

VICENTE SALAS FUMÁS

LA EMPRESA ESPAÑOLA

DEL EURO A LA COVID-19



VICENTE SALAS FUMÁS

La empresa española: del euro a la COVID-19

PRENSAS DE LA UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

- © Vicente Salas Fumás
- © De la presente edición, Prensas de la Universidad de Zaragoza
(Vicerrectorado de Cultura y Proyección Social)
1.ª edición, 2022

Prensas de la Universidad de Zaragoza. Edificio de Ciencias Geológicas, c/ Pedro Cerbuna, 12
50009 Zaragoza, España. Tel.: 976 761 530
puz@unizar.es <http://puz.unizar.es>

 Esta editorial es miembro de la UNE, lo que garantiza la difusión y comercialización de sus publicaciones a nivel nacional e internacional.

ISBN 978-84-1540-419-6
Impreso en España
Imprime: Servicio de Publicaciones. Universidad de Zaragoza
D.L.: Z 432-2022

A Anchels, Queralt y Jesús

PRESENTACIÓN

La economía española entra en el siglo XXI de la mano de la moneda común, el euro, adoptada por acuerdo voluntario del núcleo principal de países miembros de la Unión Europea (UE), excepto el Reino Unido, que veinte años después protagoniza la salida de la UE (Brexit). A comienzos de 2021, cuando escribimos este libro, Europa y el mundo están luchando contra una pandemia desencadenada por la transmisión planetaria de un virus mortal conocido como la COVID-19, cuyas consecuencias sobre el futuro del trabajo, de las empresas y de la vida ordinaria de las personas suscitan todo tipo de especulaciones. Este libro cubre un espacio temporal entre dos eventos a los que, cada uno en su momento, se les atribuye un efecto de ruptura o cambio estructural sobre el *statu quo* de las empresas y de la economía españolas en general. Un cambio impulsado por políticas fiscales expansivas que en Europa se sintetizan en el programa Next Generation EU (NGEU), que puede significar un primer paso hasta completar la unión fiscal y política.

El objetivo del libro es narrar y explicar la evolución del comportamiento y resultados para el agregado de las empresas españolas constituidas como sociedades mercantiles, por sus actividades en España entre los años 2000 y 2020. El año 2000 es el primero en que el euro se convierte en la moneda única para los países europeos, entre ellos España, que constituyen la Unión Monetaria (UM). El año 2020 será recordado como el año de la

crisis sanitaria y económica causada por la pandemia de la COVID-19, cuya gravedad ha requerido de actuaciones extraordinarias del Banco Central Europeo (BCE) y de la Comisión Europea (CE) que bien podrían cambiar la trayectoria económica y política del continente. En los veinte años que cubre el libro se ha pasado de la crisis de las empresas llamadas punto.com, importada de Estados Unidos al no cumplirse las primeras expectativas económicas de la nueva era digital después de que los ordenadores se extendieran por todos los rincones de la economía, a las grandes expectativas de la nueva ola de avances hacia la digitalización de la economía con avances en inteligencia artificial, robótica, Internet de las cosas, etcétera. Veinte años en los cuales la economía española transcurre por un periodo de crecimiento acelerado, hasta 2007, seguido de la Gran Depresión por la crisis financiera y la crisis de la deuda soberana, entre 2008 y 2013, y finalmente el periodo de recuperación hasta 2020, interrumpido por la COVID-19.

La decisión de formar parte de la unión monetaria, adoptando el euro como moneda común, obliga a la economía y a las empresas españolas a cambiar el patrón de desarrollo que había sido piedra de toque desde la estabilización económica de 1959. Con la peseta como moneda nacional y la apertura comercial de la economía al exterior, las pérdidas de competitividad por el encarecimiento de la producción nacional obtienen como respuesta de las autoridades económicas la devaluación de la moneda nacional. Una solución que mejoraba temporalmente los saldos de las transacciones con el exterior pero que dejaba intactas las debilidades estructurales de la economía, las cuales volvían a hacerse visibles años más tarde con nuevas pérdidas de competitividad y nuevas devaluaciones. La inestabilidad macroeconómica y el riesgo por evolución del tipo de cambio encarecen los costes que deben pagar las empresas, familias y Administración pública por acceder a la financiación exterior, un lastre más para el crecimiento económico y la convergencia real.

La adopción del euro como moneda única significa renunciar, de forma creíble, a la devaluación de la moneda nacional como forma de compensar las pérdidas de competitividad. Al quemar los barcos de la devaluación de la moneda, el mensaje para todos, y en particular para las empresas y para quienes trabajan en ellas, era claro: la competitividad se debe ganar con los propios medios, con innovación y mejoras en la productividad, sin

la «trampa» de la devaluación competitiva. A cambio, eliminado el riesgo devaluatorio, las empresas españolas iban a equiparar los costes financieros con los de las empresas de los países con economías más estables y prósperas de la unión monetaria. Los menores costes financieros deben servir de estímulo a la inversión en capital productivo, con efectos positivos sobre la productividad de la economía, la reducción de los costes unitarios de producir en España y, en definitiva, sobre la producción, el empleo y el bienestar. España e Italia, dos economías grandes con largo recorrido todavía en el camino hacia la convergencia en productividad y renta, actuarían de arrastre sobre el resto de economías de la Unión, generándose un círculo virtuoso con el que todos acaban ganando.

