

Vicente Salas Fumás*

LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LA PANDEMIA: SITUACIÓN FINANCIERA Y PERSPECTIVAS DE RECUPERACIÓN

Con datos de las Sociedades No Financieras (SNF) en España se analiza la pérdida de actividad empresarial durante la pandemia, y sus efectos sobre la liquidez, endeudamiento, beneficios e incentivos a la inversión. La pérdida de actividad reduce beneficios y recursos generados, pero sin afectar a la liquidez y capacidad de financiación del conjunto de las SNF porque se compensan con más endeudamiento, menos inversión en capital y menos dividendos pagados. La reducción en los márgenes empresariales puede tener un efecto negativo sobre los incentivos a invertir en la recuperación, pero el aumento en los gastos de personal en relación al valor añadido, que produce la reducción en el margen, podría actuar como estímulo por el lado de la demanda.

Spanish companies in the pandemic: Financial situation and recovery perspectives

With data from Spanish Non-Financial Corporations (NFC), the paper analyses the contraction of activity during the pandemic, as well as its effects on the liquidity, leverage and profits of Spanish firms. The contraction of the activity reduces the accounting profits and the internally generated funds, but the liquidity and financial situations was not altered because corporations increased debt, and reduced capital investment and dividends, at the same time. The lower profit margins, if continue, can drag the incentives to invest in the recovery, although the fact that the lower margin is the consequence of an increase in the share of labor compensation in value added, may act as stimuli from the demand side.

Palabras clave: empresa española, crisis COVID-19, situación financiera, inversión para el crecimiento, recuperación.

Keywords: Spanish firms, COVID-19 crisis, financial situation, investment for growth, recovery.

JEL: D25, L25, M21.

* Universidad de Zaragoza y FUNCAS.

Contacto: vsalas@unizar.es

El trabajo se ha beneficiado de ayuda financiera del Departamento de Ciencia, Universidad y Sociedad del Conocimiento del Gobierno de Aragón, Proyecto S42_20R, CREVALOR, y del proyecto MCIN/AEI/10.13039/501100011033, Grant/Award Number: PID2020-113338RB-I00. Agradezco también los comentarios de un evaluador anónimo y de Javier Vallés a versiones previas del trabajo. Versión de enero de 2022.

<https://doi.org/10.32796/ice.2022.924.7349>

1. Introducción

La pandemia por la irrupción del virus COVID-19 ha significado una perturbación sin precedentes recientes de la actividad económica, a nivel global, y para la economía y las empresas españolas, en particular. Súbitamente, los actores económicos, empresas, familias y gobiernos, deben ajustar su comportamiento a una situación altamente disruptiva, en la que confluyen factores de oferta y de demanda actuando en la misma dirección. El resultado final ha sido una profunda contracción en la actividad productiva, aunque desigual entre economías y sectores de actividad, y la expectativa de cambios estructurales importantes en la producción y el comercio. Este texto muestra la evolución de la liquidez y del endeudamiento de las empresas en España a partir de información trimestral sobre cuenta de resultados, flujo de fondos y balance, agregados para el sector institucional de las Sociedades No Financieras (SNF). En la explicación de la situación financiera del conjunto de SNF durante la pandemia se tienen en cuenta la evolución de la actividad (valor añadido bruto, empleo, inversión), así como algunas decisiones de ajuste en respuesta a la misma, tanto en variables reales, por ejemplo, la inversión en capital, como financieras, por ejemplo, el pago de dividendos y la financiación a través de créditos avalados por el ICO (Instituto de Crédito Oficial).

Las fuentes de información estadística son la Contabilidad Nacional (INE), series trimestrales de los sectores institucionales de la economía española, para las variables de flujos (ingresos, costes e inversión), y las Cuentas Financieras (Banco de España), para las variables de *stock* (activos líquidos, deuda, fondos propios). El análisis se limita al sector institucional de las SNF, lo que significa dejar fuera del mismo la actividad empresarial que realizan las empresas no societarias, concretamente los trabajadores autónomos, entidades sin ánimo de lucro, así como las empresas del sector financiero. Idealmente hubiera sido deseable incluir al conjunto de empresas no financieras, societarias o no, pero la información homogénea y armonizada solo

está disponible para las SNF (las formas jurídicas de empresa personal, los autónomos y las entidades sin ánimo de lucro se integran en el sector institucional de familias y entidades sin ánimo de lucro). En todo caso, el valor añadido bruto (VAB) del conjunto de SNF representa cerca del 60 % del VAB del conjunto de los sectores institucionales (familias y entidades sin ánimo de lucro, SNF, sociedades financieras y Administraciones públicas), y la formación bruta de capital conjunta de las SNF representa dos tercios de la formación bruta de capital del conjunto de sectores institucionales, incluida la vivienda residencial, y prácticamente toda la formación bruta de capital, excluida la vivienda, del sector privado no financiero de la economía¹.

Los efectos económicos directos e indirectos de la COVID-19 han sido desiguales entre sectores económicos y entre tipos de empresas, principalmente, según su tamaño y su particular situación económico financiera en el momento del *shock*. Los datos agregados para el conjunto de SNF que se utilizan en este trabajo no permiten captar esa heterogeneidad y, por tanto, son claramente limitados al no diferenciar entre sectores y tipos de empresas, como sí se hace en otros estudios. En este sentido, Ebeke *et al.* (2021) utilizan datos de cuatro millones de empresas no financieras para evaluar los efectos de la pandemia en los riesgos de iliquidez e insolvencia en el sector corporativo europeo, separando los efectos por sector de actividad y tamaño empresarial. El estudio valora también la efectividad de las ayudas públicas para mitigar esos riesgos, y los escenarios de recuperación que podrían requerir ayudas adicionales. Blanco *et al.* (2021) realizan un estudio similar para el caso español, utilizando información individual de las sociedades no financieras procedente de la Central de Balances del Banco de España. Los dos trabajos utilizan simulaciones, con supuestos sobre la evolución de la actividad de las empresas y sobre la sensibilidad de los costes, pagos y

¹ Huerta Arribas y Salas Fumás (2021) analizan los efectos de la pandemia en la actividad económica en los distintos sectores institucionales de la economía española.

saldos a la evolución de la actividad, para proyectar proporciones de empresas que, dada la situación de partida en 2019, podrían entrar en situaciones de falta de liquidez e insolvencia en los dos o tres años siguientes.

Menéndez y Mulino (2021) analizan la evolución de la actividad económico financiera de las empresas no financieras en España con información individualizada de las empresas en la base de datos de la Central de Balances Integrada del Banco de España, para el año 2020, y con información individualizada de las empresas colaboradoras de la Central de Balances Trimestral hasta el tercer trimestre de 2021. Nuestro trabajo es relativamente similar, en cuanto a los objetivos del análisis, al de Menéndez y Mulino, aunque con diferentes datos, en este caso los datos agregados procedentes de Contabilidad Nacional (CN) y las Cuentas Financieras (CF). La información individualizada por empresa de la Central de Balances Trimestral se limita a unas 900 sociedades no financieras de tamaño relativamente grande; los datos agregados de CN y CF se refieren al conjunto del sector institucional de las SNF².

El resto del trabajo se estructura en cinco apartados y unas conclusiones. En el apartado 2, se evalúa la magnitud del impacto de la pandemia en la evolución de indicadores de actividad, incluyendo el valor añadido bruto como variable de *output*, y los costes de personal y la inversión bruta y neta en capital fijo, como variables de *inputs*. En el apartado 3, se analizan las variables *proxy* de la situación financiera de las empresas, concretamente la capacidad/necesidad de financiación por diferencia entre fondos internos generados y usos de estos fondos, analizando en el apartado 4 los indicadores de liquidez y niveles de endeudamiento. En el apartado 5 se comparan los comportamientos de algunos indicadores

de actividad, liquidez y endeudamiento durante la crisis financiera de 2008-2009 y durante la actual situación de pandemia por la COVID-19. El apartado 6 valora algunos escenarios de recuperación y cómo puede influir en ellos la situación de partida de las empresas y la ejecución de los programas Next Generation EU (NGEU).

