

Un análisis desagregado de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia

Artículo 04
29/05/2024

<https://doi.org/10.53479/36638>

Motivación

En España, la inversión empresarial ha experimentado una notable debilidad en los últimos años y aún permanece por debajo de los niveles registrados antes del estallido de la pandemia de COVID-19. Este artículo analiza las dinámicas de la inversión en nuestro país hasta 2022 a partir de la información, a nivel de empresa, que proporciona la Central de Balances del Banco de España.

Ideas principales

- Los datos desagregados de la Central de Balances permiten identificar qué características presentaban las empresas que más ajustaron sus patrones de inversión desde el inicio de la pandemia hasta 2022.
- En dicho período, las decisiones de inversión por parte de las empresas se tornaron más sensibles a su situación económica —aproximada por la evolución de sus ventas y sus flujos de caja—.
- En cambio, el vínculo entre las decisiones de inversión y la situación financiera de las empresas —aproximada por su nivel de deuda y carga financiera— permaneció inalterado.
- La inversión de las empresas jóvenes experimentó, en el período analizado, una debilidad particularmente acusada, de tal forma que la brecha positiva entre el esfuerzo inversor de estas y el del resto de las empresas se redujo.

Palabras clave

Inversión empresarial, pandemia, situación económico-financiera.

Códigos JEL

E22, E44, H32.

Artículo elaborado por:

Miguel Ángel González-Simón
Dpto. de Análisis de la Situación Económica
Banco de España

Blanca Jiménez-García
Dpto. de Análisis de la Situación Económica
Banco de España

Carmen Martínez-Carrascal
Dpto. de Análisis de la Situación Económica
Banco de España

Introducción

La inversión empresarial —componente fundamental de la demanda agregada y un determinante clave del dinamismo de la productividad— ha mostrado recientemente una notable debilidad en España y aún permanece por debajo de los niveles observados a finales de 2019. A esta debilidad habrían contribuido, entre otros factores, el estallido de la pandemia de COVID-19, la aparición puntual de algunos cuellos de botella en las cadenas globales de suministros, la crisis energética y el repunte de los costes de producción, la elevada incertidumbre sobre las condiciones económicas (Fernández-Cerezo e Izquierdo, 2023) y el aumento de los tipos de interés de los últimos años (Banco de España, 2022).

En este contexto, el objetivo del presente artículo es analizar el comportamiento de la inversión en nuestro país a partir de la información desagregada, a nivel de empresa, que proporciona la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España¹. En particular, la CBI contiene información exhaustiva sobre los estados financieros y las cuentas de pérdidas y ganancias de una media de casi 800.000 empresas no financieras españolas para cada ejercicio hasta el año 2022, incluido.

La evolución de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia

Los datos desagregados de la CBI analizados en este artículo permiten identificar qué características presentan las empresas que más han ajustado sus patrones de inversión desde el inicio de la pandemia. El análisis se centra en los activos tangibles, es decir, bienes de equipo y construcciones, que suponen el grueso de la inversión total del sector empresarial y para los que es más sencillo aproximar el valor de mercado a partir del valor contable disponible en los balances de las empresas. La comparación de la inversión empresarial según la Contabilidad Nacional con la inversión en activos tangibles que se obtiene a partir de la agregación de los datos individuales de la CBI refleja que, en líneas generales, la evolución de ambos agregados es similar, aunque las variaciones que se observan sobre la base de la CBI en los últimos años han sido algo más acusadas (véase gráfico 1.a).

