

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN

Este recuadro estudia la capacidad de las empresas españolas de seguir cubriendo sus gastos financieros con sus beneficios ante hipotéticos deterioros de su rentabilidad y/o aumentos de sus costes de financiación.

En el contexto actual, esta cuestión adquiere una especial relevancia. El aumento de la incertidumbre geopolítica, intensificado tras el inicio del conflicto en Oriente Medio a finales de febrero, podría afectar a las empresas a través de distintos canales, como un encarecimiento de determinados consumos intermedios —especialmente energéticos—, una desaceleración de la actividad o un endurecimiento de las condiciones financieras. Potencialmente, estos desarrollos podrían dar lugar a un entorno en el que coincidan presiones a la baja sobre los beneficios empresariales con unas condiciones de financiación más restrictivas.

Los sectores con un mayor peso en la deuda del conjunto de las empresas son de mayor relevancia para valorar las implicaciones en términos de estabilidad financiera de hipotéticos deterioros en su situación económica y financiera¹.

Así, el cuadro 1 revela que en 2007 eran el sector industrial y el de la construcción y actividades inmobiliarias los que

representaban los porcentajes más elevados de deuda (19,8 % y 30,8 % respectivamente). Desde entonces, ambos sectores han ido perdiendo peso de forma progresiva, en favor, principalmente, del de comercio y transportes. De este modo, en 2024 esta rama de actividad se situaba como la segunda en importancia en términos de deuda (20,1 %), solo por detrás del sector de construcción y actividades inmobiliarias que concentraba el 21,7 % del total de la deuda de esta muestra².

Con el objetivo de evaluar la resiliencia financiera del sector empresarial, se han realizado una serie de ejercicios de simulación. En ellos, se estima en qué medida distintos *shocks* adversos incrementarían el peso en los activos y en la deuda empresarial de aquellas empresas bajo presión financiera elevada —que son aquellas cuyos resultados ordinarios no son suficientes para cubrir sus gastos financieros—.

En particular, se consideran tres clases de impactos hipotéticos: i) un descenso de los beneficios empresariales, diferenciado por sectores y por empresas dentro de cada sector; ii) un aumento generalizado y homogéneo de los costes de financiación; y iii) un escenario combinado en el que ambos *shocks* se producen simultáneamente³. Estos ejercicios no deben interpretarse como previsiones, sino

Cuadro 1
Peso de los sectores en la deuda

%	2007	2012	2024
Energía (a)	16,3	17,8	14,2
Industria	19,8	17,6	17,5
Comercio, transporte y almacenamiento (b)	14,6	16,2	20,1
Construcción y actividades inmobiliarias	30,8	30,0	21,7
Turismo (c)	3,8	4,5	5,8
Servicios intensivos en conocimiento (d)	10,3	8,3	11,4
Resto de los sectores (e)	4,4	5,6	9,3

FUENTE: Banco de España.

a Incluye minería e industria extractiva y energía eléctrica, gas y agua.

b Excluye transporte aéreo.

c Incluye transporte aéreo, hostelería, actividades de agencias de viajes y actividades recreativas y de entretenimiento.

d Incluye información y comunicaciones; actividades profesionales, científicas y técnicas.

e Incluye agricultura, educación; actividades administrativas y servicios auxiliares, excluyendo las de agencias de viajes; actividades sanitarias y servicios sociales y otros servicios.

1 El nivel de deuda es una medida de la susceptibilidad del sector de generar impagos, lo que puede afectar a su estabilidad financiera.