2. Actividad productiva e ingresos

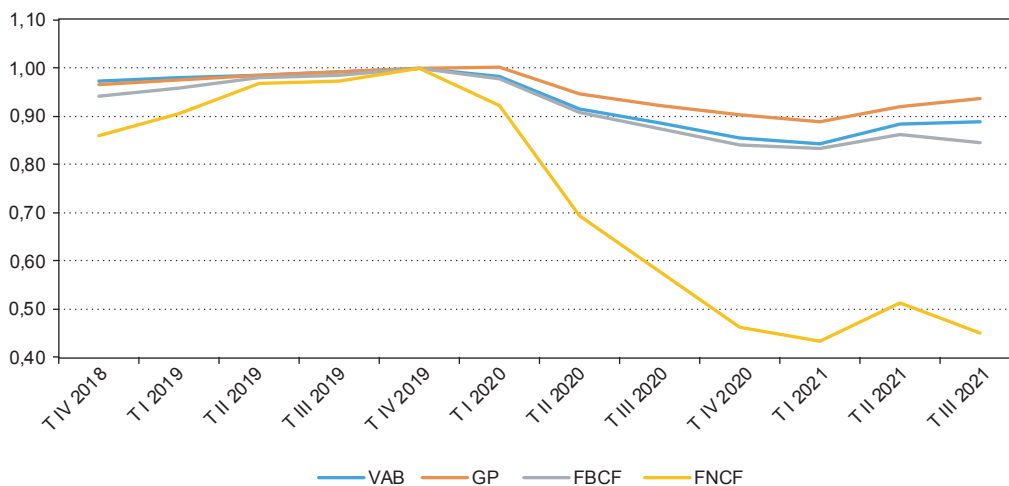
La evolución de la situación financiera de las empresas, sus niveles de liquidez y de endeudamiento, estará determinada por la evolución de la actividad productiva, la generación de ingresos, costes y beneficios, y las decisiones empresariales de inversión y financiación. La actividad de las SNF en España se analiza a través de la evolución de variables de producción: valor añadido bruto (VAB), empleo, formación bruta de capital fijo (FBCF), y formación neta de capital fijo (FNCF), esta última igual a la bruta menos el consumo de capital. Las SNF obtienen ingresos en forma de intereses y dividendos percibidos en retorno por los activos financieros que poseen en su balance (en gran parte contrapartida de inversiones directas en el exterior). El total de ingresos incluye el VAB generado por las actividades de producción en España y los ingresos procedentes de los activos financieros.

La Figura 1 muestra la evolución de la actividad productiva de las SNF en España entre el IVT2018 y el IIT2021, con valores normalizados de las variables de *output* e *inputs* por el valor respectivo correspondiente al IVT2019, previo a la pandemia. En los trimestres previos a la pandemia, durante todo el año 2019, el VAB, el empleo y la formación de capital evolucionan en paralelo con una tendencia positiva. La pandemia interrumpe el crecimiento. El retroceso en la actividad de las SNF en España se inicia en el mismo momento en que se toman las medidas sanitarias de protección frente a la pandemia, IT2020, excepto en la variable empleo que durante el primer trimestre del año se mantiene en niveles del trimestre anterior. La contracción de la actividad continúa hasta el IT2021 cuando alcanza niveles mínimos: el VAB y la FBCF a euros constantes (medias móviles de cuatro

² Menéndez y Mulino (2021) completan el análisis con información empresarial reciente procedente de otras fuentes, como las estadísticas de ventas por sectores de la Agencia Tributaria, la información recogida en la cuarta edición de la Encuesta del Banco de España de Actividad Empresarial (EBAE), e información sobre financiación bancaria al sector empresarial por sectores de actividad del Banco de España.

FIGURA 1

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA ACTIVIDAD DE LAS SNF EN ESPAÑA ENTRE EL IVT2018 Y EL IIIT2021, ÚLTIMO DATO DISPONIBLE, A PARTIR DE VARIABLES DE PRODUCCIÓN: VAB, EMPLEO E INVERSIÓN EN CAPITAL PRODUCTIVO. ÍNDICES DE LAS VARIABLES ORIGINALES NORMALIZADAS POR EL VALOR RESPECTIVO DE IVT2019 (ÚLTIMO TRIMESTRE ANTERIOR A LA PANDEMIA)



NOTA: Los valores de las variables antes de la normalización están expresados en euros constantes del año 2018 utilizando los deflatores del PIB (para el VAB) y de la formación bruta de capital fijo (para la FBCF). La variable Empleo se calcula deflactando los gastos de personal por un índice de coste laboral calculado a partir del incremento en la remuneración media por asalariado que publica el INE (Cuentas trimestrales de la economía española). La formación neta de capital fijo se calcula como diferencia entre la bruta y el consumo de capital. Los valores trimestrales a euros constantes se transforman en media móviles de cuatro trimestres.

FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional: Cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras (SNF).

trimestres) en el IT2021 representan el 84 % del valor respectivo en el IVT2019; es decir, una reducción en actividad productiva del 16 %. El empleo se contrae en paralelo a la contracción de la producción, aunque a un ritmo menor y en el mínimo del IT2021 representa el 89 % del valor máximo del IVT2019 (una reducción del 11 %)³. La

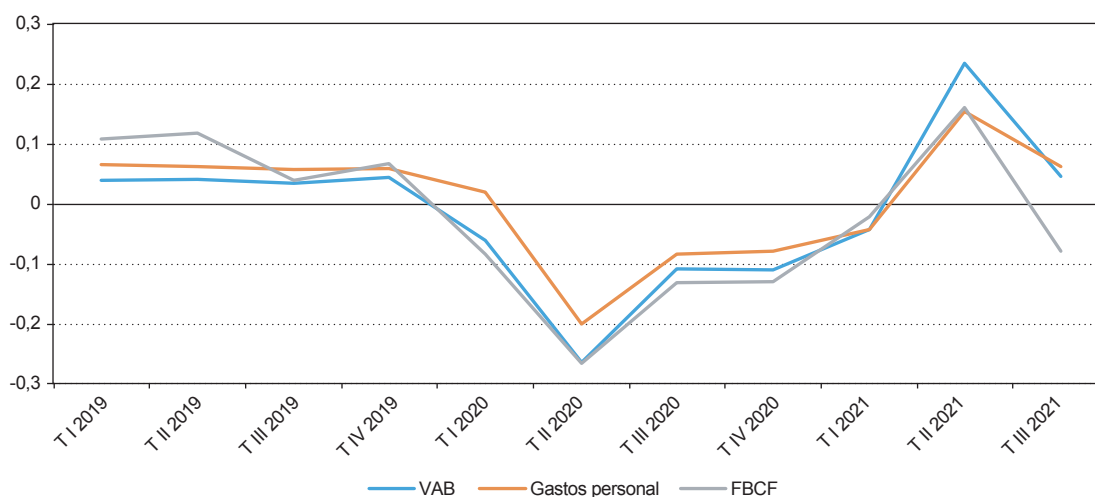
formación neta de capital fijo (FNCF) muestra el mayor retroceso, resultado de la reducción en la FBCF y el comportamiento prácticamente estable del consumo de capital durante todo el periodo. En el mínimo del IT2021 la FNCF representa el 42 % del valor de la inversión neta en capital productivo del máximo de 2019.

En los trimestres segundo y tercero de 2021 las SNF recuperan su actividad en VAB y empleo, pero

³ El número de trabajadores empleados por las SNF y/o las horas efectivas trabajadas no se conocen. Recuérdese que el empleo se ha estimado deflactando los Gastos de Personal por un índice de coste laboral por trabajador. En estos gastos no estarán los ingresos que perciben los trabajadores por las ayudas públicas que reciben las empresas por los trabajadores en Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), pero sí la parte de retribución que paga la empresa a los trabajadores inactivos. La evolución del empleo por encima de

la evolución del VAB está indicando un descenso en la productividad aparente del trabajo, pero hay que tener en cuenta que este descenso estará total o parcialmente determinado por los objetivos de las ayudas ERTE, que persiguen precisamente mantener empleo inactivo en periodos de contracción de la actividad que se esperan transitorios.

FIGURA 2
TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL PARA LAS VARIABLES DE ACTIVIDAD
VALORES TRIMESTRALES
(En euros corrientes)



FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional: cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras, (SNF).

la recuperación de la inversión en capital es menos clara, recuperación en el IIT pero retroceso en el IIIT. Según los últimos datos disponibles, en el IIIT2021 el VAB aún está un 11 % por debajo del valor máximo previo a la pandemia, lo que significa que, para la total recuperación, debe aumentar un 12,4 % desde su nivel actual. En el caso del empleo la recuperación está más cerca, siendo suficiente un 6,4 % de incremento para alcanzar niveles previos a la pandemia. La FBCF, por su parte, necesita un crecimiento real del 17,7 % para alcanzar los niveles del IVT2019. Mientras se mantengan los valores de consumos de capital de los últimos trimestres la recuperación de la FNCF, que determina la evolución de la capacidad productiva del conjunto de SNF, dependerá del comportamiento de la FBCF. En este sentido, en los trimestres anteriores a la pandemia, la FNCF a euros constantes representa el 8,5 % del VAB también a euros constantes de 2018; en los tres trimestres de 2021 la proporción es solo

del 4,5 %. Esto significa que en los últimos trimestres la capacidad productiva estaría creciendo a la mitad de la tasa de crecimiento prepandemia.

La exposición sobre evolución de la actividad productiva de las SNF en España se completa con la Figura 2 que muestra las tasas de variación interanual para los valores nominales trimestrales de las variables de VAB, gastos de personal y formación bruta de capital fijo.

En euros corrientes, el VAB y la FBCF se contraen casi un -27 % en el IIT2020 con respecto a los valores del mismo trimestre en el año anterior; la contracción en gastos de personal, sin embargo, es solo del -20 %. Un año más tarde, IIT2021, una parte significativa de la contracción se recupera con un crecimiento del VAB, FBCF y gastos de personal del 23,5 %, 16,2 % y 16,2 %, respectivamente. Los crecimientos de las variables seleccionadas en el sector institucional de las SNF son más volátiles que para el conjunto

de la economía española. En este sentido, según la Contabilidad Trimestral, la contracción (recuperación) del PIB, por ejemplo, en el IIT2020 (IIT2021) es del -17,4 % (18,9 %).

