es consecuencia del proceso de desendeudamiento de las SNF en España, que se ve reflejado también en la evolución del peso de la deuda de las sociedades no financieras en el PIB de España.

Ratios de rentabilidad

En esta sección emparejamos los beneficios del cuadro 1 con los activos y pasivos del cuadro 2 para obtener los ratios de rentabilidad correspondientes

² Las Cuentas Financieras consignan los activos a su valor de mercado actual estimado en el caso de los activos financieros, y a precios de reposición en el de los activos de operaciones. La diferencia con la contabilización de los activos que realizan las cuentas empresariales es que estas últimas utilizan principalmente costes históricos o valores de adquisición. En el cuadro 2, las variaciones temporales en el valor de los activos contabilizados y los fondos propios incluyen cambios estimados en los valores de mercado.

a los activos (ROA) y a los fondos propios (ROE). Las SNF españolas obtienen beneficios de las actividades ordinarias que desarrollan en España, a los que en este trabajo se identifica como Beneficios de operaciones, y perciben intereses y dividendos de sus inversiones financieras. Al disponer de información separada para el flujo de beneficios y para el *stock* por cada tipo de activo (de operaciones y financieros), en primer lugar se calculan por separado los ratios de rentabilidad para cada tipo de activo y, a continuación, para los activos totales de balance. Por su parte, la ROA de operaciones se descompone a su vez en contribución a la ROA del *margen*, definido como Beneficio de operaciones/Valor añadido neto, y contribución a la ROA de la rotación del capital o *productividad del activo*, definida como Valor añadido neto/Activos de operaciones. De ese modo, la ROA de operaciones = Beneficio de operaciones/Activo de operaciones. Por último, la ROA de activos financieros es igual a Intereses y dividendos percibidos/Activo financiero neto.

Los resultados de estos cálculos se muestran en las seis primeras líneas del cuadro 3. La ROA de operaciones es del 6,8% en 2006 y disminuye en 0,4 puntos porcentuales en los siguientes tres años; posteriormente, se recupera y alcanza un máximo del 8,2% en 2013. La totalidad de la evolución al alza de la ROA en 2013 respecto a 2007 se debe a la evolución del margen, que pasa del 21,5% en 2007 al 28,1% en 2013. El valor añadido neto por cada euro invertido en activos de operaciones, es decir, la productividad, se mantiene prácticamente estable en torno al 30% durante todo el periodo (a esto contribuye el hecho de que los activos de operaciones se valoran a precio de reposición).

En cuanto a la ROA de los activos financieros, su valor es sensiblemente inferior al de la ROA de operaciones, oscilando entre el máximo de 2,6% en 2008 y un mínimo de 1,8% en 2013. Esta cifra podría representar la banda inferior de la rentabilidad de los activos financieros de las SNF españolas, excluidos los cambios en el valor de mercado, ya que los activos financieros en el balance de la matriz española constituyen derechos económicos

sobre activos operativos pertenecientes a filiales y empresas en el extranjero. Los intereses y dividendos percibidos por las matrices españolas de dichas filiales y empresas extranjeras representarán solo una parte de los beneficios generados por los activos operativos en los que se hallan invertidos los fondos que tienen como contraparte los activos financieros en balance de las SNF. El resto de los beneficios podrá ser retenido por las empresas fuera del territorio nacional.

Una posible explicación de la inferior rentabilidad de los activos financieros respecto a los de operaciones es que los intereses y dividendos percibidos por la matriz española de sus filiales extranjeras solo representan una parte del beneficio generado por los activos operativos correspondientes en el extranjero. El resto de los beneficios podrá ser retenido por la filial.

La ROA total, es decir, el cociente entre BAIT y activo total, es igual a la suma de la ROA de operaciones y la ROA de activos financieros. Puesto que el activo total se reparte a partes casi iguales entre los Activos de Operaciones y los Activos Financieros, la ROA total es aproximadamente igual al promedio de las dos ROA (los ingresos de propiedades suponen una cifra poco significativa). Como se observa en el cuadro 3, la evolución temporal de la ROA total muestra bastante estabilidad en torno a una horquilla del 4,5% al 5%. Si la ROA total se calculase neta de impuestos sobre sociedades, la ROA después de impuestos mostraría un valor particularmente bajo en 2007, inferior al 3%; según el cuadro 1, los impuestos sobre sociedades alcanzan un máximo en 2007 e inician una senda descendente a partir de entonces.

