

Crecimiento y competitividad de la empresa española: evolución reciente y perspectivas*

Jorge Rosell Martínez**

El crecimiento de la economía española en los años previos a la crisis se apoyó en unos costes de los factores, trabajo y capital, decrecientes, que llevaron a medidas de productividad también decrecientes. Superada la fase más aguda de la crisis que tuvo lugar de 2009 a 2014, desde 2015 se está recuperando el crecimiento de la actividad y, al contrario de lo ocurrido en los primeros años del periodo, son las exportaciones y las manufacturas las que crecen con más fuerza, se incrementa la productividad y las rentas crecen en términos reales. Actualmente, las empresas se han desapalancado y tienen capacidad de autogenerar financiación, pero el escenario de costes laborales y del capital en niveles históricamente bajos no se sostendrá mucho tiempo. Las empresas tienen el reto de crecer en un entorno de salarios y tipos de interés reales crecientes, lo que únicamente es posible con mejoras de eficiencia.

Este trabajo presenta y analiza los resultados de la empresa española en el periodo 1999 a 2016 utilizando la información pública de la Central de Balances del Banco de España (CBBE). El objetivo final es ofrecer conclusiones relevantes acerca de la competitividad de la economía española a partir de la información agregada de sus empresas, cubriendo el análisis desde la anterior fase expansiva, hasta la prolongada crisis y reciente inicio de la recuperación. En esa dirección es relevante conocer, en primer lugar, cuál fue el modelo de crecimiento de las empresas antes de la crisis económica. En segundo lugar, interesa conocer cómo una crisis de naturaleza financiera y de tan larga duración e intensidad ha afectado a la estructura económica de las

empresas. En tercer lugar, se describe el modelo de crecimiento que las empresas españolas están adoptando durante los recientes años de crecimiento de la producción agregada y el empleo. A partir de este análisis de los últimos años, se pueden extraer lecturas acerca del modelo de crecimiento que podrá producirse en los próximos años.

Metodológicamente, el presente artículo se aprovecha del detalle que la información contable ofrece a la hora de analizar las decisiones empresariales, frente al uso de los agregados macroeconómicos para este fin. El manejo de la información contable para el análisis económico requiere de una metodología que, por un lado, permita aislar

* El autor agradece la financiación del proyecto ECO2016-77843-P (AEI/FEDER, UE) y del Grupo de investigación COMPETE S52_17R (Gobierno de Aragón/ FEDER, UE). Una versión más amplia de este artículo, en Rosell (2018).

** Universidad de Zaragoza.

las decisiones y resultados relevantes desde el punto de vista económico. Y, por otro, que permita una adecuada valoración tanto del capital utilizado, como de los rendimientos obtenidos. Esta metodología se ha adaptado de la descrita previamente en trabajos como Salas, Rosell y Delgado (2016) respecto al modelo de empresa y Salas (1992) respecto al análisis de la información contable. En este estudio se sigue un esquema conceptual inspirado en el proceso de toma de decisiones y en los resultados obtenidos por la empresa que trata de hacer máximo su valor presente y en función de ello toma sus decisiones de inversión (crecimiento). Bajo determinados supuestos simplificadores, ese tipo de decisiones son equivalentes a las de una empresa que maximiza su beneficio económico. La metodología aplicada permite leer e interpretar la información contable de las empresas en clave económica, lo cual homogeneiza la forma de presentar e interpretar los hechos con la forma que es habitual en el seguimiento de los datos macroeconómicos. Además, permite la incorporación de conceptos con un significado económico que no son inmediatos desde los puros datos contables de las empresas, como por ejemplo el coste de uso del capital y el beneficio económico. El análisis se aplica a la muestra total de empresas y al corte de empresas manufactureras, en el que de manera más evidente se observan los efectos de la competitividad por su mayor apertura a la competencia exterior.

Nota metodológica

La CBBE (Banco de España, 2017) se nutre principalmente de la información que las empresas elaboran como parte de sus estados contables, balance y cuenta de resultados. La información primaria que recoge la Central se refiere a la empresa individual, pero la que se hace pública se difunde en formatos agregados por sector de actividad, clases de tamaño y propiedad pública y privada. El Suplemento Metodológico de la CBBE contiene sucesivas notas donde puede encontrarse una descripción precisa de los procedimientos seguidos para obtener la información primaria, su depuración y poste-

rior presentación en los informes que acostumbran a ver la luz durante el mes de noviembre de cada año. En Ramírez, Rosell y Salas (1994) se detallan los procedimientos de adaptación de la información contable al análisis económico de la empresa que se aplica en el presente artículo.

Utilizando datos directamente de las empresas se asegura una mayor homogeneidad entre las partidas utilizadas en los análisis. Esto ocurre por ejemplo con la utilización de los activos en el balance de las empresas como medida del *stock* de capital empleado. Segundo, la CBBE permite analizar la evolución de los agregados económicos para diferentes agrupaciones de empresas, por sectores de actividad, con lo cual, a pesar de la agregación de los datos, podemos centrar nuestra atención en colectivos que quedan desdibujados en estudios de carácter macro. En este sentido, este trabajo distingue el sector de manufacturas y el total de la muestra. Las empresas manufactureras constituyen el colectivo más expuesto a la competencia exterior y un buen termómetro para analizar la competitividad de la empresa (economía) española. La muestra de empresas manufactureras (industria excluida energía) representa alrededor del 6% del VAB español, pero alrededor del 30% del VAB de las manufacturas.