El acoplamiento de las tasas de crecimiento del VAB y de la FBCF durante buena parte del periodo se rompe en los últimos trimestres, con un crecimiento del VAB por encima del crecimiento de la FBCF (este último es negativo en el IIT2021 con respecto a los valores del mismo trimestre del año anterior). La inversión en FBCF con respecto al VAB disminuye casi cuatro puntos porcentuales en los últimos trimestres, mientras que la proporción de gastos de personal en relación al VAB crece durante la pandemia (consecuencia de la evolución de los crecimientos respectivos) desde un 57 % en 2019 hasta un 60 % a partir del IIT de 2020⁴.

3. Beneficios, generación y uso de fondos

La producción de las SNF en España genera VAB una parte del cual se destina a pagar salarios a los trabajadores; el montante que resta es el Excedente Bruto de Explotación (EBE), es decir, los fondos procedentes de la actividad ordinaria del negocio en España para atender los costes de la propia sociedad mercantil. Puesto que la SNF obtiene ingresos procedentes de los activos financieros en balance, el total de fondos disponibles para atender los costes de la actividad se mide a través del beneficio empresarial antes de intereses, impuestos y dotación a amortizaciones (EBITDA, por sus siglas en inglés) calculado como suma del EBE más los ingresos financieros. Finalmente, el Beneficio Neto contable, el último renglón en la cuenta

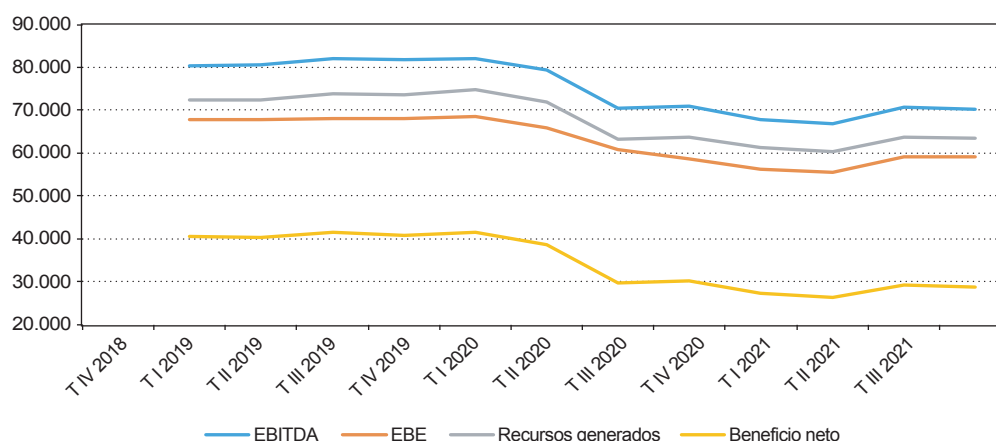
de resultados empresariales es igual al EBITDA menos los costes propios de la sociedad de capitales que incluyen la dotación a la amortización (consumo de capital en CN), los intereses de la deuda y los impuestos sobre beneficios de las sociedades.

La cuenta de resultados de las empresas incluye ingresos y costes explícitos necesarios para generar los ingresos. Se completa con el Estado de Origen y Aplicación de Fondos (EOAF) que refleja los movimientos de tesorería por cobros y pagos realizados en el ejercicio. En su versión más simple, la empresa genera fondos internamente por un montante igual a la suma de beneficio neto más dotación a depreciación (la amortización por depreciación o consumo de capital es un coste, pero no una salida de tesorería); por otra parte, realiza pagos en concepto de inversión en capital y reparto de dividendos (salidas de caja que no son costes para la sociedad mercantil). La diferencia entre fondos generados y pagos realizados indica capacidad de financiación al resto de la economía, cuando es positiva, y necesidad de financiación externa cuando es negativa.

La Figura 3 muestra la evolución de las diferentes partidas trimestrales de beneficios y recursos generados de las SNF en euros corrientes. La pandemia interrumpe la tendencia ligeramente positiva en la evolución de los beneficios y los recursos generados de las SNF, en línea con la evolución de los ingresos totales. La contracción a partir del IT2020, con el comienzo de la pandemia, afecta a todas las partidas de forma similar, con un valor mínimo en el IT2021. La pandemia reduce el EBITDA, EBE y recursos generados alrededor de un 20 %, mientras que el beneficio neto en IT2021 es un 37 % inferior al máximo en el IVT2019. En proporción del total de ingresos, el beneficio neto desciende del 23,5 % en el IVT2019 al 18,1 % en el IT2021. La diferencia entre la evolución del beneficio neto y la evolución del resto de partidas de flujos se explica por la evolución del consumo de capital, un coste fijo que entra en el cálculo del beneficio neto, pero no en el resto de partidas de beneficios

⁴ Las tasas de crecimiento de la Figura 2 son comparables con las que se obtienen con datos de la Central de Balances procedentes de empresas individuales. Por ejemplo, el crecimiento del VAB de las SNF en 2020 con respecto a 2019 según la Central de Balances Integrada del Banco de España fue del -13,2 % (Menéndez & Mulino, 2021), mientras que con datos de Contabilidad Nacional el crecimiento interanual fue de -13,6 %. Según la Central de Balances Trimestral el crecimiento del VAB para las (900) empresas colaboradoras en los tres primeros trimestres de 2021 con respecto a los mismos del año anterior fue del 10,9 %, superior al 7 % de crecimiento para el conjunto de las SNF.

FIGURA 3
BENEFICIOS Y RECURSOS INTERNOS GENERADOS DE LAS SNF EN ESPAÑA.
MEDIAS MÓVILES DE CUATRO TRIMESTRES
(En millones de euros corrientes)



FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional: Cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras (SNF).

y recursos generados. A partir del IT2021 se produce una ligera recuperación en los beneficios y recursos generados de las SNF, aunque no se ha consolidado todavía.

Uso de los fondos

Se analiza ahora, en la Figura 4, la evolución del uso de los recursos generados (beneficio neto más consumo de capital) en financiar la inversión bruta nueva en capital productivo, en pagar dividendos y en capacidad o necesidad de financiación.

Hasta el IVT2019 las SNF dedican una proporción estable de los recursos generados: el 30 % al pago de dividendos; la inversión en formación bruta de capital representa una proporción ligeramente creciente de los recursos generados, por encima del 60 %, y el resto, proporción ligeramente decreciente por debajo del 10 % de los recursos generados, corresponde a capacidad de financiación para el resto de la economía.

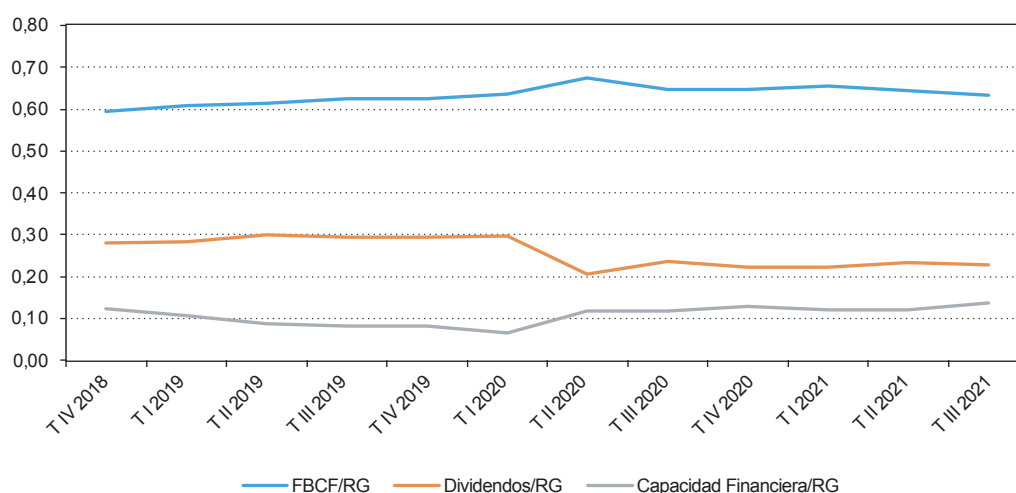
Con la pandemia, a partir del IT2020, la principal variable de ajuste ha sido el pago de dividendos que se reduce hasta estabilizarse alrededor del 22 % de los recursos generados, es decir ocho puntos porcentuales menos que en los trimestres prepandemia. Mientras la actividad se contrae, la inversión bruta en capital aumenta ligeramente su proporcionalidad con respecto a los recursos generados, pero en los dos trimestres de recuperación, II y IIT2021, la proporción desciende ligeramente, en línea con el descenso en la formación bruta de capital en estos trimestres. Con la contracción en los dividendos repartidos y la moderación en la evolución de la inversión en capital, la capacidad de financiación de las SNF aumenta durante la pandemia.

4. Liquidez y endeudamiento

La liquidez del conjunto de SNF se evalúa a partir de la evolución de los saldos de activos líquidos. Estos activos, en su definición más amplia, incluyen el efectivo, los

FIGURA 4

USO DE LOS FONDOS GENERADOS POR LAS SNF EN PAGO DE DIVIDENDOS, FINANCIACIÓN DE LA INVERSIÓN BRUTA EN CAPITAL FIJO Y CAPACIDAD DE FINANCIACIÓN AL RESTO DE LA ECONOMÍA



NOTAS: RG = Recursos generados.