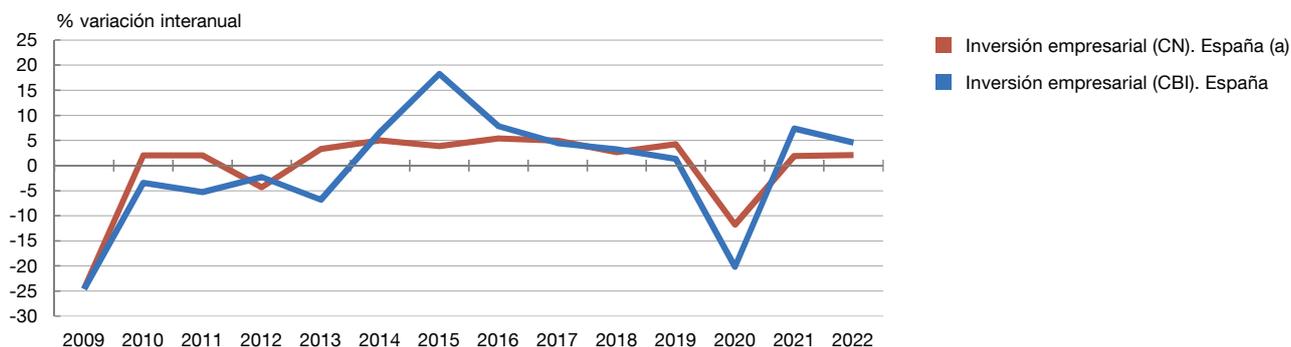
En particular, los datos de la CBI muestran que en 2020 se produjo una caída significativa tanto de la proporción de empresas con flujos de inversión positivos —el margen extensivo (véase gráfico 2.a)— como de la cuantía media invertida entre las empresas que invierten —el margen intensivo (véase gráfico 2.b)—. De hecho, en este grupo, la empresa mediana pasó a invertir en 2020 una cuantía bruta insuficiente para cubrir la depreciación del capital previamente instalado, de forma que su inversión neta fue negativa. A partir de entonces se ha observado una

¹ De manera complementaria a este trabajo, Banco de España (2024) describe, a partir de la información agregada que proporciona la Contabilidad Nacional, la evolución reciente de la inversión en España distinguiendo entre sus principales componentes y por sector (público/privado).

Gráfico 1

La inversión productiva, y en particular la llevada a cabo por las empresas, retrocedió fuertemente durante la pandemia, aunque con menor intensidad que durante la crisis de 2008-2012

1.a Comparación de la evolución anual de la inversión empresarial (en términos nominales)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a La inversión empresarial se aproxima como la inversión privada que engloba la inversión en equipo, la inversión en construcciones distintas a la vivienda y la inversión en otros productos, tales como los activos intangibles. El agregado construido a partir de la CBI no incluye los activos intangibles.



recuperación incompleta de la inversión, de tal manera que, en 2022, aún no se habían recuperado los registros previos a la pandemia ni en el margen extensivo ni en el intensivo.

Una característica determinante del retroceso de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia ha sido el sector en el que operan las empresas². En 2020, la tasa media de inversión de las empresas españolas (esto es, la ratio entre la inversión en activos fijos materiales e inmobiliarios y el *stock* de este tipo de capital al inicio de cada período)³ descendió de forma especialmente intensa en aquellas ramas de actividad cuyas ventas se vieron más afectadas por la crisis sanitaria —las que requieren un mayor contacto social, como la hostelería, el transporte o los servicios de ocio—. Sin embargo, estas diferencias entre sectores en las brechas de las tasas de inversión respecto a las previas a la crisis sanitaria tendieron a diluirse a partir de 2021, de forma que, en 2022, los sectores más afectados por la pandemia dejaron de presentar las mayores brechas con respecto a los niveles registrados en 2019. Así, las tasas medias de inversión se mantenían por debajo de los niveles de 2019 en prácticamente todas las ramas de actividad y destacan las brechas observadas en las ramas de agricultura, construcción y actividades inmobiliarias (véase gráfico 2.c).

¿Cómo ha cambiado el vínculo entre la posición económico-financiera de las empresas y sus decisiones de inversión en los últimos años?