Después de unos inicios algo más titubeantes de lo esperado por la crisis de las punto.com a principios de los 2000, las empresas españolas inician una senda de crecimiento acelerado impulsadas por un elevado ritmo inversor en capital, tal como estaba previsto que ocurriera en una economía que experimenta un *shock* positivo de oferta en forma de reducción permanente en los costes financieros del capital. En el periodo de convergencia nominal, necesaria para ser aceptado como país miembro de la zona euro, España consigue reducir el histórico diferencial de inflación con respecto a los países centrales de la zona euro, especialmente Alemania. Sin embargo, muy pronto, dentro ya de la zona euro, el diferencial de inflación de la economía española con respecto a Alemania vuelve a reproducirse. Los mercados responden con indiferencia al diferencial inflacionista y al creciente déficit comercial con el exterior de la economía española, alimentados por el crecimiento del crédito y la inflación descontrolada en los precios de los bienes inmuebles. Con unos tipos de interés de mercado homogéneos para el conjunto de países de la UM (la política monetaria del BCE se acomoda a las expectativas de evolución de la inflación para el conjunto de la zona euro y el tipo de interés oficial no comienza a subir hasta 2006), el diferencial positivo de inflación se traduce en un tipo de interés oficial por debajo de la inflación en España, es decir, un tipo real (nominal menos inflación) negativo hasta 2007.

El descenso permanente en la prima por riesgo y los comparativamente bajos tipos de interés reales por el diferencial de inflación, se reflejan rápidamente en un aumento en los precios de los activos con una vida útil más larga. Para estos activos, la tasa de depreciación es comparativamente

pequeña y el grueso del coste del capital es el componente financiero, tipo de interés. En consecuencia, el precio de los activos de larga vida productiva aumenta en prácticamente la misma proporción en la que disminuye el tipo de interés. Además, como los inmuebles se consideran el «colateral ideal» para la deuda bancaria, la financiación de la inversión en estos activos se realiza principalmente con crédito bancario gracias a la liquidez que proporciona a los bancos españoles —y la de otros países del sur— el conjunto del sistema bancario de los países del centro y norte de Europa con ahorro excedentario. El resultado final es una expansión sin precedentes de los balances bancarios en España, que interrumpe bruscamente la crisis financiera de 2008. Los precios de los activos comienzan a descender y los valores de mercado de las inversiones realizadas en activos tangibles e intangibles se sitúan en muchos casos por debajo de la deuda que los financia, augurando una situación generalizada de insolvencias familiares y empresariales que necesariamente se extiende a los bancos que han financiado los activos devaluados. El resultado: una crisis bancaria sin precedentes que transforma cualitativa (desaparición de las cajas de ahorro) y cuantitativamente (fusiones y concentraciones de bancos y cajas) todo el sector.

La economía española, como la de otros muchos países, entra en recesión; primero por la crisis financiera internacional de 2008, y después por la crisis de la deuda soberana (2010-2012). La contracción de la actividad, con menos producción, menos empleo y menos inversión, se prolonga durante cinco años, de 2009 a 2013, en gran parte de la mano de la pérdida de actividad por parte de las empresas, como más tarde se explica en este texto. Al final del periodo, y en los albores de la recuperación de la actividad, las sociedades no financieras (SNF) que son el objeto principal de estudio en este texto han experimentado fuertes cambios con respecto a la situación en los años expansivos previos, entre los que destaca la recomposición de la distribución funcional de la renta, con menos peso de las rentas laborales y más peso de las rentas no laborales en la distribución del valor añadido bruto generado, la contención del ritmo de expansión del capital productivo y el tránsito de una situación donde las empresas necesitan fondos del resto de la economía para financiarse a una posición en la que contribuyen a financiar al resto de la economía.

Estabilizado el euro con el discurso del presidente del BCE en 2012, y con el apoyo de medidas monetarias concretas, los diferenciales en los

tipos de interés a los que se financian empresas y países dentro del euro vuelven a niveles compatibles con la llamada «zona monetaria única». A partir de 2014, las SNF en España recuperan una senda de crecimiento sostenido a tasas similares a las de los primeros años del euro, pero desde un nivel de valor añadido (indicador de actividad) que en 2013 está un 12,3% por debajo del valor añadido de 2008. Durante estos años de recuperación, hasta 2020, cuando la COVID-19 vuelve a interrumpir drásticamente la actividad empresarial, los cambios señalados en la distribución funcional de la renta, en la inversión y en la financiación empresarial se consolidan. Una mención particular merece la reducción paulatina en los costes por uso del capital en los años de recuperación que, unida a la contención de los costes laborales que se prolonga desde el año 2008, da como resultado un aumento progresivo de los beneficios extraordinarios de las empresas por sus actividades en España. Y destaca también la progresiva reducción de la deuda, principalmente bancaria, compatible con un ritmo inversor sostenido en capital productivo y ayudada por la ininterrumpida contribución de los no residentes a la financiación de los activos de las SNF en España. La pandemia de la COVID-19 perturba negativamente la actividad de las SNF en España, como en cualquier lugar del mundo. Pero, según se desprende de los datos agregados para el conjunto de estas sociedades, su situación económica y financiera en 2019 es sensiblemente mejor que la de 2008. A pesar de ello, en el ejercicio económico de 2020, que se analiza como epílogo final de la monografía, las SNF contraen su actividad en una proporción similar a la que se reduce la actividad acumulada en todo el quinquenio 2009-2013.

Los veinte años de las SNF españolas en el euro muestran cambios en la utilización de los recursos productivos, más intensificación del capital, pero no se aprecian cambios significativos en los niveles de productividad total de los factores, aunque los datos disponibles no permiten afinar bien la medición de esta variable. Los márgenes empresariales muestran tres periodos diferenciados: antes de la crisis, con costes unitarios de producción creciendo por debajo del crecimiento del nivel de precios; los años de la Gran Recesión, con costes por encima del nivel de precios sobre todo por el aumento en el coste por uso del capital; y los años de recuperación económica, con costes decrecientes que terminan por situarse nuevamente por debajo del nivel de precios. La estructura financiera de las empresas, después del apalancamiento creciente en los años de expansión acelerada

antes de la crisis financiera, se reconduce a niveles de comienzos de la era euro. Finalmente, se consolida el crecimiento de los activos financieros en el exterior, aunque la brecha entre activos y pasivos fuera del territorio nacional se mantiene abierta. En este sentido, la financiación con fondos propios de no residentes representa, en 2019, el 44 % de los fondos propios totales de las SNF en España.