Proporciones calculadas con las variables previamente transformadas en medias móviles de cuatro trimestres.

FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional: Cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras (SNF).

depósitos bancarios transferibles, otros depósitos y valores de corto plazo. En una definición más restringida, la liquidez se mide incluyendo solo al efectivo y a los depósitos bancarios transferibles. El resto de los depósitos pueden estar vinculados a otras operaciones, por ejemplo, a préstamos o créditos bancarios, mientras que la liquidez de los valores a corto plazo puede estar condicionada por la situación de los mercados financieros.

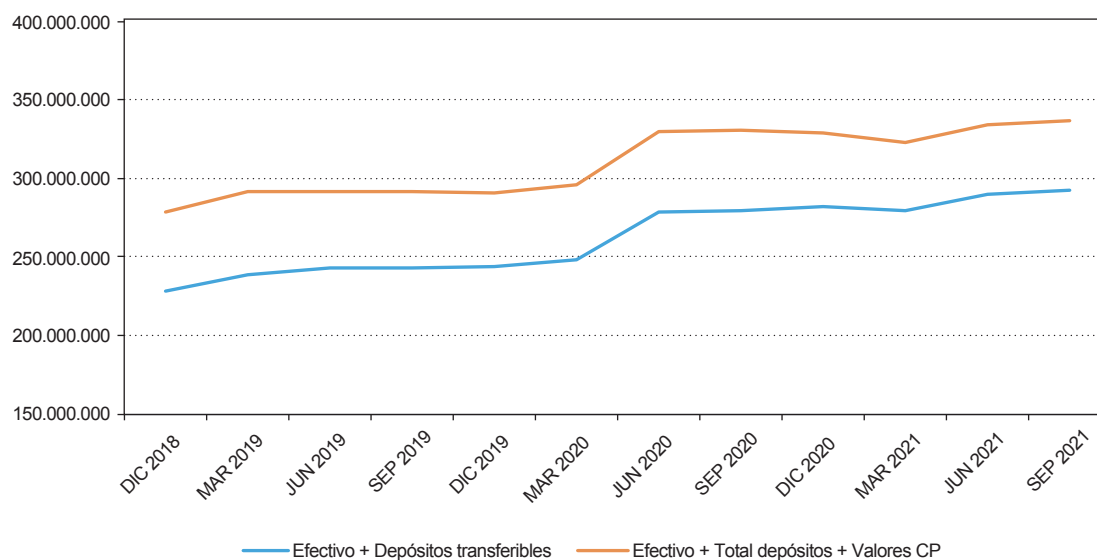
La Figura 5 muestra la evolución de los depósitos más líquidos, efectivo y depósitos transferibles, y el total de activos líquidos, en los trimestres previos a la pandemia y a lo largo de los trimestres que se llevan de la misma. Se aprecia una ligera tendencia creciente en los saldos de activos líquidos antes de la pandemia, en línea con la evolución de la actividad. En el IIT2020, momento álgido de la pandemia y el confinamiento, se produce un salto en el nivel de activos más líquidos, particularmente

en los depósitos transferibles, por el montante de unos 30.000 millones de euros, que se incorpora a la cifra total de liquidez. A partir del IIT2020 en adelante, los niveles de liquidez en valores absolutos se mantienen estables y repuntan otra vez en 2021: en septiembre de 2021 el total de activos líquidos alcanza los 337.000 millones de euros, el 8 % del activo total, más de la mitad de la renta total anual (VAB más ingresos financieros) de las SNF, y más de un tercio del PIB. Del total de activos líquidos, más del 80 % son activos de máxima liquidez, efectivo y depósitos transferibles. Dentro de los activos de máxima liquidez, el efectivo representa en todo el periodo menos del 4 % del total.

Las tensiones de liquidez de las empresas pueden manifestarse también en la evolución de los plazos de cobro de los clientes y pago de los proveedores, de tal modo que aumentos en los mismos pueden

FIGURA 5

SALDOS DE ACTIVOS LÍQUIDOS DE LAS SNF
(En miles de euros corrientes)



FUENTE: Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España.

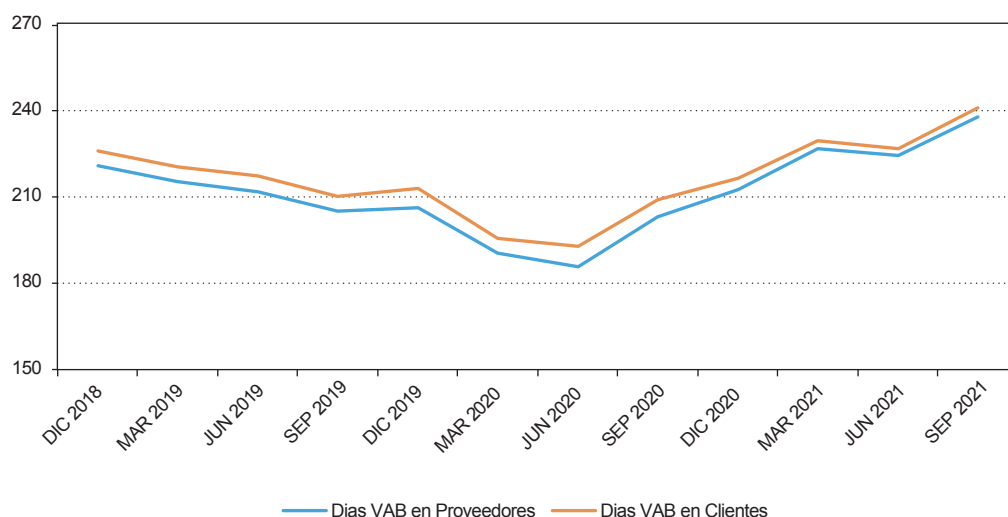
ser indicativos de retrasos en los pagos por falta de liquidez. Las Cuentas Financieras de las SNF proporcionan información sobre la evolución trimestral de los saldos de cuentas por créditos comerciales de activo (cobros pendientes de ventas a Clientes) y de pasivo (pagos pendientes a los Proveedores). Dividiendo el saldo de clientes por las ventas diarias y el saldo de proveedores por las compras diarias se obtienen estimaciones de los días medios de cobro y de pago. Con las cifras agregadas para el conjunto de SNF, las mismas empresas están en los dos lados, como acreedoras de clientes y deudoras de proveedores; por otra parte, no se dispone de información sobre ventas y compras por lo que las estimaciones de los días medios de cobro y pago deben adaptarse a la información disponible. En este caso, para cobros y pagos se utiliza la variable de actividad cuya evolución puede acercarse a ventas y compras, el VAB.

De este modo, el indicador de liquidez se calcula dividiendo los saldos de Clientes y de Proveedores por el VAB diario del conjunto de SNF (Figura 6).

La pandemia altera la tendencia en la senda de evolución de esta ratio de liquidez, descendiente hasta junio de 2020 y ascendente a partir de ese momento, sin que en los últimos meses muestre signos de estabilización. La evolución es paralela para el saldo de clientes y para el saldo de proveedores, como cabría esperar dado que representan valores agregados para compañías que compran y venden entre ellas. En septiembre de 2021 los saldos de las cuentas, y los días de VAB incluidos en ellas, han aumentado más de un 26 % con respecto a los saldos y días de junio de 2020, cuando alcanzan los valores mínimos. El conjunto de las SNF acumula activos líquidos y, al mismo tiempo, aumenta plazos de cobro y de pago con clientes y proveedores, lo

FIGURA 6

DÍAS MEDIOS DE VAB EN LOS SALDOS DE CUENTAS PENDIENTES DE COBRO DE CLIENTES Y DE SALDOS DE CUENTAS PENDIENTES DE PAGO DE PROVEEDORES PARA EL CONJUNTO DE SNF



FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional, Cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras (SNF), para el VAB, y a partir de las Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España, para los saldos de crédito comercial de activo y pasivo.

cual podría ser indicativo de que la liquidez acumulada en tesorería y depósitos bancarios no fluye entre las empresas a través de crédito comercial: unas empresas acumulan activos líquidos y otras no tienen acceso a esos activos y deben retrasar pagos lo que acumula saldos en clientes y proveedores⁵.