En este epígrafe se analiza el vínculo entre la inversión —tanto en el margen extensivo como en el margen intensivo— y sus principales determinantes, distinguiendo entre el período previo a la

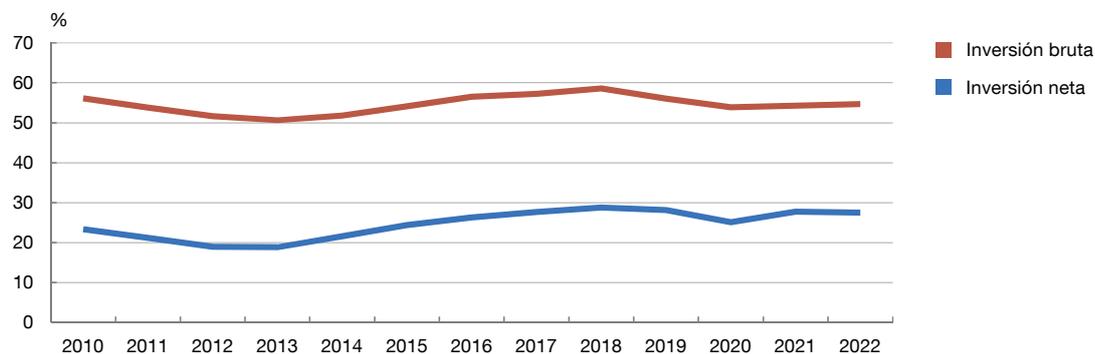
² Para más detalles sobre el impacto económico del COVID-19 sobre las empresas españolas, véase Fernández Cerezo, González, Izquierdo y Moral-Benito (2021).

³ El valor de mercado del *stock* de capital se estima a partir de su valor contable, utilizando el método del inventario permanente.

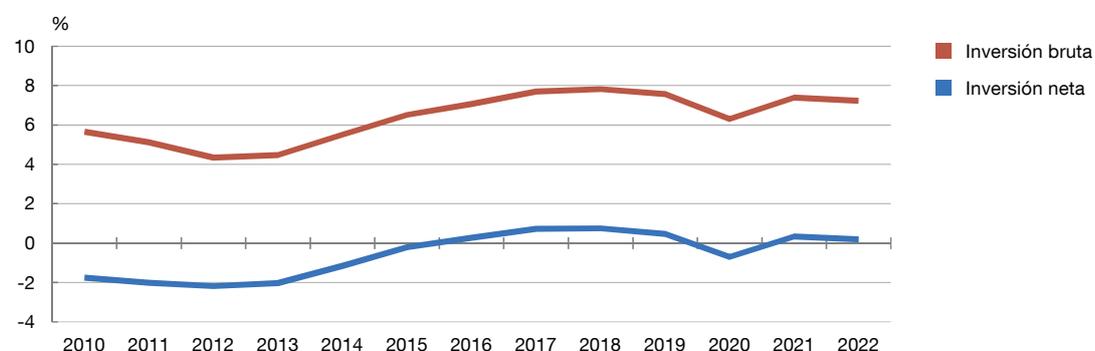
Gráfico 2

En 2020 se produjo una caída pronunciada tanto en la proporción de empresas que deciden invertir como en las tasas de inversión de aquellas en las que esta es positiva

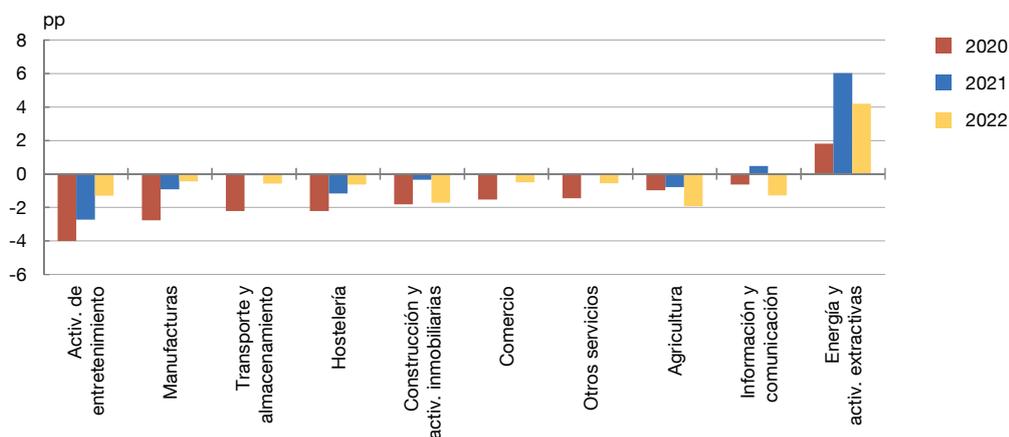
2.a Proporción de empresas con inversión positiva