Los cambios estructurales tienen también consecuencias distributivas. Por ejemplo, los siete puntos porcentuales menos de peso relativo de los gastos de personal en el valor añadido bruto de las SNF entre 2006 y 2013 supone una transferencia de aproximadamente 40 000 millones de euros anuales de rentas laborales a rentas no laborales (capital y emprendimiento). El tipo medio efectivo estimado del impuesto de sociedades desde 2009 es la mitad del tipo medio efectivo en los primeros años del euro, por lo que, de haberse mantenido el tipo medio, desde 2014 las SNF pagarían 20 000 millones más de impuestos sobre beneficios de los que pagan realmente.

Agradezco la inestimable ayuda de la Central de Balances del Banco de España, y en particular a Manuel Ortega, Ana Esteban e Ignacio González, por facilitarme los datos sobre cuentas de resultados y balances consolidados de las SNF en España, a partir de los cuales se ha elaborado el libro, así como sus valiosos comentarios a versiones preliminares del trabajo. Agradezco también las observaciones y sugerencias de los profesores Luis Medrano, Emilio Huerta y Jorge Rosell. Todos ellos han contribuido a mejorar de forma importante el texto final. En todo caso, el contenido del trabajo es responsabilidad únicamente del autor.

INTRODUCCIÓN: LA ENTRADA DE ESPAÑA EN EL EURO

La incorporación de España a la zona euro como país fundador constituye un cambio cualitativo en el entorno económico en que se mueven las empresas españolas. A priori, el cambio trae los beneficios de un marco financiero de estabilidad similar al de los países del centro y norte de Europa, que históricamente se habían financiado a costes significativamente inferiores a los costes que se financiaban los países del sur; entre ellos, España. Como contrapartida, las economías que forman parte de la unión monetaria renuncian a la potestad de devaluación unilateral de la moneda nacional, de manera que los riesgos por la incierta evolución del tipo de cambio se trasladan a los de la moneda común. Los agentes económicos, en general, y las empresas en particular, adaptan sus estrategias y decisiones de asignación de recursos a un nuevo entorno donde, por un lado, se financian a costes más bajos, pero, por otro, la devaluación competitiva deja de ser una variable de ajuste macroeconómico ante pérdidas de competitividad con el exterior. Al menos hasta la crisis del 2008, la experiencia de entrada de España en el euro se considera una experiencia de éxito, tanto por los logros conseguidos en el periodo previo de corrección de los equilibrios y convergencia nominal como por los efectos en la economía real con tasas de crecimiento de la economía por encima de los promedios históricos y por encima del crecimiento de los países más ricos de la Unión.

La crisis de 2008 genera dudas sobre la viabilidad de la propia unión monetaria, y dudas en países concretos sobre si la moneda única había sido

favorable para su economía o no, aunque la comparación con lo que hubiera pasado de no haberse producido la unión o de haberse quedado fuera es imposible de hacerse. La Gran Depresión de la economía española que se prolonga entre 2009 y 2013 contrae severamente la actividad, el empleo y la inversión de las SNF en España, y cuando la recuperación a partir de 2014 ya lleva cinco años consolidada, la crisis de salud pública causada por la pandemia de la COVID-19, y sus efectos directos e indirectos sobre la actividad económica, devuelve al sector de las SNF a los niveles de actividad de diez años antes. Aunque esta vez la respuesta institucional ha sido distinta: el BCE ha asegurado la liquidez necesaria para minimizar los efectos negativos inmediatos de la pandemia, y la UE ha impulsado el programa NGEU, comprometido con la transformación del modelo productivo y con la mejora del crecimiento potencial de economías, como la española, rezagadas en la convergencia real.

Después de veinte años de euro, en los que la gran novedad para el conjunto de la economía y la sociedad española ha sido la política monetaria común, y en los albores de puesta en marcha de un proyecto transformador que augura un mayor protagonismo de las políticas de corte fiscal en el futuro próximo de la UE, parece un buen momento para preguntarnos sobre la experiencia de la economía española en el euro y, más concretamente, por lo que ha significado pertenecer a la zona euro para el conjunto del sector institucional de las SNF en España.¹ El objetivo es proporcionar información y análisis sobre la actividad, decisiones de asignación de recursos y resultados económicos y financieros, para el agregado de las empresas que operan bajo la forma jurídica societaria, que complete las aportaciones de otros estudios sobre el impacto del euro en la economía española. La llegada inesperada de la COVID-19, y las decisiones institucionales que ha desencadenado, convierten el estudio en un punto de referencia para futuras comparaciones entre actividad, decisiones y resultados empresariales antes y después de la pandemia.

1 En V. Salas, L. San Juan y J. Vallés (2018), «Corporate cost and profit shares in the Euro area and in the US. The same story?», *DT* (1833; Banco de España), se presentan antecedentes de algunas partes de este texto con análisis comparativos de resultados empresariales referidos a varios países de la Unión Europea y a Estados Unidos.

La información de base para el estudio, descripción y análisis del sector de las SNF de la economía española incluye datos agregados procedentes de fuentes estadísticas públicas, concretamente la Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. La actividad empresarial privada en España se reparte entre los sectores institucionales de sociedades no financieras, sociedades financieras, y familias e instituciones sin ánimo de lucro. Al limitarse a las sociedades no financieras, el análisis empresarial es necesariamente parcial, pues deja fuera las actividades económicas de empresas no societarias y de todas las empresas en el sector financiero (banca, seguros y sociedades de inversión) de la economía. La decisión de centrar la atención únicamente en el sector de las SNF obedece a la importancia cuantitativa que tiene, y al deseo de preservar la mayor homogeneidad interna posible entre las empresas cuyos datos individuales aparecen agregados en las variables de análisis. La propia Contabilidad Nacional diferencia entre sociedades financieras y no financieras. Por otra parte, dentro del sector de familias e instituciones sin ánimo de lucro, la presentación conjunta de datos referidos a la actividad de autónomos en el sector lucrativo no financiero de la economía, y datos referidos a familias que producen para el autoconsumo restringido de sus miembros, y a organizaciones que producen bienes y servicios pero sin ánimo lucrativo, crea unas condiciones de heterogeneidad que nos parece una clara limitación para agregar con el resto de sectores.

