

# ¿A qué destinan sus beneficios las empresas españolas?

Por VICENTE SALAS E IGNACIO SANTILLANA

**D**urante la última década, los sectores corporativos de las grandes economías desarrolladas, incluido Estados Unidos, ahorran más de lo que invierten, es decir son financiadoras netas del resto de la economía, incluso manteniendo niveles altos de reparto de dividendos entre sus accionistas, directamente o de forma indirecta con la recompra de acciones. El sector corporativo acumula activos líquidos mientras la recuperación de la inversión empresarial en formación de capital fijo es más lenta de lo que correspondería atendiendo a los niveles de rentabilidad y coste del capital.

Los medios internacionales de referencia (*The Economist*, *Financial Times*, *New York Times*, *Wall Street Journal*), se hacen eco de la anómala situación de ahorro y liquidez excesivos por parte de las empresas mientras la economía mundial insiste en su estancamiento. Algunos estudios académicos atribuyen la anómala conducta del sector corporativo de las economías desarrolladas a la falta de oportunidades rentables de inversión, cuando en las economías de mercado corresponde a las empresas descubrir oportunidades de inversión y desplegar recursos para materializar sus beneficios.

En España, los beneficios y la inversión empresarial apenas forman parte del debate económico. Y ello a pesar de que, al igual que en el resto de economías desarrolladas, la inversión corporativa representa en España más del 70% de la inversión total de la economía. Además, desde el comienzo de la crisis, el ahorro de las sociedades no financieras (SNF) españolas muestra la misma anomalía de ahorro excesivo (ahorro por encima de la inversión) que en otras economías desarrolladas. Este texto resume algunos de los resultados más significativos de otro más extenso de los autores, *Beneficios, ahorro e inversión de las SNF en España: 2000-2014*, en el que se compara el comportamiento del sector corporativo español con el de otros países desarrollados respondiendo a la misma pregunta: ¿a qué destinan sus beneficios las empresas españolas?

Según datos de Contabilidad Nacional (CN), los beneficios netos, después de gastos financieros e impuestos, agregados del conjunto de SNF en España, han tenido una evolución irregular en los años del euro 2000-2014. En los años 2000-2003, previos al punto álgido del boom inmobiliario, los beneficios netos de las SNF representan 11 de cada 100 euros de VAB (Valor Añadido Bruto). En los años siguientes de máxima euforia los beneficios netos descienden en términos relativos hasta el mínimo de 7% del VAB en 2007. La crisis permite a las empresas recuperar beneficios hasta el punto que en 2014 representan el 22% del VAB, dos veces la cifra de los años 2000-2003. Los aumentos en beneficios se explican por los menores costes laborales, financieros y tributarios y mayores rentas financieras, que conjuntamente exceden con cre-



EDUARDO ESTRADA

## EL EXCESO DE AHORRO ES EL REFLEJO DE UN DÉFICIT DE INVERSIÓN MOTIVADO POR EL ESTANCAMIENTO, LA ESCASA COMPETENCIA Y LA FALTA DE VISIÓN A LARGO PLAZO

ces la mayor dotación a amortizaciones.

Los beneficios empresariales tienen tres destinos posibles: repartirlos entre los accionistas en forma de dividendos o recomprando acciones; financiar inversiones que amplíen la capacidad productiva de las empresas; reducir la posición deudora neta de las empresas con el resto de la economía (aumentando los activos financieros y/o reduciendo los pasivos). El peso relativo de cada uno de estos destinos en el total de los beneficios de las SNF españolas ha sido desigual a lo largo de los últimos años.