Resultados empresariales

De acuerdo con el modelo económico, una empresa que maximiza su valor tomará decisiones de crecimiento (típicamente de inversión) cuando la rentabilidad de las inversiones actuales supera sus costes de oportunidad, pues ese crecimiento producirá en tal caso una contribución positiva al valor¹. Lo contrario hará (desinversión o decrecimiento) cuando la rentabilidad de los activos sea inferior a su coste de oportunidad. Por ello, el enfoque del presente apartado es estudiar los rendimientos empresariales previamente al crecimiento de las empresas.

¹ Es un supuesto simplificador, pues sería la rentabilidad marginal de las inversiones la que debiera superar los costes marginales del capital (Tobin, 1969).

La medición contable del beneficio omite costes importantes implícitos como la pérdida de poder adquisitivo de los activos monetarios o de la deuda debido a la inflación, o el coste de oportunidad de los capitales propios. La incorporación de dichos costes generaría muchos errores al hacerlo de manera individual para cada empresa, pero es factible hacerlo para los datos de grandes agregados empresariales para los que los deflatores de la economía o la prima de riesgo media resultan más representativos.

Desde 2009 hasta 2014, el agregado de las empresas se encuentra en pérdidas económicas y no se recuperan tasas superiores al 1% hasta el año 2016. A pesar de que ese último año, 2016, la rentabilidad medida con criterios contables es menor que la del año 2008, en términos económicos es algunas décimas superior (1,4% en 2016 frente a 1,15% en 2008).

El gráfico 1 presenta las tasas de rentabilidad de los activos de explotación, obtenidas exclu-

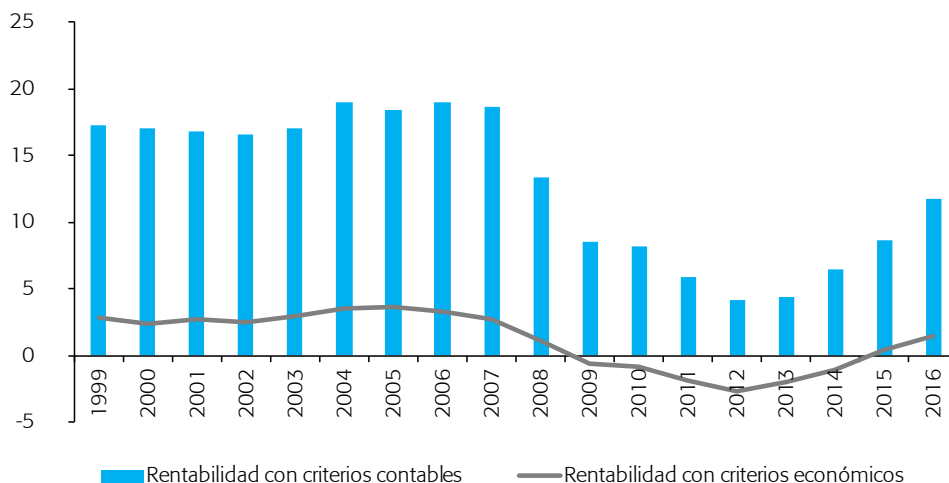
sivamente a partir de los ingresos y gastos no financieros de la empresa, y descontados proporcionalmente también aquellos activos declarados como de carácter financiero. Las tasas de rentabilidad medidas con criterios contables se mantienen elevadas, por encima del 15% del capital propio desde 1999 hasta 2007. Valoradas en términos económicos se mantienen positivas por encima de los 2,5 puntos porcentuales de los capitales propios. El año 2008 se produjo un acusado descenso de la rentabilidad, pero su valoración económica es todavía positiva, del orden del 1%. Desde 2009, el agregado de las empresas se encuentra en pérdidas económicas hasta 2014 y no se recuperan tasas superiores al 1% hasta el año 2016. A pesar de que ese último año, 2016, la rentabilidad medida con criterios contables es menor que la del año 2008, en términos económicos es algunas décimas superior (1,4% en 2016 frente a 1,15% en 2008).

Cuando las tasas de rentabilidad son calculadas para el agregado de manufacturas, aquellas son algo mayores a lo largo de todo el periodo, lo que podría reflejar que compensan un nivel de riesgo

Gráfico 1

Rentabilidad operativa de las empresas

(Porcentaje)



Nota: Rentabilidad con criterios contables es la tasa de rentabilidad del capital excluidos los activos financieros y sus correspondientes rendimientos. Rentabilidad con criterios económicos descuenta a la anterior el coste de oportunidad del capital propio y la depreciación monetaria.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

Cuadro 1

Rentabilidad media por periodos de las actividades no financieras

(Porcentaje)

	1999-2008	2009-2013	2014-2016
<i>Agregado total</i>			
Rentabilidad con criterios contables	17,3	6,2	8,9
Rentabilidad con criterios económicos	2,8	-1,6	0,3
<i>Manufacturas</i>			
Rentabilidad con criterios contables	20,2	7,9	15,6
Rentabilidad con criterios económicos	4,1	-1,4	2,7

Nota: Rentabilidad contable con criterios contables es la tasa de rentabilidad del capital propio excluidos los activos financieros y sus correspondientes rendimientos. Rentabilidad económica con criterios económicos descuenta a la anterior el coste de oportunidad del capital propio y la depreciación monetaria.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

algo mayor que no se ha incluido en el coste de oportunidad. En cualquier caso, las tasas del último trienio parecen acercarse más a las rentabilidades previas a los años de recesión en el agregado de empresas manufactureras. Estas se estarían adelantando a las de otros sectores en cuanto a su recuperación, quizá por ser el colectivo que puede mejor aprovecharse de la demanda externa como vía de crecimiento.