Los datos consolidados de las SNF en Contabilidad Nacional no serán necesariamente los mismos que los datos obtenidos consolidando los estados contables de las sociedades con sede en España. La razón es que sociedades mercantiles con sede social en España poseen filiales de fabricación y comercialización fuera de España; estas actividades aparecen reflejadas en los estados contables consolidados de la sociedad matriz, pero quedan fuera de la Contabilidad Nacional. Por otra parte, no todas las sociedades en España son propiedad de españoles o de residentes en España. Esto significa que, en las empresas controladas desde el exterior, las decisiones de producción y venta en España se tomarán fuera del país, y significa también que parte de la riqueza creada en España se distribuye a personas no residentes con el pago de dividendos y otras rentas financieras. En síntesis, la información que se aporta en este estudio se refiere a mediciones de *output* (valor añadido principalmente) y de *inputs* (trabajo y capital) con los que las sociedades no financieras con sede social en España contribuyen

al PIB de la economía española. El trabajo documenta también la contribución de los no residentes a la financiación de los activos de las SNF en España, pero sin entrar a valorar las consecuencias directas o indirectas derivadas de esa financiación.

El texto se escribe con el doble objetivo de comprender mejor el comportamiento del conjunto de la economía española partiendo de la descripción y explicación de la conducta y los resultados del agregado de las sociedades que operan en los sectores no financieros de la economía. La *descripción* se realiza siguiendo un esquema que estructura y relaciona la información sobre las SNF procedente de Contabilidad Nacional (cuentas de flujos anuales) y la procedente de las Cuentas Financieras (saldos de cuentas de *stock* al final de cada año). Los flujos anuales de valores consolidados para el conjunto de las SNF se ordenan bajo el formato habitual de cuenta de resultados, y bajo el formato de origen y aplicación de fondos. Los saldos correspondientes a activos y pasivos de las empresas se ordenan de acuerdo con la práctica habitual de ordenación de las partidas en el balance de situación de las empresas. Los valores consolidados de las distintas partidas eliminan posibles dobles contabilizaciones por transacciones entre sociedades dentro del territorio español.

A lo largo de los sucesivos capítulos se presenta la evolución de las partidas más significativas de la cuenta de resultados, del cuadro de origen y de la aplicación de fondos (simplificado) y del balance de situación, siempre con valores consolidados para el conjunto de SNF en España. La información agregada sobre el sector institucional de las SNF se analiza como si correspondiera al resultado de decisiones de asignación de recursos en una sola empresa que concentra la producción de toda la economía. Sabemos que la realidad no es así; los agregados nacionales son el resultado de decisiones descentralizadas de más de un millón de sociedades en nuestro caso, cada una persiguiendo objetivos particulares. Lo verdaderamente informativo sería poder describir y modelizar el comportamiento de cada una de estas empresas hasta llegar al agregado, por lo que es importante que desde el principio se tenga en cuenta la limitación de los resultados de este trabajo.

A pesar de esta limitación obvia, creemos que la descripción y el análisis de los agregados de la cuenta de resultados, balance y cuadro de origen y aplicación de fondos de las SNF en España, aporta información novedosa y relevante para un mejor conocimiento de la realidad de la economía y

las empresas. En primer lugar, los agregados empresariales son uno más de los agregados que analizan los estudios macroeconómicos al uso, con variables como el PIB, el empleo y la inversión; la conclusión que se desprende de este trabajo es que el estudio del agregado de variables de *stock* y flujos para el conjunto del sector institucional de las SNF debería tener un mayor reconocimiento entre los análisis macro de la economía española, aunque solo fuera porque aporta más del 50 % del PIB de la economía. En segundo lugar, para abordar el análisis de los agregados del sector institucional con perspectiva micro y empresarial se requiere un importante esfuerzo previo de organización de la información estadística existente, y de compleción de grandes lagunas. Nos referimos, por ejemplo, a integrar en un mismo análisis la información contenida en la Contabilidad Nacional sobre variables de flujos como el valor añadido, los gastos de personal y la inversión con la información sobre *stocks*, activos y pasivos, que proporciona las Cuentas Financieras. Resulta destacable también la laguna informativa sobre el *stock* de capital productivo de la economía y de los sectores institucionales y sobre el coste al que hay que imputar el uso de ese capital en la producción y que el estudio trata de cubrir.

La *explicación* de la evidencia proporcionada por el relato descriptivo se apoya en un modelo teórico sobre el comportamiento de una empresa individual, similar al que se utiliza habitualmente en los libros de microeconomía para describir el funcionamiento de la empresa representativa. El modelo describe inicialmente la empresa como un conjunto de posibilidades de producción resumidas en la función de producción que relaciona de la forma más eficiente posible, de acuerdo con el nivel tecnológico, los recursos empleados en la producción y el *output* producido por periodo. A la tecnología de producción se añaden las relaciones, con o sin poder de mercado, de la empresa con los mercados de producto y de recursos, y un criterio para la toma de decisiones sobre la combinación concreta de recursos y producción entre las tecnológicamente factibles. A partir de la información sobre tecnología, relaciones con los mercados y un criterio de decisión para asignar recursos, se establecen predicciones sobre el comportamiento esperado de las variables relevantes, que después se cotejan con los valores realmente observados de las mismas variables.