2.b Tasa mediana de inversión (empresas con flujos de inversión positivos)



2.c Variación con respecto a 2019 de la tasa media de inversión por sectores de actividad (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se representa el cambio con respecto a 2019 en las tasas medias de inversión de aquellas empresas con inversión positiva.



pandemia (2014-2019) y el período más reciente (2020-2022). Por un lado, se estima un modelo de probabilidad lineal en el que la variable dependiente es una variable dicotómica que refleja si la empresa ha invertido o no —el margen extensivo—. Por otro lado, a partir de la muestra de empresas que han invertido, se estima un modelo en el que la variable dependiente es la tasa de inversión sobre el *stock* de capital de partida —el margen intensivo—. En ambas regresiones se incluyen como variables explicativas diversos indicadores de la situación económica —el crecimiento de las ventas y el flujo de caja— y financiera —la carga financiera y el nivel de endeudamiento— de las empresas y una variable dicotómica que aproxima si la empresa es joven⁴. Asimismo, se incluyen diversos efectos fijos que controlan por otras características de las empresas, tanto observables como no observables⁵.

En el caso del margen extensivo, los resultados reflejan que, en línea con la evidencia encontrada en la literatura, las empresas con un mayor crecimiento de las ventas y las que tienen mayor flujo de caja (variables positivamente correlacionadas con las posibilidades de crecimiento empresarial) presentan una mayor probabilidad de invertir (véase gráfico 3.a). Además, el vínculo entre la situación económica y la decisión de invertir se hizo más intenso en el período 2020-2022, frente al período 2014-2019 (véase gráfico 3.b)⁶, en línea con lo observado durante la crisis financiera global (Dejuán, Menéndez y Mulino, 2018). En particular, el crecimiento de las ventas y el flujo de caja incidieron de forma más intensa sobre la decisión de invertir en el período 2020-2022 que en los años anteriores. Estos resultados sugerirían que las decisiones de inversión de las empresas se tornaron más sensibles al desempeño económico, en un contexto de elevada incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento.

Por otra parte, las empresas con una posición financiera menos saneada —es decir, aquellas con mayor endeudamiento o carga financiera— muestran una probabilidad de invertir comparativamente menor —en consonancia con el impacto negativo que una mayor carga de la deuda conlleva sobre el acceso a nueva financiación y sobre los beneficios generados—. Además, se observa que el vínculo entre la situación financiera de la empresa y el margen extensivo —que suele acentuarse en períodos recesivos— no se habría visto alterado de forma significativa durante la pandemia (véase gráfico 3.b). Este resultado se contrapone a lo observado durante la crisis financiera global, cuando, en un contexto de fuerte deterioro de la situación patrimonial de las sociedades y de tensionamiento significativo en las condiciones de financiación, esta relación se intensificó (Dejuán, Menéndez y Mulino, 2018). En este sentido, las diversas medidas de política económica desplegadas durante la pandemia habrían desempeñado un papel importante a la hora de explicar la menor incidencia sobre las decisiones de inversión de las empresas que tuvieron sus condicionantes financieros, en comparación con la crisis financiera global. Entre