En 2016, a pesar de que la recuperación del crecimiento y su reflejo en la creación de empleo durante ese año se corresponden en el tiempo con la mejora de los resultados empresariales (beneficios económicos positivos), no se había producido una recuperación de los beneficios empresariales a niveles previos a la crisis. Pero también es cierto que en la medición económica de los resultados entra en juego la evolución de los precios. En el trienio 2014-2016, los precios de los productos se encuentran estabilizados en un entorno general de inflación cercana a cero. En comparación con los años previos de expansión, las empresas no disfrutaron de una depreciación monetaria de la deuda o, visto desde el punto de vista de los activos, no disfrutaron de las revalorizaciones implícitas de sus bienes de capital que sí tuvieron en la primera parte del periodo analizado y que pueden explicar las diferencias medidas en los beneficios económicos.

Crecimiento y demanda de los factores de producción

El cuadro 2 presenta las tasas de crecimiento real del valor añadido, del crecimiento del empleo y del inmovilizado, calculadas en todos los casos sobre empresas comunes año a año. El crecimiento real del agregado total de empresas en el periodo de 1999 a 2008 es en promedio inferior al 2%, menor que el crecimiento que en ese mismo periodo presenta el PIB, lo que indica que existe un sesgo de representación en la muestra. Uno de los sectores que está infrarrepresentado es el de construcción y sobre todo el de actividades inmobiliarias, que durante ese periodo experimentó una expansión muy notable. Esta afirmación se ve confirmada al aislar el agregado de empresas correspondientes a las manufacturas. El crecimiento de la producción de este grupo es -0,5% anual de media de 1999 a 2008, que es significativo de la composición sectorial del crecimiento en España durante esos diez años. Mientras que el sector de construcción e inmobiliario crecía a un ritmo muy fuerte, las manufacturas prácticamente se estancaron.

Por otro lado, las empresas incrementaron el empleo de manera muy significativa durante esos años, siendo el crecimiento del mismo en el agregado total de empresas un 3,3% en promedio

Cuadro 2

Crecimiento real de la producción y de los factores

(Porcentaje)

	1999-2008	2008-2013	2013-2016
<i>Agregado total</i>			
Crecimiento del valor añadido	1,8	-3,9	4,6
Crecimiento del empleo	3,3	-2,5	3,5
Crecimiento del inmovilizado	6,0	0,7	0,0
<i>Manufacturas</i>			
Crecimiento del valor añadido	-0,5	-4,2	6,5
Crecimiento del empleo	0,9	-3,1	2,7
Crecimiento del inmovilizado	4,4	-0,5	1,0

Nota: Crecimiento real de la producción utilizando en los tres agregados de empresas el defactor del PIB. Tasas calculadas sobre las mismas empresas año a año.

Fuentes: Elaboración propia a partir de datos de la CBBE y de la Bolsa de Madrid.

hasta 2008, que se corresponde con un periodo de contención de los salarios, como se verá en el siguiente apartado. También es significativo el crecimiento de los activos de las empresas (inmovilizados) a tasas que representan un 6% para el agregado total.

En los tres últimos años, las tasas de crecimiento del valor añadido y del empleo son muy elevadas, destacando sobre todo las empresas manufactureras. Por el contrario, el crecimiento del inmovilizado no se ha producido, lo que parece indicar que las empresas se encontraban con una significativa cantidad de inversión ociosa y que el crecimiento por el lado del factor capital proviene de un incremento en el grado de utilización del mismo.

Los años de 2009 a 2013 en que España se encontraba en recesión económica, las empresas contraen su valor añadido a precios constantes en tasas que rondan los cuatro puntos porcentuales para el total de empresas y para las empresas manufactureras. Al mismo tiempo reducen de manera acusada el empleo. Sin embargo, en variación obtenida sobre las mismas empresas año a año, no se aprecia una disminución de los activos

inmovilizados, aunque sí una evidente congelación de la inversión. La contracción que se produjo durante esos años en la economía española vendría más de la desaparición de empresas que de las empresas que sobrevivían, mientras que el ajuste en el empleo sí fue drástico en las estas últimas (recordar que estas tasas se calculan sobre empresas comunes año a año).

En los tres últimos años de los que disponemos de datos, las tasas de crecimiento del valor añadido y del empleo son muy elevadas, destacando sobre todo la comparación del crecimiento en los agregados de empresas manufactureras, en esta fase inicial de recuperación, a tasas cercanas al 7% frente a tasas muy modestas de crecimiento en los años expansivos hasta 2008. Por el contrario, el crecimiento del inmovilizado en estos tres últimos años no se ha producido, lo que parece indicar que las empresas se encontraban con una significativa cantidad de inversión ociosa y que el crecimiento por el lado del factor capital proviene de un incremento en el grado de utilización del mismo. Comparando las tasas de crecimiento en el número de empleados (ya corregidos por dedicación), entre el total de empresas y el de manufacturas, de 1999 a 2008, las empresas manufactureras perdieron peso en el total del empleo de la economía con una dife-

Cuadro 3

Índices de precios del PIB y de la producción industrial

	1999	2008	2013	2016
<i>Deflactor del PIB</i>	100	138,2	139,4	140,3
<i>Crecimiento medio anualizado (en %)</i>		3,7	0,1	0,1
<i>Índice de precios industriales (manufacturas)</i>	100	127,2	143,0	140,2
<i>Crecimiento medio anualizado (en %)</i>		2,7	1,3	-0,2

Fuente: Índices calculados a partir de los deflatores correspondientes, obtenidos del Banco de España.

rencia de varios puntos porcentuales de crecimiento. Sin embargo, a partir de 2009, las tasas de crecimiento del empleo se distancian en unas décimas, por lo que este proceso de pérdida de peso del sector industrial no es tan evidente.