Metodológicamente, el análisis se realiza desde el supuesto de racionalidad, es decir, el supuesto de que las personas se comportan de forma co-

herente con sus preferencias. El supuesto a lo largo del texto es que las preferencias de quienes deciden en nombre de las empresas-sociedades mercantiles, los empresarios-capitalistas, están bien representadas por los beneficios que obtienen de la actividad productiva y comercial de las respectivas empresas. Por tanto, los valores observados de las variables de interés se espera que se correspondan con los que predice la maximización del beneficio, sujeto a las restricciones de la tecnología disponible y de las condiciones del mercado. El ejercicio de análisis es, en consecuencia, más *positivo*, en el sentido de que trata de explicar la realidad, que *normativo* o prescriptor de conductas empresariales. Por supuesto, las variables de interés podrían no comportarse según las predicciones desde el análisis positivo, lo cual pondría en duda la validez del marco conceptual propuesto para explicar el comportamiento. De igual modo, es posible que las conductas y resultados se ajusten a lo esperado desde la racionalidad individual pero que se desvíen de lo deseable según la racionalidad colectiva, es decir, desde el interés general. En lo posible, y cuando proceda, el análisis de los resultados incluirá la comparación de lo observado bajo la racionalidad individual de la maximización del beneficio con lo socialmente deseable desde el punto de vista de la racionalidad colectiva.

A modo de ilustración de lo que esto significa, considérese el reparto del valor añadido de las SNF entre rentas de los asalariados y rentas no salariales. Se observa que, a partir de 2006 y hasta 2013, la participación de la renta laboral en el valor añadido de las SNF desciende hasta siete puntos porcentuales. A partir de esta observación, la pregunta pertinente es por qué se produce ese descenso. Para contestarla, se recurre a las predicciones del modelo teórico que representa el comportamiento racional de quienes toman las decisiones en la empresa. Las distintas explicaciones sobre el fenómeno de interés que resulten de la comparación de lo observado con lo que predice el marco teórico se cotejan con información complementaria y se termina con una o varias explicaciones plausibles. El tercer paso consiste en valorar las explicaciones y lo que implica cada una de ellas desde la perspectiva de la racionalidad colectiva, que incluye la maximización del bienestar y la equidad en la distribución de la riqueza creada. En este sentido, desde el punto de vista del interés general, la lectura será diferente si la pérdida de peso de la renta salarial en el valor añadido se explica más por razones tecnológicas que si lo hace por razones que tienen que ver con el poder de mercado de las empresas. Quedan fuera de la temática del

estudio otras externalidades importantes de la conducta empresarial, como las que impactan sobre el medio ambiente y el deterioro del capital natural; la exclusión obedece a que no disponemos de la información necesaria para incorporar al estudio las variables medioambientales, y en ningún caso a la minusvaloración de estas externalidades.

La exposición aspira tener efectos pedagógicos al ofrecer una visión sobre el comportamiento y los resultados de las empresas que integra aproximaciones desde el ámbito académico y aproximaciones desde el ámbito profesional que, hasta ahora, se presentan con muy poca relación entre sí. Concretamente, la disociación que existe entre la forma de representar, analizar y valorar la empresa a partir de los estados contables, materia prima habitual de contables, financieros y administradores, y la forma de representación y análisis que se utiliza en los textos de microeconomía con los que trabajan los economistas. Muy pocas veces las partidas de las cuentas de resultado y del balance de las empresas se ponen en relación o se contrastan con predicciones a partir de modelos de comportamiento empresarial como los que se encuentran en libros de texto de microeconomía. De igual modo, los agregados macroeconómicos tienden a explicarse como si tuvieran vida propia, cuando en realidad son el resultado consolidado de decisiones individuales cuya explicación debe permitir una mejor comprensión de la información contenida en los agregados macroeconómicos. En mi experiencia como docente he constatado que pocos estudiantes de Administración de Empresas saben relacionar la rentabilidad del activo del balance con el coste por el uso del capital que la empresa se suministra a sí misma, por ejemplo, y pocos estudiantes de Economía que obtienen interrogantes hasta el agotamiento de los modelos formales de comportamiento empresarial relacionan las predicciones del modelo con los valores de las variables que aparecen en los estados contables.

Escribimos este texto con la convicción de que, con las visiones separadas de una misma realidad, la empresa en este caso, se desaprovechan oportunidades de aprendizaje que surgen de adoptar una visión integradora donde se relacionen diferentes aproximaciones disciplinares. El objetivo es subsanar un desencuentro injustificado entre distintas disciplinas académicas a la espera de que futuros estudiantes de nuestras facultades de economía y empresa, y todas las personas que conocen los fundamentos básicos de la contabilidad y la microeconomía empresarial, aprovechen las

sinergias de aprendizaje que se buscan en un texto con claro propósito integrador. El responder a las preguntas sobre *qué* comportamiento y resultados muestran las SNF en España entre 2000 y 2019 y *por qué* se observa ese comportamiento y resultados y no otros servirá, esperamos, para conocer mejor la realidad económica, pero también para desarrollar una forma, que creemos útil y constructiva, de pensar y razonar sobre la relación entre la empresa y la economía de la que forma parte.

El modelo de comportamiento empresarial basado en la maximización del beneficio, elegido referente teórico en este texto, es objeto de discusión y debate tanto desde posiciones positivas como normativas. Desde la racionalidad limitada, se discute la capacidad de las empresas, y de cualquier persona en general, para «optimizar» la elección entre alternativas por la complejidad de valoración de estas alternativas, el escaso tiempo disponible para la toma de decisiones y los límites cognitivos del cerebro humano que debe procesar la información. Sin embargo, en la práctica, la racionalidad se reduce a reglas de decisión que permiten seleccionar alternativas en el margen. Por ejemplo, maximizar el valor económico de la empresa se reduce a invertir en aquellos proyectos con valor actual neto positivo y rechazar invertir en proyectos con valor actual neto negativo. En segundo lugar, el progreso tecnológico ha permitido grandes avances en la rapidez y capacidad de las personas para procesar información con el apoyo de artefactos y algoritmos «inteligentes» creados precisamente para expandir las capacidades cognitivas del cerebro humano y, tal vez en algún momento, para sustituirlo. En el plano normativo, desde distintos ámbitos, se reclama un comportamiento empresarial más sensible a las necesidades de todos los grupos de interés que se relacionan con la empresa, superando la conducta que subordina todas las decisiones a los intereses de capitalistas-propietarios, resumidos en hacer máximas sus ganancias particulares (beneficios). Sin embargo, queremos recordar que un texto con orientación positivista como este debe adoptar el marco teórico que mejor se adapte a cómo se toman las decisiones, no a cómo nos gustaría que se tomaran.