Las dos últimas filas del cuadro 3 reflejan el coste medio de la deuda, es decir, Gastos financieros por intereses/Deuda con coste, y la ROE, Beneficio neto/Fondos propios. El coste medio de la deuda aumenta del 4,1% en 2006 al 4,9% en 2008, y disminuye notablemente a partir de entonces hasta un mínimo del 2,2% en 2013. El periodo con un coste medio de la deuda rela-

Cuadro 3

Ratios de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre fondos propios (ROE). SNF españolas

Porcentaje	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ROA Operaciones	6,2	6,2	6,4	6,4	7,2	7,3	7,8	8,2
Margen	22,4	21,5	21,4	21,5	23,9	24,4	25,9	28,1
Rotación	30,5	28,8	29,8	29,8	30,3	29,9	29,9	28,5
ROA Activo Financiero	2,3	2,3	2,6	2,5	2,3	2,3	2,1	1,8
ROA Total	4,7	4,4	4,6	4,6	4,9	4,8	4,9	5,1
ROA Total después impuestos	3,4	2,9	3,7	3,9	4,3	4,3	4,2	4,5
Coste medio deuda	4,1	4,7	4,9	2,6	2,4	2,8	2,6	2,2
ROE	3,2	1,8	2,8	5,1	6,1	5,6	5,6	6,1

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe de los cuadros 1 y 2.

tivamente alto coincide con los años en que el BCE endureció la política monetaria elevando sus tipos de interés oficiales. Cuando la crisis se hizo patente, el BCE modificó su política monetaria y los tipos de interés oficiales bajaron hasta valores sin precedentes, donde continúan aún hoy en día. Las cifras sobre los costes medios de la deuda del cuadro 3 se verán afectadas por los tipos de interés aplicados entre la matriz y sus filiales en las operaciones intergrupo. También son más bajas que los tipos de interés pagados por la mayoría de las SNF pequeñas y medianas en España en los nuevos préstamos bancarios y emisiones de deuda durante el periodo comprendido entre 2010 y 2013.

El apalancamiento financiero y los impuestos sobre sociedades introducen una elevada volatilidad en la evolución de la ROE, que oscila entre un mínimo del 1,8% en 2007 y un máximo del 6,1% en 2010 y 2013. La ROE en los años 2006-2008 es inferior a la ROA total después de impuestos, debido a que durante esos años la ROA total se sitúa por debajo del coste medio de la deuda, es decir, se produce una situación de apalancamiento financiero negativo. Entre 2009 y 2013, el apalancamiento financiero es positivo, lo que da lugar a una ROE superior a la ROA total después de impuestos, alcanzando un valor cercano al 6% anual.

Discusión de los resultados

Los beneficios netos de las SNF en España descendieron hasta un mínimo de 31.400 millo-

nes de euros en 2007, año de inicio de la crisis, y se situaron en un máximo de 96.400 millones de euros en 2013, coincidiendo con varios trimestres de tasas de crecimiento positivo del PIB. En términos de flujos de fondos generados y utilizados, en 2007 las SNF incurrieron en un déficit (diferencia negativa entre los fondos generados y utilizados) de 123.600 millones de euros, un 25% de su VAB; en 2013, el sector empresarial contribuyó a la financiación del resto de sectores económicos con 35.800 millones de euros, un 7% de su VAB. El grueso de esta diferencia procede de una reducción de 63.000 millones de euros de la formación bruta de capital, y de un incremento de los fondos generados, es decir, de los beneficios netos más amortizaciones, de 82.000 millones de euros. Si la hipótesis de que la inversión es sensible a la evolución de la rentabilidad de la inversión es correcta, los menores beneficios anticiparon un descenso de la inversión en los años siguientes a 2007, y el incremento de los beneficios en los últimos años anticipa la recuperación de la inversión empresarial. Además, el sector empresarial en su conjunto genera un excedente de tesorería para financiar inversión en capital adicional con fondos generados internamente.

Uno de los principales factores que explican la recuperación de los beneficios empresariales ha sido el incremento de los beneficios de operaciones, es decir, de las actividades de producción y ventas en España y desde España, por parte de las SNF. Dicho incremento de los beneficios de operaciones es consecuencia de la pérdida de peso

relativo (ocho puntos porcentuales) de la remuneración a los asalariados en el valor añadido de las SNF entre 2007 y 2013, y su contraparte en forma de incremento del beneficio bruto de explotación. La inflación de precios medida por el deflactor del PIB ha sido prácticamente cero durante los años de la crisis; los salarios han experimentado incrementos nulos o moderados, y la productividad de la mano de obra ha ido en continuo ascenso. El incremento del beneficio bruto de explotación se explica entonces íntegramente por el descenso de los costes laborales unitarios.