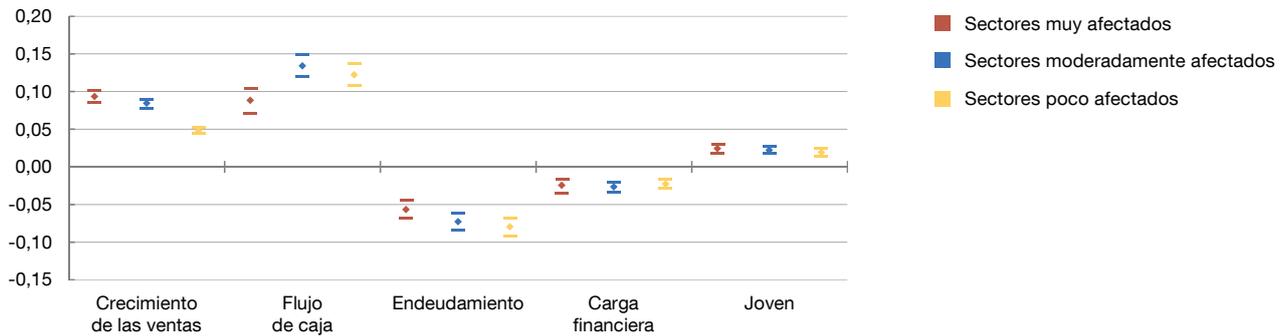
4 Para cada año, se define como empresa joven aquella creada hace cuatro años o menos.

5 En concreto, se controla por el tamaño de las empresas y se incluyen efectos fijos de año y de empresa.

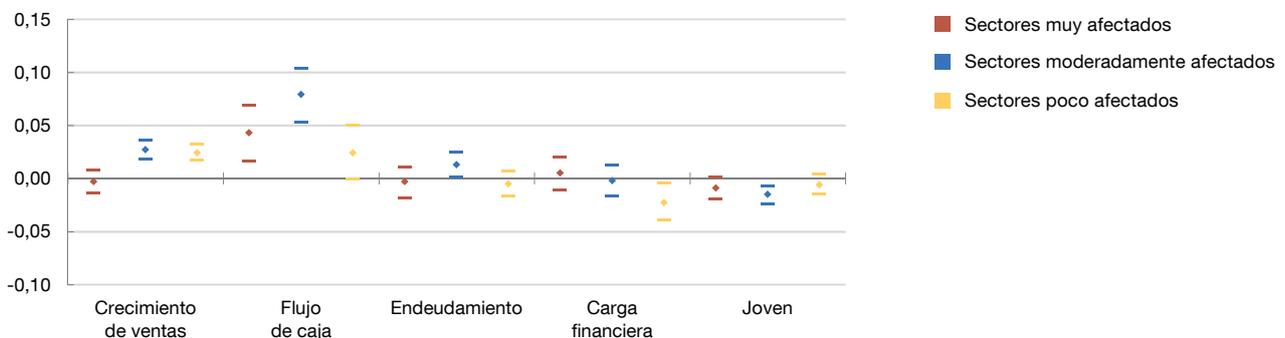
6 Para estimar el impacto diferencial sobre la inversión de cada una de las variables que recogen la situación económica y financiera de las empresas durante la pandemia, se hace interactuar una variable dicotómica que toma valor 1 en el período 2020-2022 con cada una de dichas variables. Los coeficientes obtenidos se presentan en el gráfico 3.b para la probabilidad de invertir —margen extensivo— y en el gráfico 4.b para el esfuerzo inversor —margen intensivo—. Durante el período 2020-2022, el impacto de cada una de las variables de la situación económico-financiera sobre la formación bruta de capital vendría recogido por la suma de los coeficientes que se muestran en los gráficos 3.a y 3.b para dicho indicador (o los gráficos 4.a y 4.b en el caso del esfuerzo inversor).

El vínculo entre la situación económica y la decisión de invertir se reforzó en el período 2020-2022

3.a Impacto de diversas variables de la situación económico-financiera sobre la probabilidad de invertir. Período 2014-2019 (a)



3.b Impacto diferencial desde la pandemia sobre la probabilidad de invertir (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los rombos representan los coeficientes estimados asociados a cada una de las variables, mientras que los guiones delimitan el intervalo de confianza para el valor de dicho coeficiente con un nivel de confianza del 95 %. Los coeficientes se han obtenido a partir de una estimación MCO en la que se vincula la decisión de invertir con las variables presentadas en el gráfico. Todas las variables explicativas se incluyen desfasadas un período, excepto el crecimiento de las ventas. En la especificación se incluyen también diversos efectos fijos (de tiempo, de tamaño y de sector). Se definen como sectores más (menos) afectados por la pandemia el 33 % de aquellos en los que la caída mediana de las ventas en 2020 fue más (menos) intensa.