La forma de exponer los contenidos en cada uno de los capítulos en que se divide el texto se adapta para responder a diferentes intereses, motivación y formación técnica de los eventuales lectores. El texto va dirigido a cualquier persona con conocimientos básicos de economía y contabilidad empresarial interesada en conocer mejor el funcionamiento de la economía

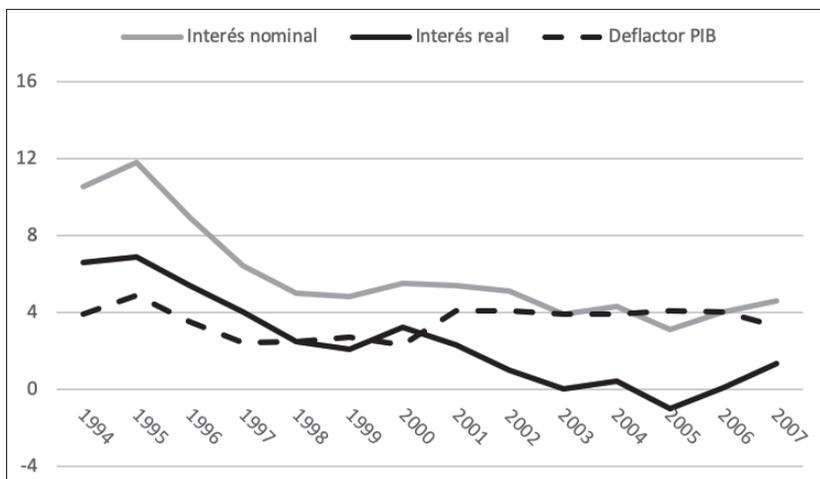
española en el euro a partir de información sobre el comportamiento y los resultados de las empresas que producen y venden en y desde España. Para facilitar la lectura a un colectivo más amplio, el texto principal de cada uno de los capítulos es eminentemente descriptivo y explicativo. La modelización analítica del comportamiento empresarial que proporciona los referentes predictivos con los que cotejar la información descriptiva expuesta en el texto principal se relega al anexo del correspondiente capítulo. Se entiende, por tanto, que el anexo atraerá únicamente a los lectores más entrenados en microeconomía empresarial que quieran profundizar en la relación entre las predicciones del modelo de comportamiento y las evidencias disponibles. En este contexto, se espera que el texto resulte de utilidad a estudiantes de cursos de economía general y de economía empresarial en cuanto que su lectura les puede mostrar sinergias de aprendizaje entre, por un lado, la modelización formal y, por otro, la plasmación de los resultados de la conducta empresarial en estados contables, que constituyen la información pública con la que las empresas comunican esos resultados.

El euro y el coste de la financiación

El libro considera la experiencia de las empresas españolas en los años del euro como un experimento natural que permite poner a prueba las predicciones del modelo de comportamiento empresarial más compartido entre los economistas: maximización del beneficio sujeto a las restricciones que imponen la competencia, la tecnología y el marco institucional. El euro cambia el entorno dentro del cual las empresas en España deciden sobre la asignación de recursos, en comparación con el entorno previo a la entrada en la Unión Monetaria. Históricamente, la economía española no ha sido un ejemplo de estabilidad macroeconómica, sino más bien de todo lo contrario: diferenciales de inflación positiva con los países del entorno, pérdidas de competitividad, desempleo, devaluación de la moneda... La decisión de formar parte del euro como país fundador obliga a un gran esfuerzo para converger con los niveles de inflación y déficit público exigidos para ser admitido como miembro del club. Cumplidos los criterios de convergencia, con el euro como moneda única, la política monetaria y el tipo de cambio quedan desvinculados de la situación de la economía nacional y pasan a depender de las condiciones económicas y financieras del conjunto de la eurozona.

El desacoplamiento entre las variables monetarias y cambiarias, manejadas por el BCE, y los desequilibrios internos de cada estado miembro eliminan factores de incertidumbre y de inestabilidad alrededor de las transacciones de los agentes económico residentes en España con el exterior. Un primer resultado de todo ello es que el euro favorece la profundización en la conformación del mercado único dentro de la Unión Monetaria, tanto del mercado único de productos y servicios financieros como del mercado único del resto de bienes y servicios comercializables. En el nuevo escenario macroeconómico, las empresas toman decisiones de asignación de recursos, anticipando que el coste de la financiación dependerá menos de la situación de la economía nacional y más de la situación en el conjunto de la Unión Monetaria. Esto significa que empresas con riesgo económico y financiero similar pagan un coste financiero del capital similar, sea cual sea el país de la Unión Monetaria donde realicen su actividad. La convergencia en costes de todos los recursos, incluido el del capital, facilitará una competencia más intensa entre empresas de distintos países que concurren en un mismo mercado relevante para sus productos o servicios, favoreciendo la convergencia hacia un precio único dentro del mismo mercado, que puede ser nacional o supranacional.

FIGURA 1
TIPO DE INTERÉS DEL BONO ESPAÑOL A 10 AÑOS E INFLACIÓN
ANTES Y DESPUÉS DE LA CREACIÓN DEL EURO (%)



FUENTE: elaboración propia a partir de información del INE y Banco de España.

La figura 1 documenta la estabilización de la economía española como consecuencia de la adaptación primero, y la entrada en el euro después. En esta misma se muestran la evolución de la inflación (tasa de variación del deflactor del PIB), del tipo de interés nominal y del tipo de interés real (nominal menos inflación) y de los bonos del Tesoro a 10 años entre 1994 y 2007. En 1994 y 1995, cuando la creación del euro y la participación de España en el proyecto estaban en fase muy incipiente, el tipo de interés real de la deuda pública española se sitúa en el entorno del 7% anual (entre el 11% y el 12% de interés nominal e inflación entre el 4% y el 5% anual). Cuando las incertidumbres sobre el proyecto se disipan y España progresa hacia la convergencia necesaria para ser miembro de pleno derecho, el tipo de interés real disminuye y se estabiliza alrededor del 2% en todo el periodo entre 1998 y 2001.