Las estimaciones del crecimiento real o de la productividad de las empresas se enfrentan siempre al problema de los precios a los que está valorado el *output*. Cuando se manejan agregados empresariales que tienen una significativa representatividad, como es el caso de la Central de Balances, el uso de un deflactor como el del PIB es adecuado pues es un buen reflejo de la propia composición de la producción de la muestra. Durante los años de 1999 a 2008, como se ve en el cuadro 3, el deflactor del PIB creció a una tasa que es un punto porcentual superior cada año a lo que hizo otro índice como el de precios industriales. Por el contrario, de 2013 a 2016, el deflactor del PIB apenas creció en el conjunto de los tres años (0,1% en términos anualizados), pero tampoco varió de manera significativa el de precios industriales (-0,2%). Por tanto, las cifras de crecimiento real para el sector manufacturero pueden ser reconsideradas, de manera que en el primer periodo (1999-2008) del cuadro 2 serían un punto porcentual mayores las tasas de crecimiento real de las empresas manufactureras +0,5% frente a -0,5% y al mismo tiempo, en los años de recesión, su contracción real fue mayor de lo presentado en el cuadro, -5,4% frente a -4,2% en relación al cálculo presentado previamente con el deflactor del PIB.

En cualquier caso, los cálculos del cuadro 2, deflactados con un mismo índice nos permiten observar directamente, comparando las tasas de crecimiento del valor añadido del agregado total y de las manufacturas que, en términos nominales, la industria perdió peso en la estructura productiva española de 1999 a 2008. Las manufacturas dejaron de perder peso durante los años de recesión (se contrajeron a un ritmo similar al del conjunto de sectores). Por el contrario, de 2014 a 2016 se revierte la situación y comienzan a ganar peso relativo al crecer a una tasa superior en dos puntos porcentuales al conjunto de los sectores, pero este proceso observado, por el momento, solamente dura tres años.

Productividad y costes unitarios

El cuadro 4 ofrece las estimaciones de las medidas de productividad de los factores y de sus costes unitarios, así como la evolución de la productividad total de los factores y el coste unitario total. Este último es la más completa medida de la evolución de la competitividad del agregado de empresas, pues la evolución de la eficiencia productiva se integra con la evolución de los precios de los factores y con su nivel de utilización.

El coste laboral unitario es el cociente entre el salario medio real y la productividad del trabajo, por tanto, la tasa de variación del coste laboral unitario es aproximadamente la variación del salario real menos la variación de su productividad parcial. Análogamente, el coste de factor capital se descom-

pone en el coste de uso del capital dividido entre la productividad de los activos utilizados más el coste de los activos no utilizados. En tasas de variación, la del coste unitario del capital es aproximadamente igual a la variación del coste de uso menos la variación de la productividad del capital menos la variación en el nivel de uso del capital (activos de explotación). Finalmente, en la última fila de estos cuadros, se presenta la tasa de variación de la productividad total de los factores, que podría definirse como el promedio de las productividades parciales de ambos factores ponderado por la aportación de cada factor a la producción total.

En el periodo comprendido entre los años 1999 y 2007 el coste total unitario de producción presentó una tasa media de variación del 0,1% anual, es decir, durante esos años el agregado de empresas mantuvo casi estable su competitividad en términos de costes totales de producción (cuadro 4). El coste laboral unitario se incrementó en esos años a una tasa de medio punto porcentual al año en promedio, pero fue compensado por la disminución anual media del coste unitario de capital a una tasa del 0,8% (el peso del coste laboral es mayor en el coste unitario total que el del capital). Sin embargo, es destacable que el incremento en el coste laboral unitario no se debió a un incremento real del coste por trabajador (su salario real), sino a que el precio por trabajador disminuyó y al mismo tiempo su

productividad parcial cayó de manera aún más acusada. Desde una visión agregada, las cifras aparentan que el crecimiento de la producción que se observa durante ese periodo de expansión se logra a través de la incorporación de personal con un menor coste que el promedio y que ese personal es menos productivo también que el promedio, siempre tomando el deflactor del PIB como referencia de la evolución de los precios del agregado de empresas. Algo similar ocurrió con el factor capital durante ese mismo periodo expansivo de 1999 a 2007, pues el coste de uso del capital disminuyó de manera significativa debido sobre todo a la caída en los costes financieros reales, el coste de uso disminuyó a una tasa del

En los últimos años, la ganancia de productividad se ha mostrado compatible con crecimientos en el empleo y en los salarios reales. Sin embargo, la crisis fue tan acusada que para que se recuperara el nivel de productividad total perdido entre 2007 y 2012 (según la muestra común) aún sería necesario mantener hasta 2019 el ritmo medio de 2012 a 2016 en el crecimiento de la productividad.

1,8% anual. Pero también lo hizo la productividad aparente del capital, que bajó a una tasa del 1,3%.