2 Si se analiza el peso de los activos por sectores, se obtienen unas conclusiones similares.

3 La frecuencia de caídas de resultados de la intensidad considerada es de cerca del 50 % (número de empresas-año en que se ha registrado una caída similar en los últimos 17 años), mientras que el *shock* combinado (caída de resultados y aumento del coste de la deuda) se habría observado solo en un 10 % de empresas-año. En cualquier caso, el entorno actual de creciente incertidumbre hace que deba valorarse este escenario conjunto de caída del REB y encarecimiento de la financiación.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

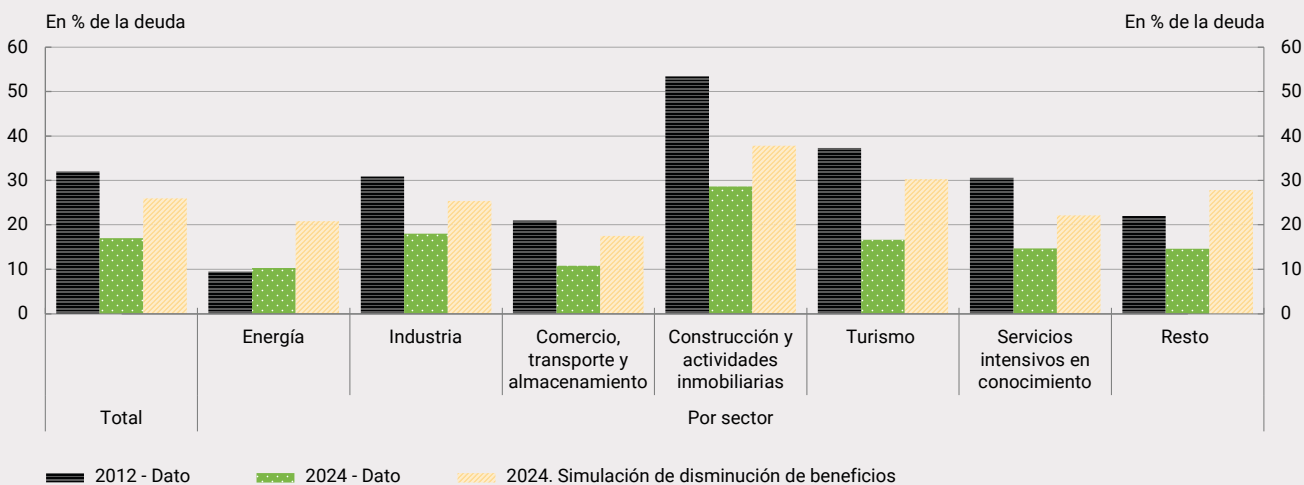
como un análisis de sensibilidad para identificar qué sectores resultarían más afectados bajo distintos supuestos adversos. Para valorar los resultados del ejercicio, se comparan los niveles de vulnerabilidad alcanzados con los observados en episodios históricos de mayor estrés, como la crisis de deuda europea que siguió a la crisis financiera global.

Bajo el primer supuesto, que contempla un descenso de los beneficios empresariales diferenciado para cada sector de actividad y para cada empresa dentro del sector⁴, se produciría un sensible incremento en el peso de la deuda en empresas financieramente vulnerables sobre la deuda total de cada sector. No obstante, dicho peso seguiría estando por debajo de los máximos que se registraron en 2012, tras la crisis financiera global (véase gráfico 1). Todos los sectores se verían afectados, si bien destaca el de la energía, donde el porcentaje de deuda

vulnerable se duplicaría respecto al nivel observado en 2024 (último año para el cual está disponible este indicador), hasta alcanzar el 20,8 %, el del turismo, donde el porcentaje de deuda vulnerable también se duplicaría aproximadamente y llegaría a cerca del 30 % y el de construcción y actividades inmobiliarias, que registraría el porcentaje más alto de deuda vulnerable, situándose en un 38 %. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que, en el sector de la energía, la evidencia histórica indica que, en un entorno de subida del precio de los inputs energéticos, la rentabilidad de este sector tiende a crecer. Así, la probabilidad de este shock adverso sería reducida para este agregado, lo que mitigaría su contribución a la vulnerabilidad del conjunto del sector empresarial.

