Recuadro 5

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

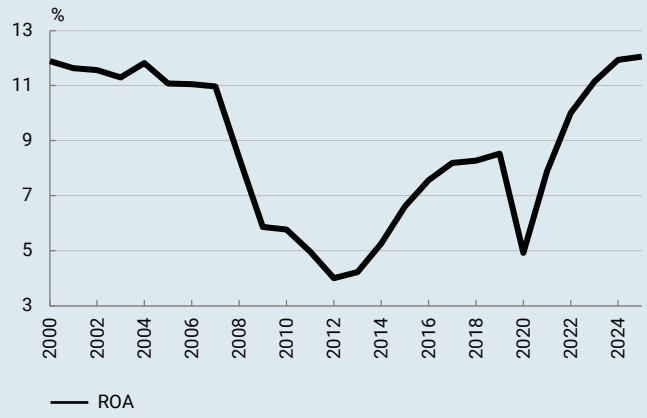
Los beneficios empresariales y los niveles de rentabilidad desempeñan un papel fundamental en la dinámica económica, ya que constituyen el motor para la generación de nuevas inversiones productivas. Cuando las empresas obtienen resultados positivos y mantienen una rentabilidad adecuada, disponen de recursos para reinvertir en sus operaciones, mejorar su infraestructura, innovar en productos o servicios y aumentar su competitividad. Esta capacidad de reinversión es esencial para el crecimiento empresarial y, por ende, para la creación de empleo y el desarrollo económico de la sociedad. Además, un entorno empresarial caracterizado por niveles de rentabilidad atractivos en términos comparados capta nuevos inversores, tanto nacionales como extranjeros, que buscan oportunidades de inversión. Este círculo virtuoso fomenta el desarrollo de nuevos proyectos, la diversificación del tejido productivo y la mejora de los estándares de calidad y bienestar de la sociedad. En este recuadro se analiza la evolución de la rentabilidad productiva empresarial en el período 2000-2025 y la heterogeneidad que subyace a dicha dinámica, con el objetivo de identificar qué tipos de compañías y sectores presentan mayores niveles de rentabilidad y potencial expansivo, y qué otros, mayor debilidad o vulnerabilidad. Finalmente, se analiza el grado de influencia que tiene la rentabilidad sobre las decisiones de inversión empresarial dentro del período analizado.

Existen distintas formas de aproximar la rentabilidad del activo productivo, que pueden diferir en función del enfoque analítico adoptado. A los efectos de este análisis, se utiliza una de las definiciones más habituales, que es, además, coherente con la teoría económica. En concreto, la rentabilidad del activo se mide como el cociente entre los beneficios ordinarios (excluidos los ingresos de carácter financiero)[1] y los activos productivos, definidos como el inmovilizado tangible e intangible (excluido el financiero) y las existencias[2].

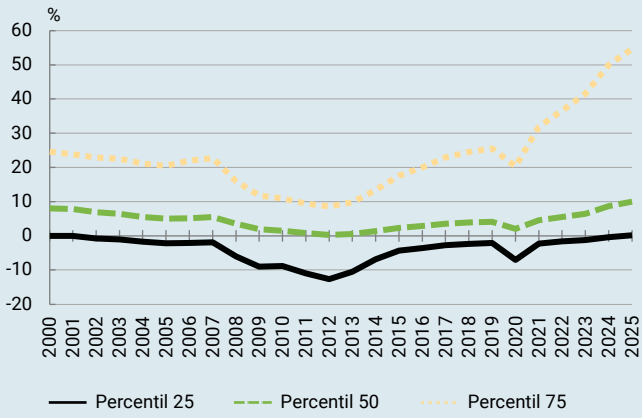
A partir de esta definición, en el gráfico 1.a se observa la evolución de la rentabilidad agregada desde 2000 hasta 2025 para el conjunto de la muestra de la Central de

Gráfico 1
Caracterización de la rentabilidad del capital productivo (ROA) de las empresas españolas

1.a Evolución agregada (2000-2025)



1.b Distribución por percentiles



FUENTE: Banco de España (CBI).