Cuadro 4

Variación anual media de la productividad y de los costes de producción. Total empresas

(Tasas anualizadas, en porcentaje)

	1999 - 2007	2007 - 2012	2012 - 2016
<i>Coste total unitario</i>	0,1	6,1	-4,9
<i>Coste laboral unitario</i>	0,5	3,1	-2,4
Coste por trabajador	-1,3	1,2	1,0
Productividad trabajo	-1,9	-1,9	3,4
<i>Coste de capital unitario</i>	-0,8	11,3	-8,8
Coste de uso	-1,8	4,8	-5,9
Utilización del capital	0,2	-2,4	1,9
Productividad del capital	-1,3	-3,5	1,3
<i>Productividad total</i>	-1,7	-2,5	2,6

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

Es decir, la disminución en el coste unitario del capital se debió más a la caída en el coste de uso, que compensó la disminución de productividad de este factor. La productividad total del periodo 1999 a 2007 disminuyó a una tasa anual del 1,7% en media anual, cálculo resultante de la disminución tanto de la productividad del trabajo como de la del capital durante esos años. Se puede reconocer que la composición de la muestra agregada de la CBBE puede estar penalizando la estimación de la evolución de la productividad. El deflactor de precios que correspondería a esta muestra es imposible de conocer, pero tendría un peso relativo menor de los sectores relacionados con las actividades de construcción e inmobiliarias. Pero, aun suponiendo que la evolución de ese deflactor desconocido se situara entre el del PIB y el de la producción industrial (que se han comparado en el cuadro 3), la disminución media de la productividad en esos ocho años, estaría alrededor del 1% anual en promedio. El modelo de crecimiento empresarial que describen los datos estuvo basado en ese periodo en la incorporación de factores de producción con rendimientos marginales decrecientes y precios económicos también menores en términos marginales. Los incrementos deseados de producción por parte de las empresas se logran sin incrementos en los costes de producción (el coste unitario total prácticamente no se modifica en todo el periodo) a pesar de que las medidas de eficiencia total son decrecientes.

El siguiente periodo es el de 2007 a 2012, año en el que se dan los máximos costes totales unitarios de producción (mínimo beneficio económico). En 2007 las empresas se encontraban en una situación razonablemente buena, pues sus beneficios son altos y los costes de producción se mantienen en niveles muy bajos, siempre considerados en términos económicos. Ya en el año 2007 se inicia un repunte en los costes del capital, al subir los tipos de interés reales y esta subida se prolonga en los años posteriores en Europa, pero en especial en España, conforme se eleva de manera extraordinaria la prima de riesgo. La brusca caída de la demanda como consecuencia de la crisis financiera lleva a las empresas a ajustar la demanda de factores con el conocido efecto de

elevación abrupta de la tasa de paro en España durante esos años. El coste unitario total de las empresas crece a una tasa muy fuerte, superior al 6% anual en promedio del quinquenio, como resultado sobre todo del incremento en los costes del capital. Tanto la productividad del capital como la del trabajo descienden de manera acusada en esos años y por tanto lo hace también la productividad total de los factores, que disminuye a una tasa del 2,5% anual de 2007 a 2012. Son años, como es conocido, de una recesión históricamente profunda que llevan al agregado de empresas a unos resultados también históricamente negativos en términos económicos.

El último periodo que se analiza es el de 2012 a 2016. Precisamente por ser el año de partida excepcionalmente malo en términos de resultados económicos, las tasas de variación que se muestran para estos cuatro años deben interpretarse con cautela a la hora de extrapolarlos a un periodo de expansión más largo, pero permiten vislumbrar el modelo de crecimiento en el que las empresas se encuentran en los años más recientes. Durante estos últimos años, el coste unitario total ha disminuido de manera muy destacable y esa disminución se debe en mayor medida a la disminución del coste del capital unitario (-8,8% anual). Sin duda esta disminución se debe a la caída en el coste de uso de casi un 6% anual por la disminución de la prima de riesgo-país sobre todo, pero también se explican en casi otros dos puntos por el incremento en la utilización de los activos y, en menor medida, por el aumento en la productividad de los activos. También hay una contribución de los costes laborales a la disminución del coste unitario total, no tanto por la disminución de los salarios reales (como sí ocurrió en el periodo expansivo hasta 2007), sino como resultado del incremento en la productividad del trabajo a una tasa del 3,4% anual de media. De hecho, la productividad total de los factores (combinada del trabajo y del capital) medida en esos años de 2012 a 2016 crece a una tasa del 2,6% anual de media. El crecimiento de la productividad es uno de los rasgos distintivos de este último subperiodo en que se ha dividido el análisis de costes y productividad. Es necesario, sin embargo, ser

cautelosos en las conclusiones pues puede estar corrigiéndose una infrautilización de los factores que no se haya capturado con las estadísticas del grado de utilización de la capacidad productiva.

Este análisis, basado sobre muestras no comunes a lo largo de los años, tiene la ventaja de reflejar cambios que, dentro del sesgo de cualquier muestra, se producen en la población de empresas, como puede ser el nacimiento o desaparición de empresas, el cambio en la composición sectorial de la propia economía, o el cambio de segmentos de tamaño por parte de algunas empresas. Sin embargo, al mismo tiempo surgen dudas acerca de si las variaciones interanuales son en todos los casos representativas de un agregado homogéneo de empresas. En el cuadro 5 se presentan las estimaciones de la productividad de las empresas manufactureras con muestra común año a año y utilizando como deflactor de precios el índice de precios industriales.