Endeudamiento

La estructura financiera de las SNF, el reparto de la financiación de los activos del balance entre deuda y

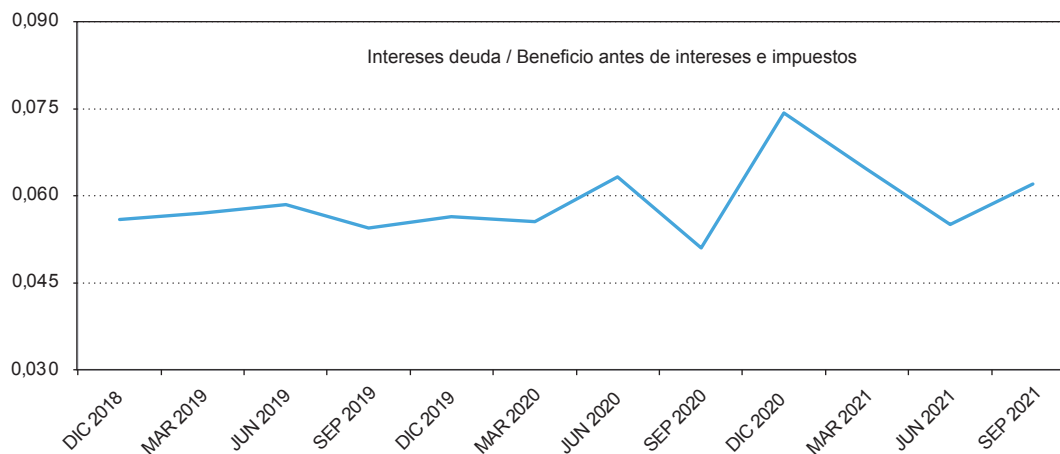
fondos propios, afecta a la capacidad de las empresas para adaptarse a perturbaciones externas negativas imprevistas, como la irrupción de la pandemia. La financiación a través de deuda obliga a las empresas al pago puntual de intereses y devoluciones del principal, mientras que esas obligaciones no existen con los fondos propios; por ello, mayor dependencia de la deuda en la financiación de la sociedad implica más exposición a riesgos de iliquidez (falta de liquidez para atender servicios de la deuda) y quiebra (deuda por encima del valor de los activos en balance). La evolución del endeudamiento de las SNF en España se realiza a través de indicadores que ponen en relación variables de flujos, y de indicadores que relacionan saldos de partidas del balance.

La empresa incurre en pérdidas contables y por ello ve perturbada su actividad si los beneficios operativos junto

⁵ Los datos individuales de empresas colaboradoras de la Central de Balances Integrada (CBI) coinciden en mostrar un aumento de activos líquidos de las SNF en 2020 con respecto al año anterior. También ponen de manifiesto el aumento en el plazo de cobro de clientes en 2020 con respecto a 2019, más marcado entre las empresas que parten con menores niveles de activos líquidos; Menéndez y Mulino (2021).

FIGURA 7

GASTOS FINANCIEROS SOBRE BENEFICIOS ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS
(Calculados sobre medias móviles de cuatro trimestres de las variables)



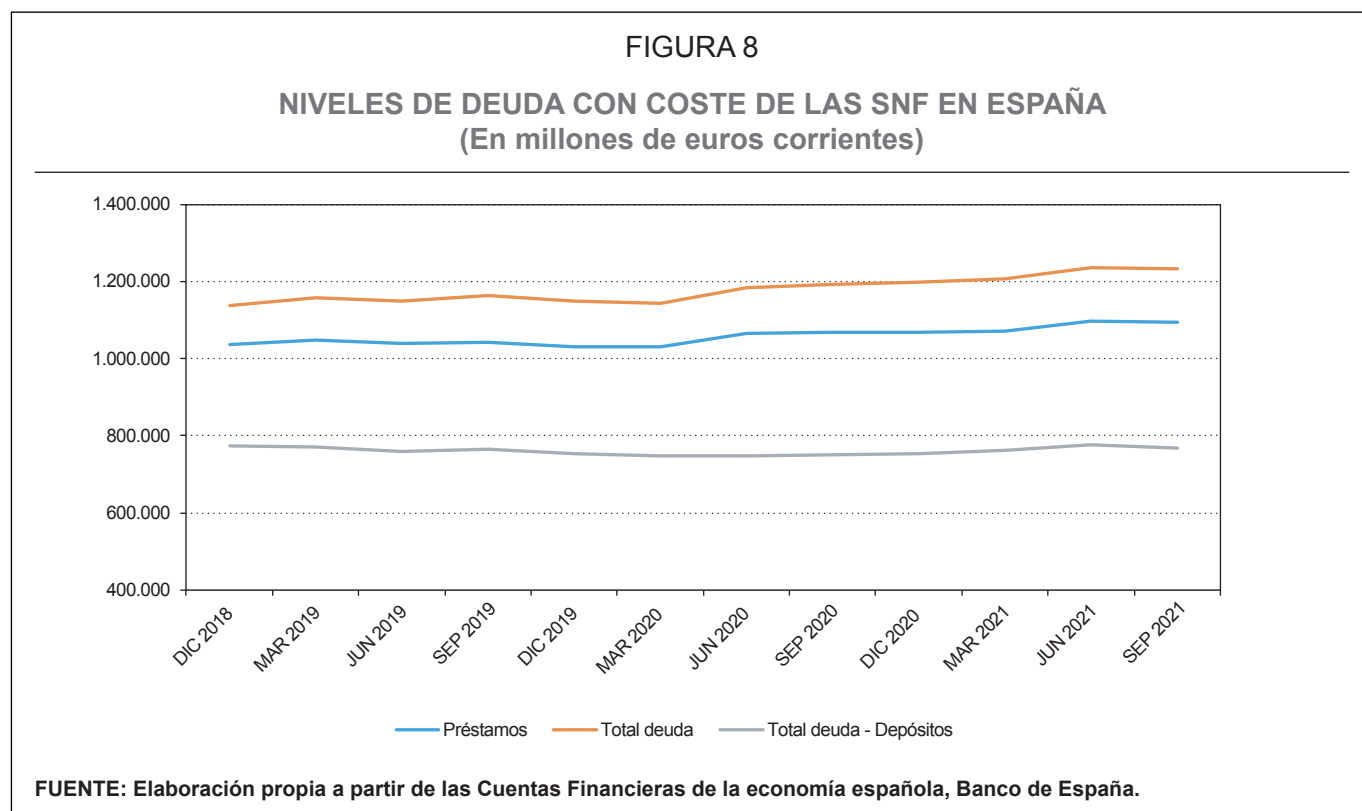
FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional: Cuentas trimestrales de los sectores institucionales, sociedades no financieras (SNF).

con posibles ingresos financieros están por debajo de los gastos financieros que paga por la deuda. Por ello, un primer indicador de vulnerabilidad financiera es la proporción que representan los gastos financieros sobre los beneficios antes de gastos financieros e impuestos (BAIT): cuanto mayor sea esa proporción mayor será la probabilidad de que, ante perturbaciones externas, el beneficio caiga a valores por debajo de los gastos financieros (fijos). La Figura 7 muestra la evolución de este indicador.

Los gastos financieros del conjunto de SNF representan aproximadamente el 5,5 % del BAIT durante los trimestres prepandemia, manteniéndose muy estables en el tiempo durante todos los trimestres. La pandemia genera oscilaciones en el comportamiento de la ratio y eleva ligeramente su valor medio hasta el 6 %. A este aumento contribuye la disminución en el BAIT, mientras que el numerador, los gastos financieros, se mantienen estables o incluso descienden ligeramente en 2021 con respecto al año anterior.

Los gastos financieros son el resultado del producto del tipo de interés medio que se paga por la financiación por el saldo de deuda de las SNF con coste explícito. Esta última incluye principalmente la financiación bancaria, préstamos y créditos, y la financiación por la vía de emisión al mercado de bonos u otros títulos de deuda; por otra parte, excluye la financiación de los proveedores, crédito comercial, porque su coste no es explícito sino en forma de coste de oportunidad (acortar plazos de pago puede significar renunciar a descuentos en precios de compra por pronto pago), que se desconocen.

De acuerdo con la Figura 8, en los dos primeros trimestres de pandemia, hasta junio de 2020, las SNF aumentan su nivel de deuda en términos absolutos, principalmente con un aumento de los préstamos en 33.000 millones. Este incremento de préstamos incluirá la financiación extraordinaria a la que han tenido acceso las empresas desde los primeros momentos de pandemia a través de préstamos y créditos bancarios



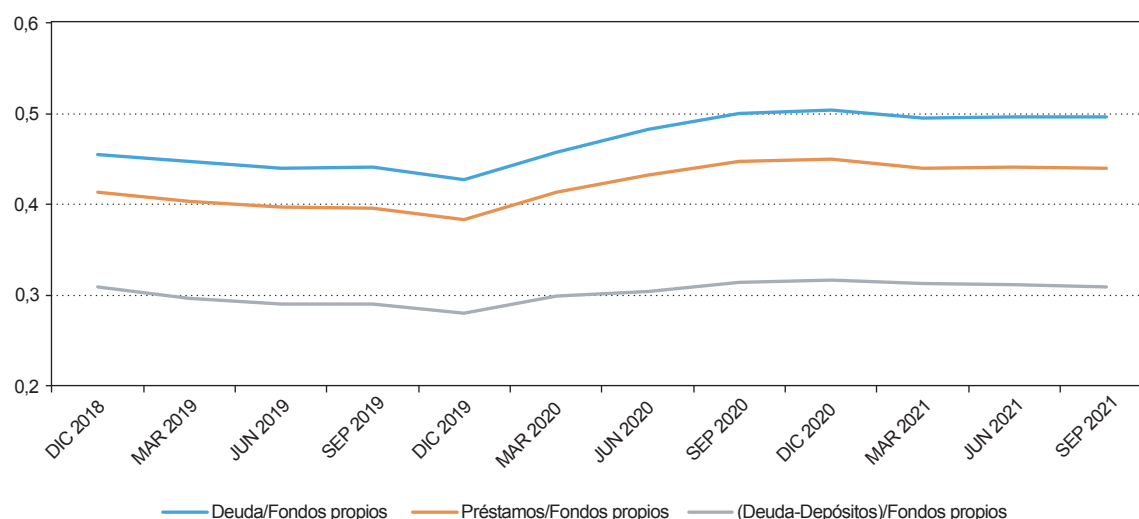
avalados por el ICO. La deuda se mantiene o aumenta en los siguientes trimestres de 2020 y 2021 y en septiembre de 2021 es 88.000 millones de euros, casi un 9 %, mayor que en diciembre de 2019 (70 % por aumento en los préstamos, previsiblemente bancarios).