1 Los beneficios ordinarios son los obtenidos a partir de todos los ingresos relacionados con la actividad productiva habitual de la empresa, deducidos los gastos necesarios para realizar dicha actividad (incluida la amortización del inmovilizado tangible e intangible). Se excluyen los ingresos de naturaleza financiera (intereses y dividendos, principalmente), ya que las operaciones de carácter financiero que puedan realizar algunas empresas no financieras no constituyen su actividad principal. Por ello, también se han excluido las empresas *holding* o cabeceras de grupos empresariales.

2 Esta definición es compatible con otras aproximaciones de rentabilidad empresarial como, por ejemplo, aquella en la que el numerador de esta ratio es el resultado final (después de impuestos), y el denominador, el total activo. En este recuadro se ha adoptado un enfoque centrado en la rentabilidad ordinaria de los activos productivos, excluidos los de naturaleza financiera. En las estadísticas de la Central de Balances se utiliza un concepto de rentabilidad ampliado en el que se consideran también los ingresos financieros y los activos totales.

Recuadro 5

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

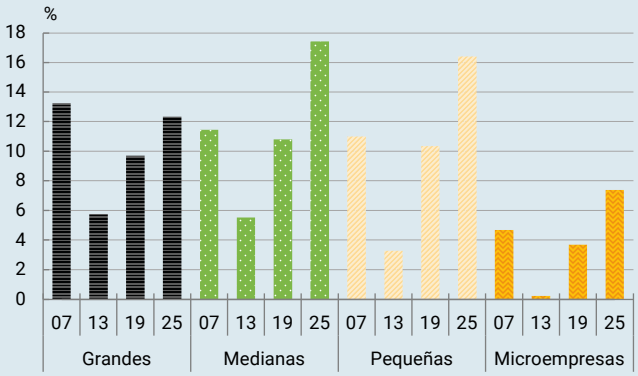
Balances Integrada (CBI)[3]. Hay cinco subperíodos claramente diferenciados. En primer lugar, una etapa inicial de notable estabilidad, con niveles de rentabilidad en torno al 12 %, que se prolonga hasta 2007. Posteriormente, la crisis financiera global da lugar a un acusado descenso de la rentabilidad empresarial, que alcanza en 2012 un mínimo de en torno al 4 %. Desde 2013 se inicia una fase de recuperación gradual, interrumpida en 2020 por el impacto de la pandemia, que provocó una caída brusca de la rentabilidad ese año. Superado este episodio, se abre un nuevo período expansivo, de modo que en 2025 (última información disponible) la rentabilidad del capital productivo se sitúa de nuevo en el 12 %, un nivel similar al observado en la etapa previa a la crisis financiera.

La evolución de la rentabilidad agregada resume adecuadamente el comportamiento medio del sector empresarial. No obstante, este patrón común convive con una elevada heterogeneidad entre empresas, que se hace patente al analizar la distribución de la rentabilidad, medida a través de los percentiles 25, 50 y 75. Así, se aprecia una evolución muy similar a la de la ratio agregada, si bien la empresa mediana presenta unos niveles algo menores, y los percentiles extremos, variaciones más acusadas (véase gráfico 1.b). En los últimos años se observa también un aumento de la dispersión, lo que sugiere que las empresas más rentables (percentil 75) han experimentado un crecimiento más intenso que aquellas situadas en el tramo inferior de la distribución (percentil 25).

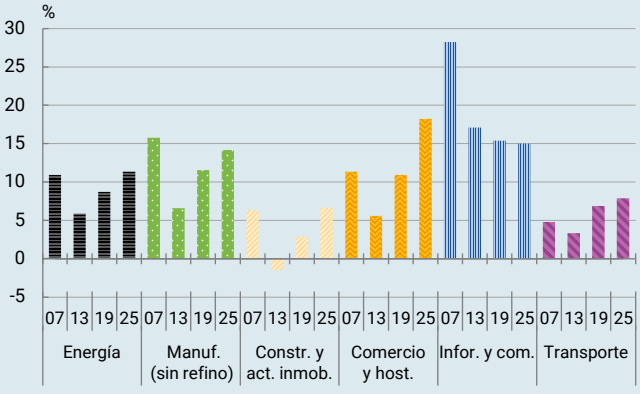
El análisis por sectores y tamaños revela una elevada heterogeneidad en el nivel de la ratio en ambos ámbitos, aunque en general se mantiene un patrón similar en cuanto a la evolución temporal. Así, un desglose por tamaño evidencia que las microempresas constituyen de forma sistemática el segmento con rentabilidad más reducida[4]. Por su parte, las compañías más grandes, que al inicio del período analizado eran las más rentables, ya habían sido superadas antes de la pandemia por las medianas y pequeñas empresas. No obstante, esta diferencia se amplía de forma notable tras la crisis del Covid-19, un período en el que la recuperación de la rentabilidad resulta especialmente intensa en los últimos grupos (véase gráfico 2.a). Si se atiende a la dimensión sectorial, se observan notables diferencias en cuanto al