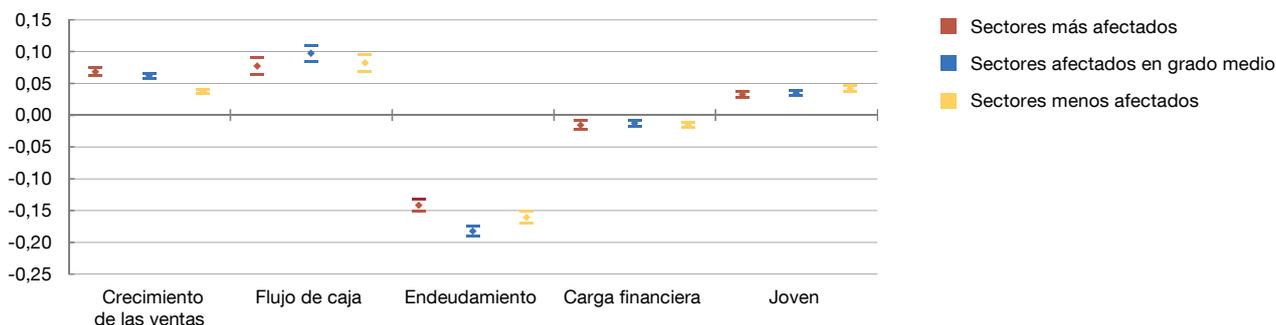
dichas políticas cabe destacar, por ejemplo, las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo para preservar unas condiciones de financiación favorables para todos los agentes económicos y, a escala nacional, los programas de avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO) para facilitar el acceso a financiación externa⁷. En este sentido, se estima que, entre las empresas que recibieron avales orientados a cubrir sus necesidades de liquidez en el bienio 2020-2021, la proporción de aquellas que invirtieron fue, tras controlar por un conjunto de características de la empresa, algo

7 El 17 de marzo de 2020, el Gobierno español aprobó un programa de avales públicos, gestionado por el ICO, para préstamos a empresas y a autónomos por un importe de 100.000 millones de euros con el objetivo de facilitar la cobertura de las necesidades de liquidez de las empresas. Posteriormente, en julio de ese mismo año, aprobó un nuevo programa por un importe de 40.000 millones de euros para atender principalmente las necesidades financieras de las empresas derivadas de la realización de nuevas inversiones. Estos programas permitían que las entidades financieras pudieran cubrir una parte elevada (hasta un máximo del 80 % en el caso de la financiación concedida a pymes y autónomos) de las posibles pérdidas asociadas a los préstamos acogidos. Para una visión más detallada del alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a empresas españolas implementados durante la pandemia, véase Blanco y Mayordomo (2023).