Hasta 2003 se observa un patrón estable. Las SNF destinan a inversión neta 1,2 euros por euro de beneficio neto, que financian con beneficios retenidos (0,4

euros por euro de beneficio) y con el aumento de posición deudora de las SNF con el resto de la economía (0,8 euros por cada euro de beneficios), principalmente endeudamiento. En los años de fuerte expansión, 2004-2007, el equilibrio se rompe. Las SNF mantienen los niveles absolutos de reparto de dividendos pero el descenso en los beneficios netos da lugar a beneficios retenidos prácticamente iguales a cero en 2007. La inversión neta alcanza en esos años hasta 2,5 euros por euro de beneficio, financiada íntegramente por el aumento de la posición deudora de las SNF con el resto de la economía.

En los años de crisis la situación cambia de nuevo: la tasa de reparto de dividendos se recupera hasta los valores de 2000-2003 (en torno a la mitad del beneficio neto); la inversión neta se contrae hasta el 2% del stock de capital, un tercio de su valor en 2000-2003; el ahorro por encima de la inversión cambia la posición de las SNF con el resto de la economía de deudora a acreedora. Actualmente las SNF en España dedican a inversión neta 0,30 euros por cada euro de beneficio neto, cifra muy inferior a cualquier referente anterior. La mejora de los beneficios empresariales durante los años de crisis que muestra la CN apenas repercute en la expansión de la capacidad productiva; su destino es mantener un volumen estable de dividendos y con el resto reducir el endeudamiento excesivo de periodos anteriores.

Las SNF españolas comparten con las de otros países desarrollados la anomala

de un ahorro neto por encima de la inversión neta, aunque se diferencian de ellas en que el reparto de dividendos y el nivel de activos líquidos se mantiene en los valores de referencia de 2000-2003, y el exceso de ahorro se destina a reducir el endeudamiento. En cuanto a la inversión, continúa siendo la gran sacrificada como así ocurre también en el resto de países.

El fenómeno de la "resaca" como freno a la inversión empresarial cuando el endeudamiento es excesivo, está bien documentado en las finanzas corporativas. No debe sorprender por tanto que la recuperación de la inversión empresarial en España, paralela a la evolución de los beneficios, estuviera lastrada por el elevado endeudamiento. Pero también es cierto que, primero, el endeudamiento deviene excesivo como consecuencia de inversiones financiadas con deuda cuyos flujos de caja generados están por debajo de los inicialmente proyectados, siendo insuficientes para atender los compromisos de pago. Segundo, para reducir el endeudamiento medio no es estrictamente necesario cancelar deuda. El objetivo se puede conseguir también con inversión nueva financiada principalmente con fondos propios. El elevado endeudamiento del conjunto de las SNF en España habría tenido por tanto un doble coste social: el directo por contribuir al aumento del riesgo financiero del conjunto de la economía por el efecto ontagio; y el indirecto por retrasar la recuperación de la inversión y con ella la creación de empleo.

A nivel internacional, las anomalías observadas en el conjunto de las SNF han dado lugar a distintas conjeturas sobre posibles causas y efectos. En el lado benevolente, el exceso de ahorro y la acumulación de liquidez obedecería al desdeseo de las empresas de estar preparadas para actuar rápido cuando se desvelen las oportunidades de inversión de la revolución tecnológica que se vislumbra. En el lado más pesimista, el exceso de ahorro no es más que el reflejo de un déficit de inversión motivado por el estancamiento secular, insuficiente competencia en los mercados de productos, y la incapacidad de los sistemas de gobierno corporativo para inculcar a los equipos directivos una visión a largo plazo en las decisiones de inversión.

El déficit de inversión de las SNF en España, en términos relativos al volumen de beneficios, será más evidente según el endeudamiento empresarial se acerque a los niveles de normalidad. La anomalía por ahorro excesivo de las SNF españolas cada vez se asemejará más a la anomalía que se repite en los sectores corporativos de otras economías desarrolladas y con ello le serán extensibles igualmente las críticas por su incapacidad de liderar la innovación y el crecimiento económico.

Vicente Salas es profesor de Organización de Empresas de la Universidad de Zaragoza e Iñaki Santillana ha sido CEO de Telefónica Internacional y COO de Prisa.