En el segundo supuesto, en el que se simula un incremento de un punto porcentual de la ratio de los gastos financieros sobre la deuda media de cada empresa, también

Gráfico 1
Deuda de las empresas con presión financiera elevada: impacto de una disminución de los resultados empresariales (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Las empresas con presión financiera elevada se aproximan como aquellas cuyos resultados no cubren los gastos financieros. La disminución de los resultados es equivalente a una desviación estándar del REB medio anual por sector, a dos dígitos de CNAE, entre 2000 y 2024, excluyendo 2020, más la media de 100 simulaciones alternativas coherentes con la distribución del REB a nivel de empresa en exceso de la media sectorial y del tamaño, en un año cuyo comportamiento del REB sectorial sea similar al imputado al sector. Se excluyen las empresas sin deuda.
- b Véanse notas del cuadro 1 sobre la definición de los sectores.

4 El ejercicio se calibra con información de la Central de Balances Integrada, siendo 2024 el último año disponible. En un primer paso, se aplica una disminución media en los resultados de cada sector (a nivel de dos dígitos CNAE) equivalente a una desviación estándar del REB medio anual entre 2000 y 2024, excluyendo 2020. En un segundo paso, se llevan a cabo 100 simulaciones alternativas coherentes con la distribución del REB a nivel de empresa en exceso de la media sectorial y por tamaño, en un año cuyo comportamiento del REB sectorial sea similar al resultante de aplicar la disminución de beneficios del primer paso al resultado medio sectorial de 2024. En cada simulación, cada empresa dentro de un sector recibe así un shock individual idiosincrásico sobre sus beneficios ordinarios, además de un shock común a nivel de su sector. Los resultados presentados en términos de peso de empresas con presión financiera elevada se corresponden a la media de estas 100 simulaciones.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

aumentaría la deuda vulnerable (véase gráfico 2). Sin embargo, lo haría en menor medida que en el escenario de deterioro de los beneficios. Este impacto contenido vendría explicado, en buena medida, por el proceso de desapalancamiento que ha llevado a cabo el sector empresarial español desde la crisis financiera global. De esta forma, los incrementos de los tipos de interés medios a los que se financian las empresas se aplican sobre una masa de deuda más pequeña.

En tercer lugar, como resultado de la combinación de ambos shocks, la deuda vulnerable crecería hasta situarse en un 32,9 %, nivel que estaría ligeramente por encima del máximo de 2012 (véase gráfico 2). No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela, ya que, como se ha mencionado anteriormente, el sector empresarial presenta en la actualidad un endeudamiento sensiblemente inferior al de 2012⁵. En consecuencia, un mismo porcentaje de deuda bajo elevada presión financiera implicaría en

2024 un volumen absoluto menor, lo que atenúa parcialmente las implicaciones para la estabilidad financiera.

Por otro lado, la condición de elevada presión financiera es de naturaleza categórica —las empresas la presentan o no—; sin embargo, aun cuando el porcentaje de deuda afectada en la simulación del shock conjunto, a partir de la situación de 2024, sea similar a la observada en 2012, es preciso evaluar si la brecha entre resultados y gastos financieros también lo es. Con este objetivo, se compara la diferencia agregada entre gastos financieros y resultados en relación con el total de activos, para el conjunto de empresas que enfrentan presión financiera. Los resultados indican que el shock simulado sería de magnitud comparable a la situación de 2012, cuando dicha ratio alcanzó el 4,78 %, frente al 4,68 % estimado para 2024⁶ bajo un shock conjunto sobre los resultados y el coste de financiación.