Estas estimaciones permiten complementar y matizar algunos de los resultados obtenidos del cuadro anterior. El salario real (coste por trabajador) en los años de 1999 a 2007 apenas varía en términos medios anuales, mientras que en la estimación del cuadro 4, disminuía a una tasa anual superior al 1%. La diferencia, tal como se explicó más arriba, es en buena medida por el efecto del deflactor utilizado. Lo mismo ocurre con la estimación en ese periodo de la productividad del trabajo, que permanece casi constante en el primer periodo y su diferencia con la estimación

del cuadro 4 se explica precisamente por la diferencia en los deflatores utilizados. Se puede apreciar por tanto que es la productividad del capital la que disminuye durante el periodo, pero que podría ser una respuesta previsible al incremento en la demanda de un factor que presenta un rendimiento marginal decreciente en un entorno de disminución de su precio (disminución sostenida y acusada del coste de capital en términos reales). De acuerdo con esta estimación, la pérdida de productividad total de los factores de 1999 a 2007 se produjo a un ritmo de medio punto porcentual anual. En esta nueva estimación se ve que en la muestra común de empresas manufactureras no hay crecimiento en el salario medio real por empleado en los años de 2007 a 2012, sino al contrario, hay una disminución en el coste real por trabajador. El hecho de que la muestra no común presentara crecimientos reales en este coste nos lleva a una conclusión interesante: las empresas que desaparecen de la muestra en la fase de contracción tienen en promedio un salario por trabajador más bajo y por ello generan el efecto aparente de incremento de los salarios reales medios en la muestra. La variación negativa de la productividad de 2007 a 2012 es más amplia en la muestra común de empresas. Con respecto a los últimos cuatro años, aunque las tendencias son las mismas que las obtenidas sobre la muestra no común, con la muestra común de empresas el salario real crece algo menos. También es algo menor el crecimiento de la productividad parcial del trabajo, aunque se estima en un 3,8%, bien por encima del crecimiento de los salarios rea-

Cuadro 5

Media de las tasas de variación de la productividad sobre muestras comunes año a año. Manufactureras

(Porcentaje)

	1999 - 2007	2007 - 2012	2012 - 2016
Coste por trabajador	-0,0	-0,5	1,2
Productividad trabajo	0,1	-4,5	3,8
Productividad del capital	-1,5	-5,9	2,5
<i>Productividad total</i>	-0,5	-5,0	3,3

Nota: Promedio para el periodo de las tasas de variación anual sobre muestras comunes. Cálculo a valores reales mediante el índice de precios industriales.

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

les. El crecimiento de la productividad total es del 3,3% en el periodo final.

En estos últimos años, la ganancia de productividad se ha mostrado compatible con fuertes crecimientos en el empleo y en los salarios reales. Sin embargo, nuevamente se debe ser cauteloso en la lectura de las cifras. La profundidad de la crisis es tan acusada que para que se recuperara el nivel de productividad total perdido entre 2007 y 2012 (según la muestra común) aún sería necesario mantener hasta 2019 el ritmo medio de 2012 a 2016 en el crecimiento de la productividad. Es también posible que en estas estimaciones no se haya corregido totalmente el efecto que la infrutilización de los factores (a través del grado de utilización media del capital) tiene sobre las mediciones de la productividad total y por ello, tanto las pérdidas como las ganancias de productividad efectivas sean realmente algo inferiores.

Pese a todas las cautelas, también pueden extraerse algunos mensajes positivos respecto a la recuperación de la actividad empresarial y en particular de las manufacturas, como el hecho

conocido de que las empresas están creciendo en sus exportaciones a un ritmo elevado en comparación con otros países de su entorno, y los beneficios económicos de las empresas en 2016 se encuentran en valores comparables a los del año 2008. Los avances de datos que hasta la fecha de redacción ha publicado la CBBE a partir de su publicación trimestral (primer trimestre de 2018) permiten comprobar que las tendencias observadas en este análisis para la base anual hasta 2016 están, en líneas generales, confirmándose en los meses posteriores y hasta el momento de redacción de este artículo.

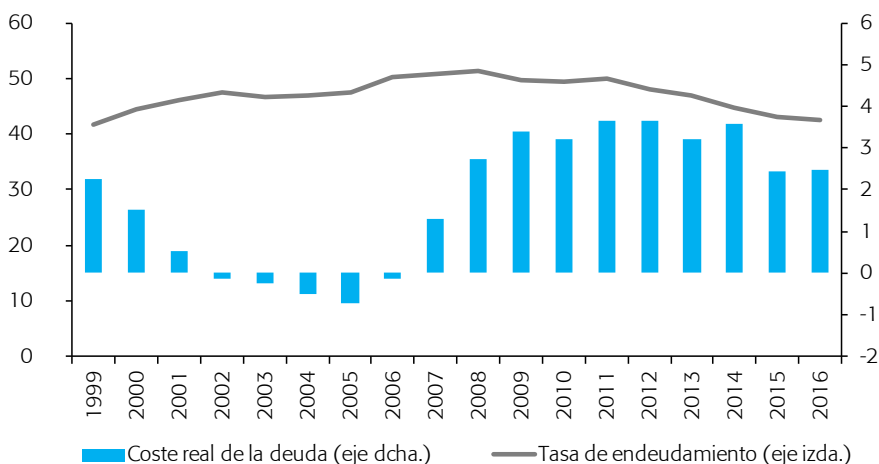
Coste financiero y financiación

El gráfico 2 presenta el coste medio real de la deuda y la tasa de endeudamiento medida como deuda con coste sobre activo neto. La evolución del coste medio de la financiación del agregado total de empresas traza una senda con similitudes con la evolución de los tipos de interés reales de los bonos y obligaciones a diez años, pero amor-

Gráfico 2

Tasa de endeudamiento y coste medio real de la deuda. Total empresas

(Porcentaje)



Nota: Coste real de la deuda calculado como el coste medio de las deudas con coste, descontando la pérdida de poder adquisitivo con el deflactor del PIB. Tasa de endeudamiento calculada como deuda con coste entre activo menos deuda sin coste.

