

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2022

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS  
EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022

Roberto Blanco, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

## RESUMEN

La información de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencia que en los tres primeros meses de 2022 la actividad y los beneficios corporativos siguieron recuperándose. En este contexto, los niveles de rentabilidad medios se elevaron respecto al mismo período de 2021, aunque se mantuvieron aún por debajo de los valores previos a la pandemia. La deuda del conjunto de las empresas de esta muestra creció en los tres primeros meses de 2022 con respecto a un año antes, lo que llevó a un ligero ascenso de la ratio media de endeudamiento en relación con el activo. En cambio, la ratio media de deuda sobre excedentes, que aproxima la capacidad de reembolso, descendió, favorecida por la recuperación de los beneficios empresariales. El incremento de los excedentes ordinarios también facilitó que siguiera reduciéndose el peso medio de los pagos por intereses sobre los resultados, aunque a un ritmo menor que el del año previo, debido al ascenso de los gastos financieros asociado a las mayores deudas. Este artículo incluye un recuadro que analiza la evolución durante el último año de los márgenes en las empresas de la CBT, cuestión relevante en el actual contexto de fuerte aumento de costes. La empresa mediana de la muestra no habría experimentado apenas cambios en sus márgenes. Sin embargo, existe una elevada heterogeneidad no solo entre sectores, sino también dentro de cada sector. Las diferencias en la evolución de esta variable vienen explicadas por determinadas características, como, por ejemplo, el crecimiento de los costes, la situación financiera de las empresas o el dinamismo de su actividad.

**Palabras clave:** actividad, resultados económicos, situación financiera, empresas no financieras, COVID-19.

**Códigos JEL:** L25, M21, M41.

Este artículo ha sido elaborado por Roberto Blanco, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

Los resultados de la muestra de la Central de Balances Trimestral (CBT) evidencian que en el primer trimestre de 2022 continuó el proceso de recuperación de la actividad de estas empresas iniciado el año anterior, como ilustra el crecimiento de la cifra neta de negocios o del empleo, si bien no se alcanzaron todavía los niveles previos a la crisis del COVID-19. Este mayor dinamismo se habría producido en un contexto de fuerte aumento de los costes de producción, por el impacto asociado tanto al encarecimiento de las materias primas, incluidas las energéticas, como a los cuellos de botella en las cadenas de producción. Las empresas que experimentaron un mayor aumento de estos costes vieron reducir sus márgenes (aproximados como la ratio entre los resultados ordinarios y las ventas), aunque la evolución de este indicador se ha visto también influida por otras características, como, por ejemplo, el nivel del margen que tenían en el mismo trimestre de 2021, el peso de la actividad exportadora, el dinamismo de la actividad o la situación financiera de cada empresa (véase recuadro 1).

En este contexto, los beneficios ordinarios siguieron creciendo para el conjunto de la muestra en el primer trimestre de 2022, respecto a los registrados un año antes, lo que se tradujo en un ascenso de los niveles medios de rentabilidad, aunque de nuevo sin alcanzar los valores previos a la pandemia. Esta positiva evolución económica conllevó una mejora de la capacidad de repago de la deuda, con descensos de la ratio media de deuda sobre los excedentes ordinarios [resultado económico bruto (REB) más ingresos financieros], y del porcentaje de resultados ordinarios destinado, en promedio, al pago de intereses. Por último, la ratio de liquidez disminuyó en el primer trimestre de 2022 en la mayoría de las empresas y de los sectores de la muestra, si bien se sitúa, en promedio, en niveles holgados y superiores a los de antes de la pandemia.

### Actividad, empleo y gastos de personal

La CBT revela que, entre enero y marzo de 2022, la actividad del conjunto de las empresas de esta muestra siguió experimentando una recuperación notable. Así, las ventas aumentaron, en términos nominales, un 45,3% en comparación con el

mismo período del ejercicio precedente<sup>1</sup>, evolución que contrasta con el descenso del 3,3 % registrado un año antes (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Al mismo tiempo, los consumos intermedios también se incrementaron a un ritmo elevado, y lo hicieron en mayor medida, un 49,9 %, en un contexto de fuerte subida de los precios de la energía y de otras materias primas. A pesar de ello, el valor añadido bruto (VAB) aumentó un 11,1 %, frente a la disminución del 1,3% del año previo.