Gráfico 2
Deuda de las empresas con presión financiera elevada. Impacto de shocks negativos. Total empresas endeudadas

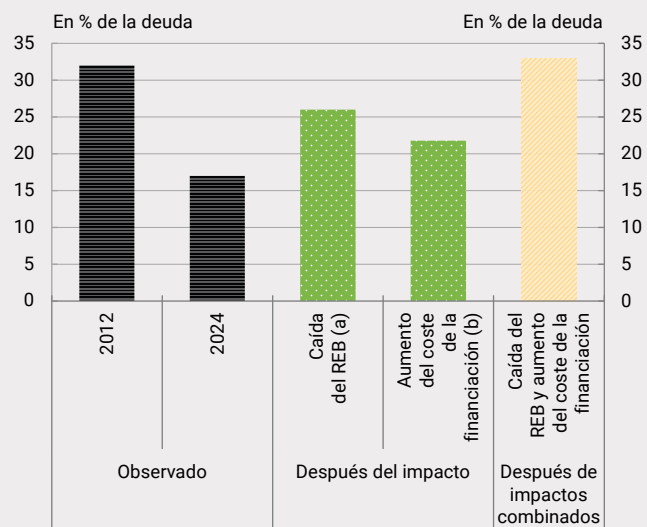
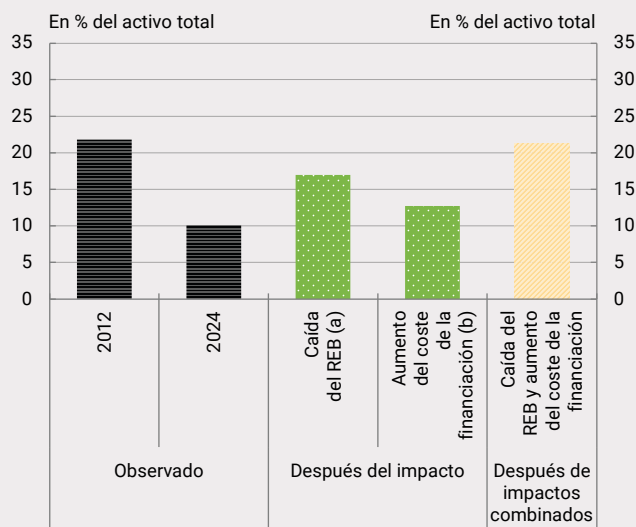


Gráfico 3
Activo de las empresas con presión financiera elevada. Impacto de shocks negativos. Total empresas endeudadas



FUENTE: Banco de España.

- a Véase nota (a) del gráfico 1.
- b Se supone un aumento de 1 pp en el coste de financiación de las empresas. Coste de financiación definido como la ratio entre los gastos financieros y la deuda media.

5 De hecho, la ratio de endeudamiento (deuda total/activo) en 2024 de las empresas bajo presión financiera elevada, en el escenario combinado se situaba 12 puntos por debajo del nivel de endeudamiento que las empresas vulnerables tenían en 2012.

6 Ello se debe tanto a la caída de los beneficios como a un aumento de los gastos financieros en las empresas vulnerables, ya que el incremento del coste de la financiación contemplado en este escenario compensaría el efecto positivo derivado del desapalancamiento.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