El aumento en el nivel de deuda coincide en el tiempo con el aumento de los activos líquidos (Figura 6). Razonablemente el incremento de deuda habrá ido dirigido a financiar esos activos, que, por otra parte, incluyen mayoritariamente saldos de depósitos en bancos que conceden préstamos a las empresas. Tomando como indicador del endeudamiento de las SNF la diferencia entre el total de la deuda menos los depósitos bancarios, transferibles y otros, la evolución de la deuda neta es mucho más estable en el tiempo y el aumento en septiembre de 2021 con respecto a diciembre de 2019 notablemente menor, 20.800 millones de euros. Esta cifra está sensiblemente por debajo

de los 52.000 millones de euros de capacidad de financiación acumulados por las SNF durante 2020 y los tres primeros trimestres de 2021, por lo que, durante este periodo, las SNF han podido financiar el aumento de activos líquidos y de otros activos financieros no líquidos.

Cuando la deuda se pone en relación con los fondos propios para evaluarla en términos relativos (Figura 9), el mensaje final es muy similar al que se desprende de la observación de las cifras absolutas. La pandemia interrumpe un proceso de moderado desapalancamiento relativo, de manera que en diciembre de 2019 la deuda total representa menos del 43 % del valor de los fondos propios (a valores de mercado, tal como publican las Cuentas Financieras). Durante la pandemia, el endeudamiento relativo sube hasta el 50 % de los fondos propios, es decir, a un tercio del pasivo total. A ello contribuyen tanto el aumento en el

FIGURA 9
RATIOS DE DEUDA SOBRE FONDOS PROPIOS



NOTA: Fondos propios calculados como suma del valor de acciones y participaciones en el capital de las SNF.
FUENTE: Elaboración propia a partir de las Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España.

numerador (Figura 8), como el descenso en el denominador durante la pandemia. En efecto, en diciembre de 2020 los fondos propios de las SNF disminuyen en 310.000 millones de euros con respecto a diciembre de 2019, un 11,5 %; en septiembre de 2021 parte de esa pérdida se ha recuperado con un aumento en el valor de los fondos propios del 4,5 % con respecto al mínimo de diciembre de 2020⁶.

5. Comparación con la crisis financiera

En este apartado se compara el comportamiento de algunas variables de actividad, liquidez y solvencia

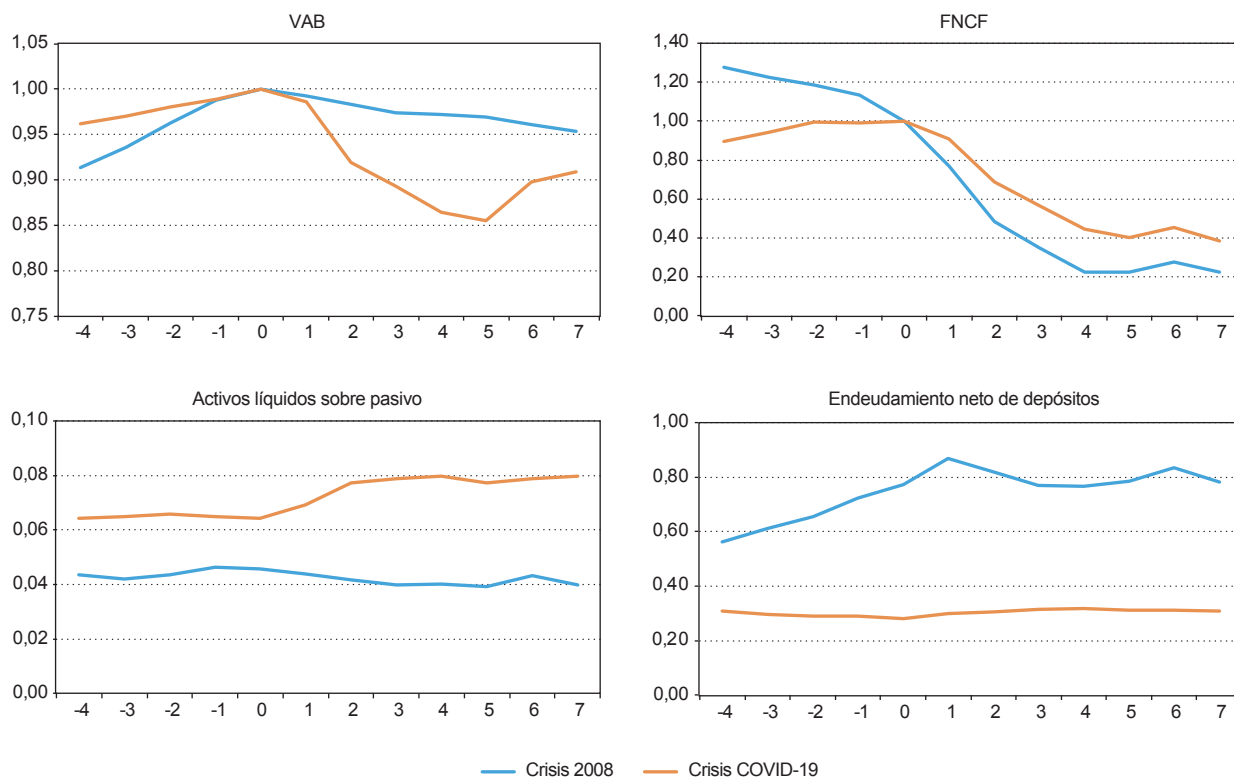
⁶ El comportamiento del endeudamiento, y su evolución en relación a la de la liquidez, con los datos agregados es consistente con el que se observa con datos de empresas individuales de la CBI, aunque los datos individualizados permiten constatar la heterogeneidad de situaciones entre empresas (Menéndez & Mulino, 2021).

durante la pandemia de la COVID-19, con el comportamiento de las mismas variables en la crisis financiera de 2008. Para ello, se toman como referencia los cuartos trimestres/diciembres de 2008 y 2019 como los últimos antes de la crisis respectiva, y se compara la evolución de las variables seleccionadas cuatro trimestres antes y siete trimestres después (los siete trimestres transcurridos desde diciembre de 2019 hasta el IIIT2021). La representación gráfica de las comparaciones se muestra en la Figura 10.

En los primeros trimestres de la crisis financiera de 2008 la contracción del *output*, VAB, es mucho más moderada que la que se produce a partir de 2020 por los efectos directos e indirectos de la pandemia COVID-19. En efecto, en la crisis COVID-19, al séptimo trimestre después del inicio de la crisis, el VAB (medias móviles de cuatro trimestres) en euros corrientes se sitúa un 10 % por debajo del valor del cuarto trimestre del

FIGURA 10

COMPARACIÓN DE VARIABLES DE ACTIVIDAD (VAB Y FNCF), LIQUIDEZ (ACTIVOS LÍQUIDOS SOBRE PASIVO) Y ENDEUDAMIENTO (DEUDA CON COSTE MENOS DEPÓSITOS BANCARIOS SOBRE FONDOS PROPIOS) DURANTE LA CRISIS FINANCIERA DE 2008 Y DURANTE LA CRISIS POR LA COVID-19 (Valores a euros corrientes)



NOTA: Valor «0» IVT2008 y IVT2019. VAB y FNCF en medias móviles de cuatro trimestres.

FUENTE: Elaboración propia a partir de Contabilidad Nacional, INE, y Cuentas Financieras, Banco de España.

año cero. En la crisis de 2008, en el mismo periodo el retroceso en el VAB es solo del 5 %. Hay que tener en cuenta que la crisis financiera tuvo continuidad con la crisis de deuda soberana en la zona euro de manera que la economía y las SNF no inician una recuperación firme (que continúa hasta 2019) hasta el año 2014.

La Figura 10 incluye también la evolución de la actividad con la variable formación neta de capital fijo, FNCF. En el IVT2008 la FNCF de las SNF está en claro retroceso, después de la burbuja en el crecimiento

de la formación de capital en la economía española desde comienzos de la década. El retroceso se acelera en los trimestres siguientes hasta llegar a mínimos en los que la FNCF ha descendido hasta situarse en el 20 % del valor en el trimestre cero. La crisis por la pandemia COVID-19 interrumpe el crecimiento sostenido en la FNCF de trimestres precedentes. El comportamiento contractivo de la inversión neta en capital productivo en los primeros trimestres de las dos crisis es muy similar, aunque el descenso de la inversión en

la crisis COVID-19 es más moderado que en la anterior; hasta el último dato disponible, la FNCF en el IIIT2021 es un 38 % inferior al valor del trimestre cero.