Si la hipótesis de que la inversión es sensible a la evolución de la rentabilidad de la inversión es correcta, los menores beneficios anticiparon un descenso de la inversión en los años siguientes a 2007, y el incremento de los beneficios en los últimos años anticipa la recuperación de la inversión empresarial.

En general, durante los años de la crisis, la economía española ha registrado tasas de inflación más bajas que otros países de la zona del euro, y los costes laborales unitarios han disminuido a mayor ritmo que en otros países centrales del euro. Así, la evolución de los indicadores de competitividad de los precios y los costes laborales unitarios ha contribuido a restablecer la competitividad exterior, al tiempo que los beneficios empresariales se embarcaban en una senda ascendente. El proceso de devaluación interna ha arrojado los resultados deseados.

La evolución de los indicadores de competitividad de los precios y los costes laborales unitarios ha contribuido a restablecer la competitividad exterior, al tiempo que los beneficios empresariales se embarcaban en una senda ascendente. El proceso de devaluación interna ha arrojado los resultados deseados.

Sin embargo, esta explicación del beneficio de explotación oculta un importante efecto compo-

sición. En 2007, el valor añadido y el empleo en actividades relacionadas con la construcción representaban un 15% del valor añadido y el empleo en la economía española. En 2013, dichos porcentajes se habían reducido a la mitad. Los 1,5 millones de empleos perdidos en el sector de la construcción durante este periodo equivalieron a cerca del 15% del empleo total en el sector empresarial. En una situación de equilibrio estacionario, el beneficio bruto de explotación viene determinado por factores tecnológicos (tecnologías de producción más o menos trabajo-intensivas), el poder de mercado de las empresas y su poder negociador frente a los trabajadores en el mercado de trabajo. Si las actividades interrumpidas en el sector de la construcción son más intensivas en trabajo que la media del resto de la economía, la importante contracción habida en el sector de la construcción explicaría por sí sola parte del aumento de los beneficios empresariales por un puro efecto composición.

Pero el incremento del beneficio bruto de explotación derivado del descenso de los costes laborales unitarios no es el único factor explicativo del aumento de los beneficios empresariales. Por un lado, el aumento del beneficio bruto se vio compensado por unas mayores amortizaciones y deterioros de los activos operativos, probablemente también como reflejo de la pérdida de valor económico durante la crisis, por lo que la contribución del beneficio neto fue inferior que la del beneficio bruto. Por otro lado, comparados con sus valores en 2007, la suma de gastos financieros e impuestos sobre sociedades en 2013 se había reducido en 52.000 millones de euros, la misma cantidad en que se redujo la remuneración a los asalariados entre 2008 y 2013 (cuadro 1). Al comienzo de la crisis, el BCE, al igual que otros bancos centrales, se encontraba inmerso en un proceso de elevación de los tipos de interés oficiales, que tuvo como corolario un encarecimiento del coste de la deuda para las empresas. Las altamente endeudadas SNF en España experimentaron un aumento sustancial de los gastos financieros por intereses y un descenso correlativo de sus beneficios netos. El incremento de la carga financiera de la deuda también coincidió con años récord de impuestos sobre sociedades.

Un punto importante que se deriva de lo expuesto anteriormente es que las conclusiones sobre la dinámica de la rentabilidad de las SNF en España divergen dependiendo de si nos fijamos en la ROA de operaciones o en la ROA del activo total, es decir, la suma de activos de operaciones y activos financieros. La contabilidad nacional solo consigna como contribución al PIB del país por parte de las SNF los intereses y dividendos percibidos por los activos financieros incluidos en el balance de la matriz española. El valor añadido producido por las filiales y empresas extranjeras y los beneficios retenidos en ellas no computan como parte del valor añadido de las empresas al PIB de la economía española. El resultado final es que la ROA de los activos totales infraestima el retorno sobre los activos destinados a actividades de producción y ventas en España y desde España. En otras palabras, a la hora de evaluar el atractivo de invertir en activos utilizados para la producción en España y la venta desde España, el indicador relevante es la ROA de operaciones, no la ROA del activo total. En 2013, la primera es sensiblemente mayor que la segunda, y su nivel del 8,2% para este año y su tendencia temporal constituyen una base sólida para una recuperación sostenida.