La incorporación al euro reduce el coste real de la financiación para el Tesoro español en cinco puntos porcentuales. Oportunamente, las empresas se benefician de un descenso similar en el tipo de interés que pagan por la financiarse a través de los bancos o acudiendo a los mercados. En los años posteriores a 2001, el tipo de interés real de la deuda pública sigue descendiendo hasta llegar a cero entre 2003 y 2006, con un interés nominal estable alrededor del 4%. Este periodo de tipo de interés cero coincide con un diferencial de, al menos, dos puntos porcentuales de inflación en España con respecto a la inflación en los países del núcleo duro del euro. El diferencial de inflación de la economía española distorsiona los costes reales de financiar la inversión en España en comparación con los costes financieros en otros países con economías menos inflacionarias. Este diferencial, sin duda, influye en la burbuja inmobiliaria que se crea en España justo antes del estallido de la crisis financiera internacional en 2007-2008.

El impacto más inmediato del euro sobre las empresas en España se da en la forma de *shock* positivo de oferta debido a la reducción significativa, supuesta permanente, del coste financiero real para empresas, familias y Estado. Es decir, pasar de un entorno de financiación cara y relativamente escasa a otro de financiación abundante y más barata. Si la reducción en el tipo de interés de la deuda privada es el mismo —cinco puntos porcentuales— que el de la deuda pública a largo plazo, el entrar en el euro supone para las empresas financiarse a un coste la mitad del coste antes del euro. La primera consecuencia del descenso permanente en el tipo de interés de

la economía es el aumento en el valor económico de los activos ya existentes. El tipo de interés interviene en el factor al que se descuentan rentas futuras: una renta perpetua anual de 100 euros descontada al tipo de interés del 10 % tiene un valor presente de 1000 euros; descontada al tipo de interés del 5 %, la mitad, vale el doble: 2000 euros. Los bienes inmuebles se aproximan a las características de larga vida útil y oferta rígida a corto y medio plazo por tratarse de bienes no comercializables, que deben producirse allí donde se van a consumir. Si el activo es una máquina, la revalorización es menor porque tiene una vida útil más corta y, eventualmente, además de producirse en España, se puede importar. Por ejemplo, la misma reducción del tipo de interés, del 10 % al 5 % aumenta el valor económico de una máquina con cinco años de vida útil en un 16,67 % (cinco puntos porcentuales de reducción del coste financiero en un coste total inicial del 30 % que incluye el 10 % de interés y el 20 % de depreciación anual), muy inferior al 100 % de incremento en el valor de un bien, como los inmuebles, de vida útil muy larga.

La subida de los precios de los activos inmobiliarios en España con la incorporación al euro es coherente con el efecto asimétrico del descenso permanente del tipo de interés de la economía, que da como resultado un aumento de valor de los activos mayor o menor según su vida útil y comerciabilidad. La reacción de aumentar la oferta de los bienes que incrementan su valor hasta cifras por encima del coste de producción y el que este incremento de oferta se concentre sobre todo en los bienes cuya diferencia entre valor y coste sea mayor —bienes inmobiliarios, por ejemplo— son explicables desde la perspectiva de la racionalidad individual. Lo que quizá no se supo ver es que el aumento de la oferta termina por hacer descender los precios hasta acercarse a los costes de producción. Las sociedades mercantiles dedicadas a la construcción y a la actividad inmobiliaria forman parte del sector institucional de las SNF. Por lo tanto, el sesgo hacia una mayor actividad del sector inmobiliario y la construcción cuando los precios de estos activos suben aceleradamente, quedará incorporado en los valores de flujos y *stock* consolidados para el conjunto de las SNF que publican Contabilidad Nacional y las Cuentas Financieras. Aunque hay que tener en cuenta también que, en el caso de la vivienda, los inmuebles una vez construidos y vendidos, en gran parte pasan a formar parte de los activos del sector familias. En todo caso, en todo el texto se presentan solo datos consolidados, sin desgloses sectoriales.

En términos generales, el experimento del euro permite poner a prueba la capacidad explicativa del modelo de empresa propuesto dentro del marco teórico, simulando primero lo que predice el modelo sobre qué va a pasar cuando el sector empresarial recibe la noticia positiva de una financiación más barata y comprobando después si la información real confirma o no las predicciones. Esta pauta se aplica en los tres capítulos centrales del libro según las siguientes consideraciones, que será importante recordar. Primero, el descenso en el tipo de interés coincide con otros acontecimientos fuera del control de las empresas que influirán en su comportamiento y que no siempre se podrán aislar para calibrar el efecto individual del descenso en el coste financiero. Segundo, los datos agregados para el conjunto de las SNF en Contabilidad Nacional y en las Cuentas Financieras no se elaboran pensando en que van a ser utilizados en análisis como el que aquí se presenta.

A lo largo de la exposición y en los respectivos análisis adoptan un punto de vista por el cual los datos consolidados del conjunto de SNF han sido generados por la actividad de una empresa «representativa» del colectivo de empresas españolas. Al prescindir de la heterogeneidad del tejido empresarial utilizando datos agregados en lugar de individuales de empresas, se pierde mucha información relevante. Pero, primero, el análisis de agregados es habitual en el estudio del funcionamiento de las economías; y segundo, para el objetivo pedagógico del texto, trabajar con la empresa representativa, el agregado, es, creemos, suficiente. Finalmente, recuérdese que existen bases de datos —SABI-*Inform* y Central de Balances del Banco de España— con información contable individualizada por empresa cuya agregación permitiría obtener de otra fuente distinta valores de variables de flujo y *stock* como las que se manejan en este texto. Tendría todo el sentido, y sería recomendable hacerlo, cotejar información sobre las mismas variables procedente de fuentes distintas, pero este ejercicio queda fuera del contenido de este texto.