Fuente: Elaboración propia a partir de la CBBE.

tiguada por el hecho de que las empresas tienen parte de su deuda contratada a precios históricos y su valor contable no ha sido ajustado a su precio de reposición. De 1999 a 2005 el coste real de la deuda disminuye de manera persistente hasta situarse en valores negativos en el último de esos años, desde valores superiores al 2% en 1999 a alrededor de -0,7% en 2005. En paralelo se produce una senda de incremento del endeudamiento también persistente, que va incrementándose desde niveles algo superiores al 40% en 1999 hasta acercarse al 50% en 2005 y continuar su ascenso hasta el año 2008 en que se supera el 50% sobre el activo neto. El coste real de la deuda por su parte comienza a subir en 2006 hasta 2009. De 2009 a 2014 se mantiene en los mayores valores de todo el periodo. Durante esos años, el coste medio nominal es muy cercano al real, pues el deflactor del PIB en el promedio de 2009 a 2014 es del 0,1%. Los dos últimos años, 2015 y 2016, nuevamente se reducen los costes financieros reales, en parte porque los precios suben muy ligeramente y por el descenso en el coste nominal medio de la deuda, quedando el coste real por debajo del 2,5%, lo que contribuye a la mejora de los resultados de las empresas. La tasa de endeudamiento, que había marcado su máximo en 2008, inicia una senda prácticamente continua de descenso hasta 2016, año en el que se sitúa en valores muy cercanos a los de 1999, ligeramente por encima del 40%.

Discusión y perspectivas de las empresas no financieras

La información económico financiera de la CBBE ofrece oportunidades para conocer mejor la situación de la economía española a partir de un estudio económico de las variables de beneficios, relaciones de capital y trabajo y estructura financiera, que no son fáciles de combinar a partir de los datos de Contabilidad Nacional. Este trabajo aporta un análisis de la información por grandes colectivos de empresas y bajo un enfoque de análisis que quiere acercarse a unas relaciones entre las variables próximas a las que se utilizan para los análisis más habituales de corte macroeconómico.

Especial atención se presta también a la comparación de la situación actual de las empresas españolas con respecto a la que mostraban antes de la reciente recesión.

El trabajo identifica como uno de los factores determinantes del modelo de crecimiento de la economía española en los primeros años dos mil, la evolución diferencial de los precios en España respecto al resto de la eurozona. Al mismo tiempo que se producía una reducción de los tipos de interés nominales a valores desconocidos en España en décadas, la inflación llegaba a dejar el interés real en valores negativos. El consiguiente crecimiento en el valor de los activos inmobiliarios dirigió el protagonismo del crecimiento y los recursos hacia la construcción y el sector inmobiliario. Pero además, la disminución de los costes del capital, unida a la disponibilidad de mano de obra, generó un modelo de crecimiento en las empresas de todos los sectores basado en la incorporación de factores de producción capital y trabajo a un coste marginal que tendía a decrecer. Un crecimiento en el que no se observan ganancias de eficiencia en el conjunto de ocho años de crecimiento económico, cuya competitividad se basaba en la disminución de los precios de los factores de producción. Por otra parte, no puede decirse que el comportamiento de las empresas no fuese racional durante ese periodo. La evolución de los costes financieros decrecientes y de los costes laborales a la baja permitían el crecimiento de la producción y al mismo tiempo mejorar la competitividad (los costes unitarios por unidad de producto descendían) sin necesidad de arriesgar en innovaciones de resultado incierto, ni incorporando nuevo capital tecnológico o invertir en formación del capital humano. Esta visión cortoplacista no cabe evidentemente imputarla a la totalidad de empresas, pero es lo que se observa en el análisis del agregado. Las empresas incrementaron también durante esos años su endeudamiento, coincidiendo con la acusada disminución de los tipos de interés reales de manera sensible tanto en el consolidado total como en el de manufacturas.

Con la llegada de la crisis financiera en 2008 y sobre todo a partir de 2009, las empresas entran

en una senda de reducción de tamaño que se manifiesta especialmente en la reducción de empleo a tasas elevadas (y en la destrucción de empresas que en el agregado no se puede aislar), además de en la caída de actividad. Los resultados de las empresas empeoran rápidamente y se sitúan en pérdidas económicas que alcanzan su mínimo en los años 2012 y 2013. En términos de medidas de eficiencia, productividad parcial y total de los factores, caen a un ritmo muy severo y durante varios años de manera continuada, a la vez que los costes unitarios por cada euro producido, se disparan.

Las empresas han reducido los niveles de deuda que alcanzaron en los años previos a la recesión y han recuperado una senda de crecimiento y de mejora de resultados todavía modesta. El protagonismo del crecimiento en los años más recientes se ha desplazado hacia el sector manufacturero y se van recuperando rápidamente los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la recesión.