Gráfico 2
Rentabilidad del capital productivo de las empresas españolas. Detalle por tamaños y sectores

2.a Detalle por tamaños (a)



2.b Detalle por sectores



FUENTES: Banco de España (CBI) y BACH.

a La definición de tamaño empresarial utilizada sigue la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, que clasifica a las empresas en microempresas, pequeñas, medianas o grandes en función del número de empleados, del volumen de negocios o del activo total y de su pertenencia o no a un grupo empresarial.

3 La CBI es una muestra que contiene información anual de cerca de 900.000 empresas no financieras, si bien para este estudio se usan 600.000 debido a la menor disponibilidad de observaciones para 2025. Tiene una elevada representatividad, aunque presenta un cierto sesgo hacia las compañías de mayor tamaño. Para más detalles, véase el capítulo 2 de esta monografía.

4 En el resto de la publicación y en las diferentes estadísticas difundidas por la Central de Balances, los datos de las pequeñas empresas incluyen los de las de menos de 10 empleados. En este recuadro, a efectos analíticos, se ha preferido distinguir en dos subpoblaciones independientes (pequeñas empresas que no son microempresas y microempresas).

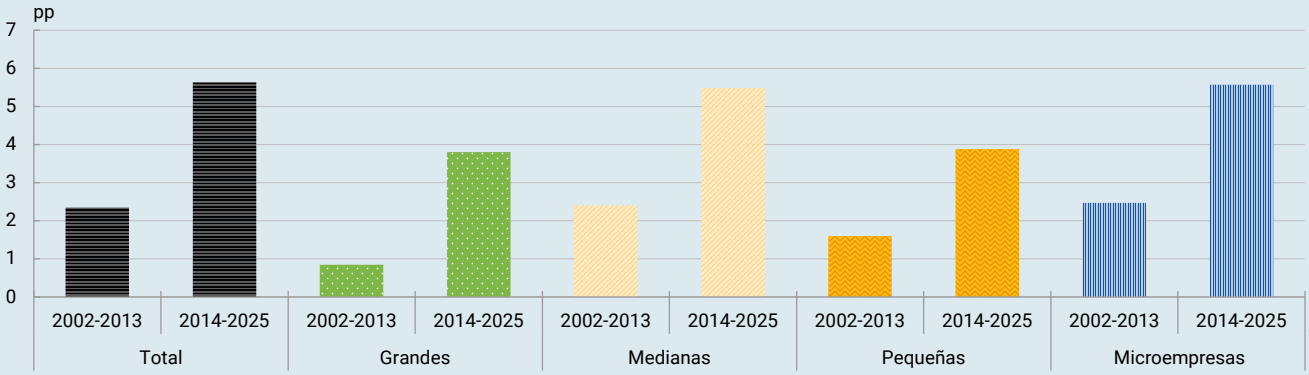
Recuadro 5

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

nivel del retorno del capital, con cifras relativamente elevadas en las ramas manufactureras, en comercio y hostelería y en los servicios de información y de comunicaciones. Si se atiende al perfil temporal, este último sería el único sector que no se ajustaría al patrón general, con un descenso continuado de los niveles de rentabilidad (véase gráfico 2.b). Ello sería consecuencia de los profundos cambios que ha experimentado dicho sector en el período analizado y que han provocado un progresivo estrechamiento de sus márgenes comerciales en un contexto de apreciables incrementos de su capital productivo[5]. También cabe destacar el notable repunte de la rentabilidad que han experimentado las ramas del comercio y de la hostelería en el período más reciente. Esta rentabilidad se habría situado en torno al 50 % por encima de los registros del período 2000-2007[6].