La dualidad entre activos de operaciones y financieros de las SNF también tiene implicaciones para la correcta evaluación de las ratios de endeudamiento. El indicador estándar de deuda de las SNF sobre PIB o VAB del sector empresarial excluye del denominador el valor añadido en las filiales en el extranjero y los beneficios retenidos en ellas, mientras que la deuda del numerador está respaldando activos que contribuyen a la producción, el valor añadido y los beneficios de las filiales. La deuda sobre el activo total es un indicador preferible de endeudamiento que la deuda sobre PIB, con los activos valorados a precios de mercado, porque la deuda y los activos son resultado de decisiones de inversión y financiación tomadas al mismo tiempo. El cociente de deuda empresarial sobre PIB de las SNF en España muestra una tendencia ascendente y alcanza valores absolutos por encima de los observados en otros países, subrayando la necesidad de un rápido desendeudamiento. En los

últimos años, la ratio de deuda sobre activo total, cuadro 2, se sitúa por encima de los valores históricos pero el incremento en el tiempo de dicha ratio es mucho menos acusado que el de la ratio de deuda empresarial sobre VAB.

En términos de expectativas de futuro, lo que se desprende del análisis de la rentabilidad de las SNF en España es que la inversión en formación bruta de capital volverá a aumentar. Las cifras de la contabilidad nacional dan un máximo de formación bruta de capital de 180.000 millones de euros en 2007 y un mínimo de 118.000 millones en 2013, que apenas cubre el consumo de capital medido por la cifra de amortizaciones. Para el conjunto de la economía, sumando los sectores empresarial y no empresarial, la contabilidad nacional muestra una tasa de crecimiento positivo de la inversión en bienes de equipo y maquinaria durante el último año y medio. Aunque el dato de inversión en capital para las SNF no desglosa la inversión en maquinaria y equipo del resto de inversiones, parece razonable suponer que la mayor parte de esta inversión haya tenido lugar en el sector empresarial.

Conclusión

Las políticas de devaluación interna conseguirán su objetivo de contribuir a la recuperación económica si la reducción de los costes laborales y el aumento de los beneficios acaban traducándose en inversión y empleo. La evolución de los beneficios empresariales será, en tal caso, un importante indicador para valorar la eficacia de las políticas de devaluación interna y las perspectivas para la inversión en capital. La información relativa a la cuenta de resultados y el balance de situación agregados para las SNF en España correspondiente al periodo 2006-2013 examinada en este trabajo sugiere que las políticas de devaluación interna han dado los resultados buscados y que la economía española se encamina hacia una senda de recuperación impulsada por las empresas. El análisis también confirma la conveniencia de distinguir entre el retorno de las operaciones en España y el retorno total de las operaciones en España y

el extranjero a la hora de valorar las perspectivas para la inversión empresarial en España utilizando datos de la Contabilidad Nacional. La distinción es también relevante al analizar el endeudamiento del sector empresarial utilizando la ratio deuda sobre PIB o la ratio deuda sobre activo total. En este sentido, el análisis presentado sugiere que el nivel actual de la ratio de deuda sobre activo total de las SNF en España es compatible con la utilización del excedente de fondos generados para reforzar la inversión, en lugar de para reducir el endeudamiento cancelando deuda en vigor.

La rentabilidad empresarial es una condición *sine qua non* para la inversión y el crecimiento. Los beneficios son una fuente de financiación que, juntamente con la deuda, brindan los fondos necesarios para respaldar la inversión. La disponibilidad de crédito es importante para financiar proyectos

de inversión rentables, pero la evidencia sobre exceso de orígenes respecto a aplicaciones de fondos declarada por las SNF en España en 2013 indica que el sector empresarial tiene a su disposición fondos generados internamente para financiar inversiones adicionales de más de 30.000 millones de euros. La ROA del 8% de los activos de operaciones en España se estima suficientemente alta para anticipar oportunidades rentables de inversión en España financiadas con beneficios retenidos, así como con deuda adicional si ello fuese necesario. Obsérvese que dicha inversión en proyectos rentables no es incompatible con la reducción de los ratios de endeudamiento del sector empresarial en España si la financiación de la inversión nueva se realiza con una proporción de fondos propios superior a la que se utilizó, de media, para financiar inversiones pasadas.