A partir de 2014, la evolución de los resultados cambia de tendencia, el beneficio económico todavía es negativo, pero gradualmente va subiendo hasta valores positivos hacia el final del periodo de análisis en 2016. Con todo, en ese año, los beneficios de las empresas medidos en términos de rentabilidad están sensiblemente por debajo de los que disfrutaban en el año 2007, medidos tanto con criterios contables como económicos. Las tasas de crecimiento de la actividad durante los últimos tres años pasan a ser positivas y destaca en particular el crecimiento del empleo, y de la inversión en menor medida. Esto ocurre en especial en las empresas de manufacturas, al contrario de lo que había sucedido previamente desde 1999, cuando crecían menos que el agregado total de empresas. Probablemente ahora apoyan su crecimiento en el sector exterior y actúan como motor del resto de las empresas. Las medidas de eficiencia empresarial presentan evoluciones muy positivas, al igual que las de costes unitarios, y el crecimiento del empleo se mues-

tra compatible con un incremento en los salarios reales, que tampoco se había observado hasta los últimos años, en todo el periodo de estudio. Las empresas han reducido los niveles de deuda que alcanzaron en los años previos a la recesión y han recuperado una senda de crecimiento y de mejora de resultados todavía modesta. El protagonismo del crecimiento en los años más recientes se ha desplazado hacia el sector manufacturero y se van recuperando rápidamente los niveles de eficiencia y costes unitarios previos a la recesión.

El aspecto más favorable de la situación empresarial en el año 2016 es que las empresas han reducido su endeudamiento a niveles similares a los de 1999. Los resultados agregados son positivos y comienzan a generar mayor autofinanciación y expectativas de beneficio. Al mismo tiempo se abren algunas dudas que se irán despejando en los próximos años y que señalarán si el modelo de crecimiento ha cambiado respecto a los años anteriores de expansión, tal como parecen mostrar estos datos, incorporando mejoras de la productividad de las empresas. O si, por el contrario, estas mediciones son únicamente el ajuste tras una crisis muy aguda en los años previos y se explican por la mejor utilización de los recursos previamente ociosos.

En el momento presente, 2018, los costes financieros nominales se mantienen históricamente bajos y aparecen algunas señales de inflación moderada, lo que supondría que los tipos de interés reales son negativos y que las empresas pueden disfrutar de financiación a un coste efectivo muy bajo. A la vez, las restricciones de crédito a las empresas pueden estar disipándose. La evolución de los salarios reales en los últimos años ha sido favorable para las empresas, manteniendo el coste de este factor también en niveles muy contenidos. Nos encontraríamos por tanto en un escenario de precios de los factores de producción muy similares a los de los primeros años de este siglo, que sin duda ha favorecido la recuperación de los resultados de las empresas.

Sin embargo, los tipos de interés nominales ya solo pueden subir y a ello señalan los mensajes

de los analistas para un medio plazo. Ello elevará el coste del capital en términos marginales, desde su situación actual. Y al mismo tiempo, se elevarán las expectativas de beneficios y rentabilidad empresarial mínima que, a su vez, arrastrará a otras rentas como las del trabajo. Por tanto, un crecimiento sostenido de las empresas españolas solamente existirá si se produce al mismo tiempo una mejora de la eficiencia productiva que haga compatible la mejora de las rentas (incremento en los precios reales de los factores) con la competitividad frente a las empresas en su entorno. En otro caso, el previsible incremento de los precios de los factores llevará a que las empresas ajusten a la baja su demanda de trabajo y capital.

Los gestores empresariales deberían tomar sus decisiones presentes de crecimiento no solo atendiendo a la situación actual de los precios de los factores, sino a su previsible evolución en los próximos años. Más allá de las mediciones de la productividad, las empresas deben buscar un escenario en el que sean capaces de agregar cantidades mayores de valor a los productos. O de crecer en entornos donde los factores productivos no estén subempleados (es decir, no exista un paro tan elevado o deje de haber un bajo grado de utilización de la capacidad instalada). Las recetas de incorporación de capital tecnológico, formación del capital humano e innovación están perfectamente contrastadas como palancas de crecimiento a largo plazo y de sostenibilidad de los beneficios empresariales.

Los responsables de las políticas públicas y, en concreto, de la política industrial deben enviar ahora las señales adecuadas al sector empresarial, a través de la promoción de la innovación y en general de la I+D empresarial, así como mejo-

rando la adecuación formativa de los desempleados y de las futuras generaciones. Las medidas dirigidas a flexibilizar el mercado de trabajo y a mantener contenidos los precios del factor trabajo pueden estar agotando su capacidad de estimular el crecimiento, conforme las empresas recuperan su capacidad de generar beneficios y autofinanciación previas a la crisis.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA (2017), *Central de Balances. Resultados Anuales de las Empresas no Financieras*, 2016, Banco de España.
- (2018), "Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2018", *Boletín Económico*, 2/2018.
- RAMÍREZ, M.; ROSELL, J., y V. SALAS (1994), "Análisis Económico de la Empresa Española, 1983-1992", *Ekonomiaz*, 30 (3): 63-86.
- ROSELL, J. (2018), "Crecimiento y competitividad en la empresa española financiera", en *Innovación y competitividad: desafíos para la industria española*, E. HUERTA y M. J. MORAL (eds.), Funcas: 505-538.
- SALAS, V. (1992), "Beneficio Contable y Beneficio Económico. Propuestas Metodológicas de Aproximación" en G. MATO y V. SALAS (eds.), *Valoración Económica del Beneficio y del Capital*, Fedea.
- SALAS, V.; ROSELL, J., y J. M. DELGADO (2016), "Capacity, investment and market power in the economic value of energy firms", *Energy Economics*, 53.
- TOBIN, J. (1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money Credit and Banking*, 1.