Por último, se analiza la relación entre la rentabilidad del capital y la probabilidad de que las empresas registren una inversión neta nula o positiva. Para ello se estima un modelo de probabilidad lineal que controla por otros determinantes habituales de la inversión, como la carga financiera, el endeudamiento, el crecimiento de las ventas y la productividad total de los factores, así como por efectos fijos de año y empresa. Los resultados, recogidos en el gráfico 3, muestran una correlación positiva y estadísticamente significativa entre la rentabilidad del año previo y la decisión de inversión de las empresas, una relación que, además, se habría intensificado en el período más reciente (2013-2025) y se reflejaría en todos los tamaños de empresa. En conjunto, estos resultados confirman que la rentabilidad del capital constituye un determinante destacado de la decisión de inversión de las

Gráfico 3
Relación entre la rentabilidad empresarial de un año y la probabilidad de presentar una inversión neta positiva en el año posterior (a)



FUENTE: Banco de España.

a Impactos marginales obtenidos mediante la estimación de un modelo de probabilidad lineal con el método de efectos fijos para el período 2000-2025, sin 2020, con errores estándares corregidos y clusterizados a escala de empresa. No obstante, dado que para la construcción de las variables explicativas se requiere información correspondiente a al menos los dos ejercicios inmediatamente anteriores, la estimación comienza en 2002. La estimación se realiza con los datos de la Central de Balances Integrada. Todas las regresiones controlan por el sector, el año y el tamaño de la empresa. La variable que se ha de explicar toma valor 1 si la inversión neta es mayor o igual que 0 y 0 en caso contrario. Las variables explicativas son rentabilidad, carga financiera, endeudamiento, crecimiento interanual de las ventas y productividad total de los factores, todas ellas con un retardo. Los coeficientes se interpretan como el cambio en la probabilidad de invertir —expresado en puntos porcentuales (pp)— ante una variación de una unidad en la rentabilidad. Dichos coeficientes, excepto los de grandes y medianas en el período 2002-2013, son significativos al 5 %.

5 Entre 2000 y 2025 el sector de telecomunicaciones ha experimentado una apertura a la competencia que habría tenido una fuerte incidencia en su rentabilidad. Además, las medidas habituales de rentabilidad del activo productivo se habrían visto afectadas por la sucesión de importantes operaciones de fusión y reestructuración de empresas —que habrían inflado el activo intangible a través de cuantiosos fondos de comercio—, así como por las fuertes inversiones en infraestructuras requeridas por la introducción de nuevas tecnologías. Véase, por ejemplo, Emanuele Tarantino, Chiara Atzeni, Chiara Cirignaco, Dominik Erharter y Hans Zenger (2026). "An analysis of the EU telecom sector's ability to remunerate its cost of capital". VoxEU Column, 29 de enero.

6 Una vez superada la pandemia, los sectores del comercio y, en particular, los de la hostelería han experimentado un progresivo incremento de los márgenes, en un contexto de crecimiento de la demanda, lo que explicaría en gran medida el aumento de la rentabilidad de las empresas. Para un mayor detalle, véanse los informes periódicos del Observatorio de Márgenes (https://www.observatoriomargenes.es/wme/es/informes-y-analisis/articulos-academicos/).

Recuadro 5

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

empresas que habría desempeñado un papel significativo en la fase de recuperación posterior a la crisis financiera global, lo que habría contribuido a la expansión de la actividad productiva.

En resumen, la rentabilidad productiva agregada exhibe una evolución coherente con las distintas fases del ciclo económico y en los últimos años se sitúa en niveles similares a los observados antes de la crisis financiera. Aunque este análisis es necesario para entender la evolución del sector empresarial en su conjunto, debe complementarse con otros que tengan en cuenta la heterogeneidad del sector. En este recuadro se han abordado algunos de estos aspectos y se ha revelado, por ejemplo, que las compañías más pequeñas serían las que sistemáticamente registran rendimientos del capital más reducidos, que la diferencia entre las compañías más y menos rentables se habría ampliado en los últimos años y que existen diferencias significativas de nivel entre sectores de actividad. Por último, el análisis de regresión realizado confirma la existencia de una correlación positiva entre la rentabilidad y la propensión de las empresas a invertir, que, además, se habría intensificado en el período más reciente.