ÍNDICE

PRESENTACIÓN.....	9
INTRODUCCIÓN: LA ENTRADA DE ESPAÑA EN EL EURO	15
El euro y el coste de la financiación.....	23
CAPÍTULO 1. EMPRESAS Y SOCIEDADES EN ESPAÑA	29
Introducción	29
Empresa y sociedad mercantil	32
Empresa, forma jurídica y desempeño.....	32
Formas jurídicas de empresas en España	36
Estados contables	41
Balance.....	41
Cuenta de resultados.....	46
Fondos generados y sus usos	49
Resultados económicos de la producción en España.....	50
La contribución de las SNF al PIB de la economía española..	53
Contribución al PIB.....	53
Contribución al <i>stock</i> de capital.....	55
Conclusión.....	57
CAPÍTULO 2. ACTIVIDAD DE LAS SOCIEDADES NO FI- NANCIERAS Y PRECIOS DEL <i>OUTPUT</i> Y DE LOS RECUR- SOS DE TRABAJO Y CAPITAL	61
Introducción	61

Actividad de las SNF en España	63
<i>Output</i>	63
<i>Input</i> trabajo	65
<i>Input</i> capital.....	66
Relaciones entre <i>inputs</i> y <i>output</i>	69
Precios y cantidades	73
Precios y demanda de recursos para la producción	76
Discusión y conclusión.....	81
Anexo 1. Coste por uso del capital	85
Impuestos sobre beneficios.....	85
Anexo 2. Actividad y demanda de factores para la empresa que maximiza beneficios.....	90
Salario endógeno	94
CAPÍTULO 3. FLUJOS DE INGRESOS, COSTES Y BENEFICIOS, Y FLUJOS DE GENERACIÓN Y USO DE FONDOS....	97
Introducción	97
Reparto del valor añadido de explotación.....	98
Renta no laboral de las SNF y su reparto	102
Reparto de la renta no laboral y peso de los beneficios con- tables en la renta total.....	104
Flujos de generación y uso de fondos.....	109
Explicación del retroceso de la retribución del trabajo en el VAB de las SNF.....	112
Precios relativos del trabajo y del capital y posibilidades de sustitución tecnológica.....	113
Poder de las empresas para fijar precios en el mercado de producto.....	116
Mercado de trabajo	118
Efecto composición.....	120
Conclusión.....	121
Anexo. Determinantes del reparto del VAB entre retribución al trabajo, coste por uso del capital y beneficio.....	124
Nuevos supuestos: tecnología de producción CES y com- petencia imperfecta en mercado de producto y en mer- cado de trabajo (monopsonio)	125

Mercado laboral con negociación entre trabajadores y empresarios	128
CAPÍTULO 4. EL BALANCE (ACTIVOS Y PASIVOS) DE LAS SNF EN ESPAÑA	131
Introducción	131
Balance de las SNF en España	133
Activo del balance.....	133
Pasivo del balance	136
Composición de activos y pasivos: activos en el exterior y pasivos del exterior	138
Endeudamiento y su composición.....	141
¿Qué explica la evolución de la ratio deuda SNF sobre el PIB?	144
Endeudamiento bancario y no bancario.....	148
Conclusión.....	150
Anexo: Reconciliación de activos y pasivos de las SNF.....	153
CAPÍTULO 5. RENTABILIDAD E INVERSIÓN	159
Introducción	159
Resultados contables de las SNF en España: rentabilidad y márgenes	161
Resultados de operaciones.....	164
ROA operaciones antes y después impuestos	167
Rentabilidad financiera y del activo total	168
Coste de la deuda y rentabilidad sobre fondos propios	169
Inversión en capital para producir en España	173
Actividad inversora	174
Incentivos a invertir	178
Valor económico relativo	179
Competitividad.....	181
Incentivos y actividad inversora	184
Conclusión.....	187
Anexo 1. Relación entre rentabilidad y coste del capital	189
Rentabilidad y competitividad	190
Valor económico relativo y actividad inversora.....	191

Anexo 2. Crecimiento de la inversión en capital: ¿capacidad de financiación interna o expectativas de beneficios?	192
Anexo 3. Rentabilidad después de impuestos de sociedades de los activos operacionales para distintas medidas de los activos no financieros.....	194
EPÍLOGO: LA COVID-19 Y LA ACTIVIDAD DE LAS EMPRESAS EN ESPAÑA.....	197
Autoempleados y entidades sin fines de lucro	201
Sector empresarial no financiero	203
ANEXO: FUENTES DE DATOS	205
Otras fuentes de información.....	205

*Este libro se terminó de imprimir
en los talleres del Servicio de Publicaciones
de la Universidad de Zaragoza
en marzo de 2022*



ESTUDIOS

Este libro describe y explica las conductas (producción, utilización de recursos, inversión en capital) y los resultados (distribución funcional de la renta, rentabilidad, generación y uso de fondos) de las sociedades no financieras (SNF) en España, desde el euro (2000) hasta la COVID-19 (2020), incluyendo los años de la Gran Depresión. En sus páginas se interpreta la información económico-financiera extraída de los estados contables consolidados de las SNF, bajo el supuesto de que ha sido generada por agregación de las conductas racionales de los decisores empresariales. La obra integra la visión de la empresa desde la contabilidad y las finanzas con la visión propia del análisis microeconómico.



Prensas de la Universidad
Universidad Zaragoza

VICENTE SALAS FUMÁS

(doctor en *Management* por la Universidad de Purdue-EE. UU.) es profesor emérito de la Universidad de Zaragoza e investigador asociado al IEDIS y a la FUNCAS. Previamente ha sido catedrático de organización de empresas en esta universidad y en la Autónoma de Barcelona (UAB). Ha publicado libros y artículos en áreas que comprenden desde la teoría económica de la empresa a investigaciones empíricas sobre la empresa española. Ha sido miembro del consejo de gobierno y de la comisión ejecutiva del Banco de España. Premio Rey Jaime I de Economía y doctor *honoris causa* por la UAB.