La variable de liquidez seleccionada para la comparación es la proporción que representan los activos líquidos totales (tesorería, depósitos y valores de corto plazo) sobre el total de pasivo. Como indica la Figura 10, la liquidez de las SNF en el momento de la crisis COVID-19 es sensiblemente mayor que en el momento en que estalla la crisis financiera en 2008, 6,5 % de activos líquidos frente 4,5 %. Durante la pandemia la ratio de liquidez crece hasta el 8 % mientras que en la crisis financiera la ratio se consolida al nivel del 4 %. Se da la circunstancia adicional, no reflejada en la figura, que durante la pandemia los activos más líquidos como efectivo y depósitos transferibles representan el 80 % de los activos líquidos mientras que en la crisis financiera esa proporción fue solo del 50 %.

El último gráfico en la Figura 10 muestra los niveles y evolución de la ratio de apalancamiento, deuda sobre fondos propios, con la deuda neta en el numerador de los depósitos bancarios. La ratio de endeudamiento cuando estalla la crisis financiera es del 77 %, mientras que cuando estalla la crisis COVID-19 es solo del 38 %. Además, en 2008 la ratio está en una fase ascendente, de manera que el 2009 la deuda neta llega a representar el 90 % de los fondos propios; durante la crisis COVID-19 la ratio de apalancamiento se mantiene prácticamente estable.

El último dato de la serie para el periodo de crisis financiera es el IIIT2010, mientras que el primero de la serie correspondiente a la pandemia es el IVT2018. Durante estos ocho años, las SNF consiguen generar fondos internos para reducir la deuda y el apalancamiento en la magnitud que está implícita en la comparación de valores de la Figura 10. De hecho, hasta 2009 las SNF tienen un déficit de financiación (los recursos generados son inferiores a la inversión en formación bruta de capital más dividendos pagados) que cubren recurriendo a la deuda externa (aumento del

endeudamiento). A partir de 2009 el signo cambia y las SNF tienen capacidad de financiación, es decir los recursos internos generados son superiores a los desembolsos en inversión en capital y dividendos. A ello contribuyen el descenso en la inversión bruta, y el aumento de los beneficios de explotación resultado de una reducción de los gastos de personal por encima de lo que se reduce el VAB. En la crisis de la COVID-19 la capacidad financiera se mantiene positiva y relativamente estable alrededor del 10 % de los recursos generados (Figura 4). La estabilidad en esta ratio, que también ayuda a estabilizar la ratio de endeudamiento, se consigue trasladando el descenso en los beneficios contables a una menor inversión en capital y a menos dividendos repartidos, en valores absolutos.

6. Perspectivas de recuperación

La economía española, y dentro de ella las SNF, afrontan el reto de la recuperación económica pospandemia. Para ello, cuentan con el impulso transformador que guía las ayudas de la UE, 140.000 millones de euros en siete años, en el marco del programa NGEU, pero también soportan el lastre de las pérdidas causadas por la crisis. En este apartado se hace un breve recuento de esas pérdidas, se perfilan escenarios de recuperación y se valora su posible viabilidad.

Una referencia habitual cuando se trata de valorar el impacto de una crisis es la situación de la economía en el momento anterior a la misma. Comparando la realidad de los siete trimestres de crisis pandémica, desde IT2020 hasta IIIT2021, con los respectivos valores de las variables de interés en los mismos trimestres de 2019, el balance de pérdidas y, por tanto, el primer lastre para la recuperación, para las SNF en España, es el siguiente: en los siete meses de pandemia se ha perdido un 15 % de valor añadido neto (137.000 millones de euros), se ha invertido un 15 % menos en capital fijo (47.356 millones) y la inversión neta, descontado el consumo de capital, que contribuye al crecimiento del *stock* de capital productivo es

un 55 % inferior a la que se habría producido de mantenerse los valores de 2019 (55.000 millones). La pérdida de valor añadido neto ha repercutido en un descenso del 6,7 % en la retribución a los trabajadores (44.000 millones), y en un descenso en el beneficio neto de las sociedades del 35,4 % (93.000 millones)⁷. Con todo ello, la participación del coste laboral en el VAB (VAN) durante la pandemia se sitúa aproximadamente en el 60 % (78 %), tres (siete) puntos porcentuales por encima de la participación en 2019, 57 % (71 %). Durante este tiempo las SNF han aumentado su endeudamiento lo que, sumado a la capacidad de financiación (han generado más fondos internos que los que han destinado a financiar la FBCF y a pagar dividendos), se ha traducido en holgados niveles de liquidez.

Las SNF en conjunto están financieramente saneadas y con liquidez para afrontar la recuperación (la situación será diferente entre sectores de actividad, pero la información agregada impide conocerla). La recuperación y eventual transformación del tejido empresarial dependerá, por tanto, de las expectativas de rentabilidad que ofrezcan los nuevos proyectos de inversión, sobre la que también influirá la complementariedad con las oportunidades de inversión que surjan de la aplicación del programa NGEU.

Tomar como referente de la recuperación el nivel de actividad precrisis supone ignorar las pérdidas de oportunidad por la alteración de la senda de crecimiento consecuencia de la misma. Si la pandemia no se hubiera producido, la actividad de las SNF en los años 2020 y 2021 y siguientes, podía haber mantenido la trayectoria de crecimiento de los trimestres anteriores. La aspiración en la recuperación de las SNF debe ser volver lo antes posible a la senda de crecimiento tendencial,

y minimizar las pérdidas de oportunidad de estar por debajo de la misma. Construir escenarios plausibles sobre trayectorias de recuperación y las condiciones para que se materialicen, requiere realizar supuestos más o menos fáciles de fundamentar. Con estas salvedades, la Figura 11 muestra tres trayectorias para la evolución del VAB a euros de 2019 de las SNF en España: una, representa el crecimiento tendencial (1,5 % acumulativo anual desde 2019 en adelante) y las dos restantes, combinan el crecimiento observado durante la pandemia con expectativas de crecimiento futuro por encima del tendencial, como condición necesaria para converger al mismo. En los dos casos, para los años 2021, 2022 y 2023 se supone que el VAB de las SNF crecerá a la misma tasa de crecimiento que el Banco de España estima para el PIB de la economía española. En uno de los escenarios se supone que en 2024 y en los años siguientes, el VAB crecerá al 3 % acumulativo anual, mientras que en el otro el crecimiento se estima en el 1,8 % anual, previsión de crecimiento por el Banco de España para el PIB en 2024⁸.

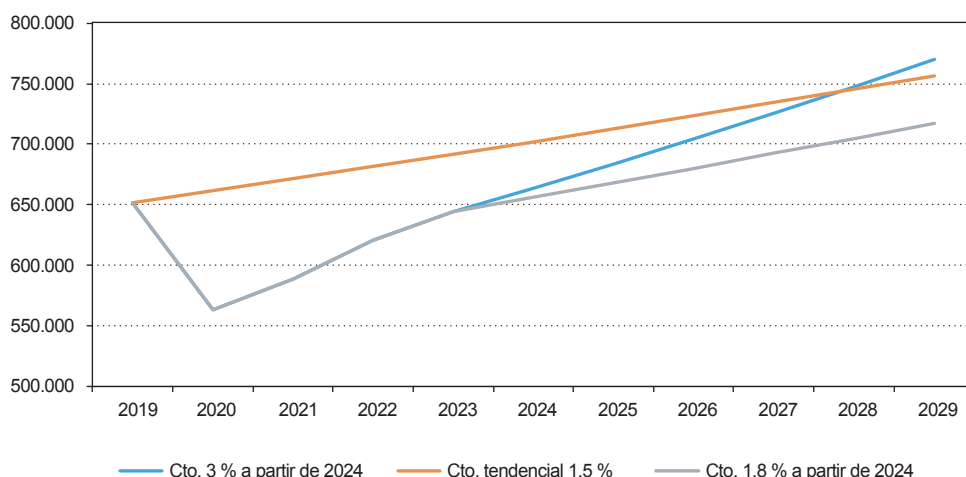
De cumplirse las previsiones, el nivel de VAB de 2019 (a euros constantes) se alcanzaría en 2023. El momento en que se alcanza el VAB estimado a partir de extrapolar el crecimiento tendencial, depende del crecimiento de la actividad a partir de 2024 en adelante. Si ese crecimiento es del 3 % real acumulativo anual, el nivel extrapolado de VAB se consigue en 2028. Pero si el crecimiento después de 2024 es el mismo que el 1,8 % previsto para ese año, en 2028 la brecha entre el VAB estimado a partir de la tendencia de crecimiento prepandemia del 1,5 %, y el estimado aplicando las tasas de crecimiento previstas a los valores del VAB pandémico, sigue siendo importante. El crecimiento anual del 3 % en términos reales del VAB de las SNF,

⁷ La disminución de rentas habrá sido notablemente menor, particularmente para los trabajadores, gracias a las ayudas públicas a través de los programas ERTE. Los inversores y empresarios, por su parte, se han beneficiado de programas de apoyo financiero a las empresas con problemas de solvencia y liquidez (créditos con aval del ICO, por ejemplo). Ver Salas Fumás (2021a) para una primera valoración de estas ayudas.