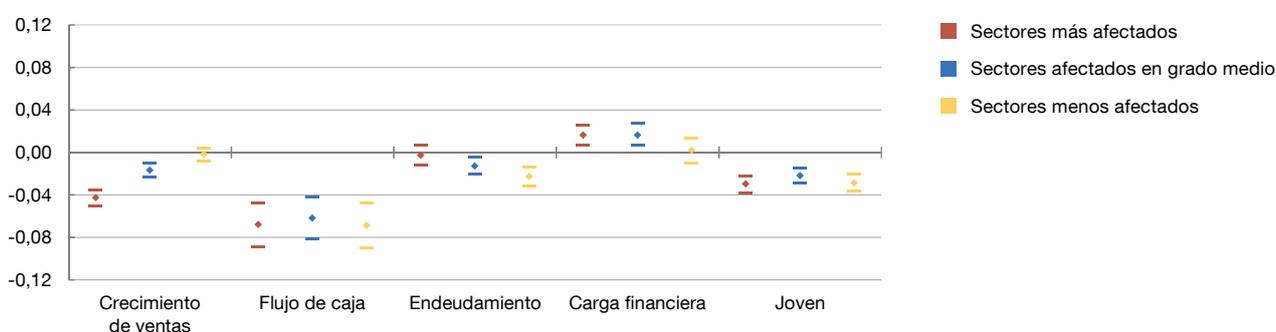
Gráfico 4

En el caso del margen intensivo, el vínculo entre el esfuerzo inversor realizado por las empresas y su situación económica se habría debilitado, en línea con lo observado durante la crisis financiera global

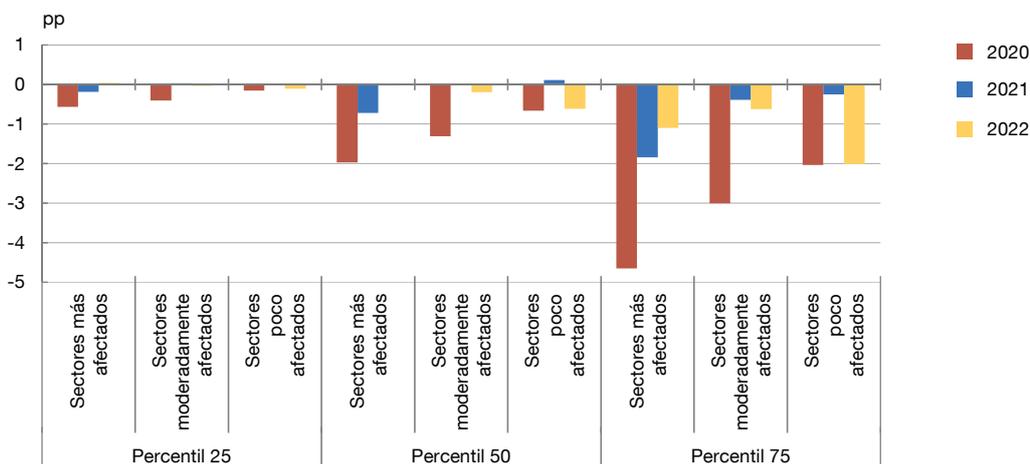
4.a Impacto de diversas variables de la situación económico-financiera sobre la tasa de inversión. Período 2014-2019 (a)



4.b Impacto diferencial desde la pandemia sobre la probabilidad de invertir (a)



4.c Distribución de las tasas de inversión para las empresas con flujos de inversión positivos. Variación con respecto a 2019 en los percentiles 25, 50 y 75



FUENTE: Banco de España.

a Los rombos representan los coeficientes estimados asociados a cada una de las variables, mientras que los guiones delimitan el intervalo de confianza para el valor de dicho coeficiente con un nivel de confianza del 95%. Los coeficientes se han obtenido a partir de una estimación MCO en la que se vincula la tasa de inversión de las empresas que tienen un flujo de inversión positiva con las variables presentadas en el gráfico. Todas las variables explicativas se incluyen desfasadas un período, excepto el crecimiento de las ventas. En la especificación se incluyen también diversos efectos fijos (de tiempo, de tamaño y de sector). Se definen como sectores más (menos) afectados por la pandemia el 33 % de aquellos en los que la caída mediana de las ventas en 2020 fue más (menos) intensa.



superior a la del resto [en torno a 1,5 puntos porcentuales (pp)], lo que sugiere que estos avales podrían haber contribuido a preservar las decisiones de inversión de las empresas. En el caso de los avales orientados a cubrir las necesidades de inversión de las empresas, esta brecha es mucho más elevada, de en torno a 10 pp, aunque en este caso la magnitud de esta brecha se encuentra condicionada, muy probablemente, por el sesgo de selección que existe en la solicitud de estos avales (ya que las empresas solicitantes fueron, principalmente, aquellas que preveían llevar a cabo este tipo de proyectos).