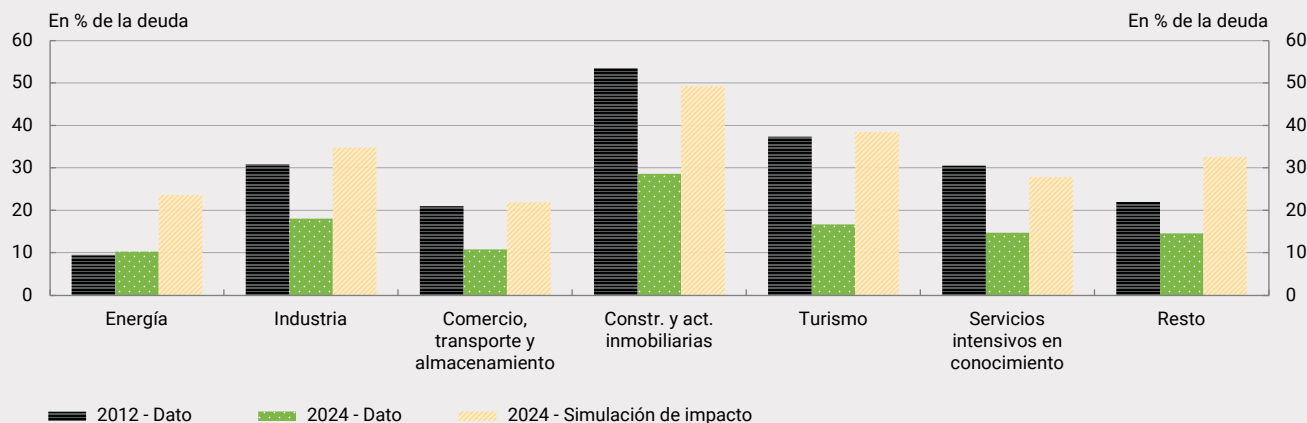
En este punto, resulta también útil examinar el impacto en términos de activos, para medir el peso de las empresas vulnerables sobre el tamaño total del activo empresarial, y descartar la posibilidad de que un bajo peso del activo de las empresas con deuda restara materialidad a los resultados ya discutidos. Los resultados que se muestran en el gráfico 3 confirman también la severidad del *shock* de este enfoque, ya que el peso del activo de las empresas vulnerables en 2024 sería comparable al registrado en 2012.

Descendiendo a un detalle sectorial, el incremento de la vulnerabilidad registrado en el escenario combinado sería generalizado por ramas de actividad, aunque nuevamente, como ocurría en el primer supuesto, el impacto sería más acusado en las de energía, el turismo y la de construcción y actividades inmobiliarias (véase gráfico 4). En el caso de la energía, la deuda vulnerable se elevaría hasta el 23,6%, muy por encima del valor registrado en 2012 (9,5%), mientras que en el sector turístico se acercaría al 40% y en el de la construcción y actividades inmobiliarias casi la mitad de la deuda (49%) estaría en empresas financieramente vulnerables.

En último término, habría que tener en cuenta que en estos ejercicios de sensibilidad se aplican los *shocks* sobre las empresas en condiciones ceteris paribus. Ello les aleja en cierta medida de lo que ocurriría en la realidad, donde las compañías probablemente reaccionarían ante estos *shocks* negativos tomando decisiones para mitigar el impacto sobre sus beneficios (ajustando costes, posponiendo inversiones o reestructurando su financiación, entre otras), si bien, también es cierto que estas medidas de mitigación operarán típicamente con retardo respecto al momento de materialización de los *shocks*.

En conjunto, los ejercicios realizados ponen de manifiesto que la vulnerabilidad financiera del sector empresarial español presenta una sensibilidad elevada a perturbaciones adversas sobre los beneficios y las condiciones de financiación, y que dicha sensibilidad varía de forma significativa entre sectores. Bajo el escenario central de previsión macroeconómica⁷, es esperable que la rentabilidad empresarial en España continúe en niveles favorables. Sin embargo, el entorno de incertidumbre introducido por el conflicto en Oriente Medio hace que la

Gráfico 4
Deuda de las empresas con presión financiera elevada (a). Impacto de la caída del REB y aumento del coste de la financiación. Desglose por sector (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Véase nota (a) del gráfico 1.
- b Se supone un aumento de 1 pp en el coste de financiación de las empresas. Coste de financiación definido como la ratio entre los gastos financieros y la deuda media.
- c Peso dentro de cada sector. Véanse notas del cuadro 1 sobre la definición de los sectores.

7 Véase *Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo 2026*.

Recuadro 2.1

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

probabilidad de materialización de este tipo de impactos sea mayor que en el pasado reciente. Los resultados subrayan, por tanto, la importancia de tener en cuenta la

heterogeneidad del tejido empresarial en la monitorización de los riesgos para la actividad económica y la estabilidad financiera en el entorno actual.