⁸ El Banco de España publica las últimas proyecciones de crecimiento para la economía española en el *Boletín Económico* 4/2021. Las previsiones de crecimiento del PIB en euros constantes son 4,5 % para 2021, 5,4 % para 2022, 3,9 % para 2023 y 1,8 % para 2024. Los crecimientos del deflactor del PIB previstos para estos mismos años son 1,6 %, 2,5 %, 1,7 % y 1,7 %.

FIGURA 11

TRAYECTORIAS DE TENENCIA Y RECUPERACIÓN DEL VAB DE LAS SNF EN ESPAÑA
(En millones de euros, a precios de 2019)



NOTA: Los valores de 2019 y 2020 en las líneas distintas al crecimiento tendencial del 1,5 % son los que publica Contabilidad Nacional.
FUENTE: Elaboración propia según se explica en el texto.

puede considerarse como el necesario para recuperar el *output* correspondiente a la tendencia pre-COVID-19 en el plazo de vigencia del programa NGEU. La tasa del 3 % es el doble de la histórica pre-COVID-19 y el que se esté más o menos cerca de ella dependerá del impulso sobre el crecimiento empresarial que resulte del despliegue de los programas NGEU.

Para conseguir los objetivos deseados de crecimiento de la actividad empresarial privada, la inversión procedente de los programas NGEU deberá complementarse con la inversión en capital productivo financiada por las propias sociedades de capitales. En los años pre-COVID-19 el crecimiento real anual del 1,5 % en el VAB de las SNF se consigue con una formación bruta equivalente al 69 % del excedente bruto de explotación⁹. Por otra parte, el

excedente bruto de explotación representa el 43 % del VAB, lo que conjuntamente significa que las SNF sostienen el crecimiento del VAB con una FBCF que representa cerca del 30 % ($0,69 \times 43$ %) del VAB. De mantenerse estas proporciones, las condiciones de inversión pre-COVID-19 deberían asegurar una FBCF para el conjunto de SNF en España suficiente para sostener un crecimiento anual del VAB en términos reales del 1,5 %. Para conseguir tasas de crecimiento más altas será necesario contar con estímulos adicionales que pueden venir de los programas NGEU.

Sin embargo, como se ha indicado anteriormente, durante la pandemia el margen bruto de explotación de las SNF se ha reducido del 43 % al 40 %, debido al aumento en la proporción que representan los gastos de personal sobre el VAB, en 3 puntos porcentuales. Esto significa, para el volumen de VAB del año 2019, unos 20.000 millones menos de beneficio bruto de explotación. Si el conjunto de las SNF mantiene la proporción de beneficio bruto de explotación que destinan

⁹ Esta proporción es algo mayor que la que representa la FBCF sobre los recursos generados (Figura 4), porque estos últimos superan al beneficio bruto por la diferencia entre ingresos financieros, costes financieros e impuestos sobre beneficios.

a FBCF, para el VAB del año 2019, la reducción en el beneficio bruto supondría unos 13.000 millones menos de inversión bruta al año. En 2019 las SNF invierten unos 180.000 millones de euros en FBCF por lo que los 13.000 millones representan un 7 % de ese total. En los siete trimestres de pandemia las SNF han invertido 47.356 millones de euros menos de lo que habrían invertido manteniendo los niveles de inversión de 2019, un tercio de los 140.000 millones del programa NGEU. Menos inversión bruta significa también menos inversión neta, menor crecimiento de la capacidad productiva y, eventualmente, de la producción. La menor rentabilidad del capital puede afectar negativamente a los incentivos a invertir por parte de las SNF (la Figura 1 muestra como la FBCF en los dos últimos trimestres evoluciona por debajo del VAB, lo que podría ser indicativo de cierta contención en la FBCF); pero, por otra parte, el aumento en las rentas del trabajo, que causa la caída de la rentabilidad, podría generar incentivos positivos si se traslada a aumentos en la demanda.

Hasta aquí, la reflexión sobre las perspectivas de recuperación pospandemia se ha realizado desde una visión continuista de la actividad para el conjunto de las SNF, es decir, suponiendo que en los próximos años se van a mantener las mismas relaciones técnicas y económicas que en los años prepandemia. Sin embargo, esto no es previsible que ocurra y, si se cumplen los objetivos transformadores que inspiran a los programas del NGEU, es decir, los objetivos de transformar la economía española para que sea más sostenible y más digital, el futuro puede ser sustancialmente diferente al inmediato pasado. En estas condiciones, hacer predicciones sobre el futuro es mucho más complicado porque lo importante ya no es solo el volumen de actividad, sino el qué se va a producir y el cómo se va a realizar esa producción. Una transformación profunda de las relaciones tecnológicas y económicas entre procesos, recursos y actores económicos plantea un complejo problema de coordinación. Los actores económicos, privados y públicos, deben cambiar la forma de producir y de relacionarse, en una situación donde las decisiones

de cada uno son más o menos eficaces en los resultados finales dependiendo de las decisiones que tomen las demás. Las exigencias de coordinación se trasladan también al ámbito interno de las empresas por las complementariedades que se detectan entre unos activos productivos y otros¹⁰. El éxito del NGEU dependerá no solo de que compense la posible falta de incentivos privados a la inversión (por la menor rentabilidad y por el posible aumento del coste del capital con el aumento en las incertidumbres propias del cambio), sino también de su capacidad para actuar como instrumento de coordinación hacia el nuevo equilibrio económico.

7. Conclusión

La crisis económica inducida por las medidas de protección sanitaria en respuesta a la pandemia de la COVID-19, da lugar a costes importantes de oportunidad en forma de menor producción, menores rentas y menor inversión productiva de las que previsiblemente se habrían alcanzado de no haber existido la pandemia. Con las medidas de apoyo establecidas por el Gobierno, las rentas, particularmente las laborales, han descendido relativamente poco, y las empresas, en conjunto, han aumentado su endeudamiento solo en la medida en que han aumentado la liquidez. Pero, al mismo tiempo, la pandemia ha repercutido negativamente en la rentabilidad empresarial. El descenso en la rentabilidad podría explicar todo o parte del descenso observado en la formación bruta y neta de capital durante la pandemia y, de continuar en los años próximos, podría afectar negativamente también a la inversión privada futura.

Entre los objetivos de los programas NGEU deberá estar, por tanto, compensar el déficit acumulado de inversión privada en capital productivo durante la pandemia,

¹⁰ En Salas-Fumás (2021b) se argumenta sobre la demostrada complementariedad entre capital resultado de inversiones en tecnologías de la información y las comunicaciones y capital organizacional, lo que significa que para que cada uno impacte significativamente en la productividad es necesario aumentar también la inversión en el otro. Se documenta también el relativo retraso de las empresas españolas en acumular capital organizacional.

y reforzar los incentivos privados futuros a invertir, evitando así retrasos no deseados en la recuperación. Pero los programas NGEU plantean objetivos transformadores de manera que no importa solo el volumen de inversión sino, sobre todo, la composición de esa inversión en activos de una naturaleza u otra. Por ejemplo, es de esperar que la transformación en una economía más sostenible y digital consolide una tendencia, ya iniciada en el inmediato pasado, hacia un mayor peso de los activos intangibles en el conjunto de la inversión productiva. Las SNF cuentan con liquidez y capacidad financiera para sostener un volumen de inversión en capital fijo que representa cerca del 30 % del VAB y puede asegurar un crecimiento anual del 1,5 %, similar al del pasado reciente. Pero, para recuperar lo antes posible la riqueza no creada y la inversión no realizada durante la pandemia se necesita crecer e invertir a una tasa mayor que en el pasado. Y si, además, se quiere transformar la economía se necesita cambiar la composición de la inversión nueva con más activos intangibles. Los programas en el marco del NGEU deben ayudar al doble objetivo de aumentar la inversión y cambiar la composición de la misma, lo que requerirá un diseño de los mismos pensando en cómo resolver a la vez problemas de incentivos y problemas de coordinación.

Referencias bibliográficas

- Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, Á. & Mulino, M. (2021). Impact of the COVID-19 crisis on Spanish firms' financial vulnerability. *Documentos Ocasionales del Banco de España* n.º 2119.
- Ebeke, C. H., Jovanovic, N., Valderrama, L. & Zhou, J. (2021). *Corporate liquidity and solvency in Europe during Covid-19: The Role of Policies*. IMF, International Monetary Fund, Working Paper No. 56.
- Huerta Arribas, E. & Salas Fumás, V. (2021, diciembre). El desigual comportamiento de los sectores institucionales en la crisis de la COVID-19: implicaciones para la recuperación. *Funcas*, nota técnica. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/el-desigual-comportamiento-de-los-sectores-institucionales-en-la-crisis-de-la-covid-19-implicaciones-para-la-recuperacion/
- Menéndez, Á. & Mulino, M. (2021). La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2020 y 2021 según la Central de Balances. *Boletín Económico del Banco de España* n.º 4/2021, 3-23.
- Salas Fumás, V. (2021a, abril). Pérdidas de las empresas por la COVID-19 y ayudas públicas. *Funcas*, nota técnica. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/perdidas-de-las-empresas-por-la-covid-19-y-ayudas-publicas/
- Salas-Fumás, V. (2021b). Spanish non-financial corporations and the COVID pandemic: vulnerability, resilience and transformation. *Applied Economic Analysis*, 29(85), 42-57. <https://doi.org/10.1108/AEA-11-2020-0157>