Respecto al margen intensivo, el vínculo existente antes de la pandemia entre el esfuerzo inversor realizado por las empresas y su situación económica se habría debilitado durante la crisis sanitaria (véanse gráficos 4.a y 4.b), en línea con lo observado durante la crisis financiera global (Dejuán, Menéndez y Mulino, 2018). Este hecho sería coherente con un contexto de elevada incertidumbre, de revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento y de restricciones a la actividad, que habría limitado las necesidades de ampliar de forma significativa la capacidad productiva de las empresas. Ello se traduciría en una disminución del esfuerzo inversor, especialmente intensa en aquellas empresas en las que este es más elevado, que suelen ser aquellas con mejor desempeño económico. Como resultado, se habría reducido la dispersión en las tasas de inversión de las sociedades que efectivamente invierten (véase gráfico 4.c). Por otro lado, al igual que en el caso del margen extensivo, la relación entre la posición financiera de las empresas y su esfuerzo inversor no ha mostrado variaciones significativas tras la irrupción de la pandemia⁸, a diferencia de lo experimentado tras la crisis financiera global. La situación patrimonial de partida, más saneada en esta crisis que en la anterior, y el menor endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación en comparación con lo observado entonces podrían contribuir a explicar este resultado.

Por último, la pandemia habría afectado más intensamente a los patrones de inversión de las empresas jóvenes, que presentan una propensión marginal a invertir más elevada que el resto de las sociedades, en consonancia con las mayores necesidades de ampliación del *stock* de capital productivo que tienen las compañías en sus primeros años de actividad. Así, la brecha positiva entre el esfuerzo inversor de las empresas jóvenes y el del resto se ha reducido desde el inicio de la pandemia (véase gráfico 4.b). Este resultado sería coherente con el mayor impacto que tuvo la pandemia sobre la actividad y el empleo de las empresas jóvenes (Fernández Cerezo, González, Izquierdo y Moral-Benito, 2021). Asimismo, el vínculo entre la edad de la empresa y la decisión de invertir parece haberse estrechado desde la crisis sanitaria, es decir, la propensión marginal a invertir ha seguido siendo mayor en las empresas jóvenes que en el resto de las sociedades, pero la brecha entre ambas se ha reducido con respecto a los años anteriores (véase gráfico 3.b).

BIBLIOGRAFÍA

Andersson, Malin, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González-Pardo, Valerie Jarvis y Nico Zorell. (2023). "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP". *ECB Bulletin Economic*, 2023/3, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303_02~3404c284d0.en.html

⁸ Aunque en algunos casos se estima un impacto diferencial significativo para el endeudamiento o la carga financiera durante 2020-2022, este es cuantitativamente muy reducido.

- Banco de España. (2022). "Luces y sombras de la recuperación en España". En Banco de España, *Informe Anual 2021*, pp. 68-110. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21102>
- Banco de España. (2024). "Capítulo 2. Retos estructurales de la economía española". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 104-177. https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/23/Fich/InfAnual_2023_Cap2.pdf
- Blanco, Roberto, y Sergio Mayordomo. (2023). "Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID-19". Documentos Ocasionales, 2317, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/23/Fich/do2317.pdf>
- Dejuán, Daniel, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino. (2018). "La inversión y la financiación de las empresas no financieras españolas: un análisis con datos a nivel empresa". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2018, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T3/Fich/beaa1803-art19.pdf>
- Fernández Cerezo, Alejandro, Beatriz González, Mario Izquierdo y Enrique Moral-Benito. (2021). "El impacto económico del COVID-19 en las empresas españolas según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2021, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/15199/1/be2101-art04.pdf>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10. <https://doi.org/10.53479/30209>

Cómo citar este documento

González-Simón, Miguel Ángel, Blanca Jiménez-García y Carmen Martínez-Carrascal. (2024). "Un análisis desagregado de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T2, 04. <https://doi.org/10.53479/36638>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2024

ISSN 1579-8623 (edición electrónica)