Por otra parte, el gráfico 2, que presenta información de tres percentiles de la distribución de empresas de la CBT según la variación del VAB, muestra que la tasa mediana de crecimiento se situó, en el primer trimestre de 2022, en el 6,4 %, frente al 0,5 % de 12 meses antes. En el cuartil superior de la distribución, donde se sitúan las compañías que registraron aumentos más intensos de este excedente, la mejoría en la evolución del VAB con respecto a un año antes es más pronunciada.

El análisis por sectores de actividad evidencia que en la mayoría de las ramas se registró una recuperación del VAB; destaca la de comercio y hostelería por ser donde se produjo un aumento más intenso, del 29,2 % (véase cuadro 2). La rama de información y comunicaciones y, sobre todo, la de energía experimentaron descensos del VAB de un 0,7 % y un 15,7 %, respectivamente, si bien en la primera de ellas la caída fue muy inferior a la registrada un año antes (12,1 %).

A pesar del incremento del VAB en el conjunto de la muestra, este excedente se situó todavía un 5,3 % por debajo de la cifra del primer trimestre de 2019 (véase gráfico 3). El análisis por sectores muestra que el de comercio y hostelería y el industrial<sup>2</sup> registraron valores superiores a los previos a la pandemia, en tanto que las demás ramas no habrían recuperado aún niveles similares a los del primer trimestre de 2019.

Los gastos de personal aumentaron un 5,9 % entre enero y marzo, en términos interanuales, evolución que se ha visto impulsada tanto por el incremento de las plantillas medias efectivas<sup>3</sup> como, en menor medida, por el ascenso de las remuneraciones medias, que crecieron un 1,8 %. En particular, el empleo medio efectivo avanzó en el primer trimestre de 2022 un 4,1 %, frente a la caída del 2,7 % de un año antes. De este modo, las plantillas medias se situaron en niveles similares a los del mismo período de 2019 (véase gráfico 3). El crecimiento del empleo se registró tanto en el colectivo de trabajadores fijos, que aumentaron un 4,1 %, como en el personal con contrato temporal, que creció un 3,9 %. En línea con esta positiva

---

1 La CBT contiene información de las 910 empresas que, hasta el 17 de junio pasado, enviaron datos del primer trimestre de 2022. La cobertura en términos de VAB, respecto al total del sector de sociedades no financieras (según la Contabilidad Nacional), se sitúa en el 11,4 %.

2 La recuperación de los niveles previos a la pandemia que, según la CBT, reflejan algunos sectores debe tomarse con cautela, pues puede estar condicionado por el tipo de compañía, fundamentalmente de tamaño grande, que compone esta muestra, que no recoge adecuadamente la evolución de las pymes.

3 Se entiende por «plantilla media efectiva» el número de empleados que trabajaron, de media, en el período considerado, excluyendo aquellos acogidos a expedientes de regulación temporal de empleo.

## Cuadro 1

## EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022 CONTINUÓ LA RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD Y DE LOS EXCEDENTES EMPRESARIALES

Bases	Estructura CBI	Central de Balances Integrada (CBI)		Central de Balances Trimestral (CBT)		
	2020	2019	2020	I a IV TR 2021 / I a IV TR 2020 (a)	I TR 2021 / I TR 2020	I TR 2022 / I TR 2021
Número de empresas		836.810	780.808	962	1.006	910
Cobertura total nacional (% sobre el VAB)		55,3	53,1	11,7	12,1	11,4
Cuenta de resultados (tasas de variación sobre las mismas empresas del año anterior)						
1 VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	2,7	-12,7	17,8	-3,6	38,2
<i>De ella:</i>						
<i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	148,7	1,5	-12,9	21,1	-3,3	45,3
2 CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	63,1	1,6	-12,7	20,6	-4,5	49,9
<i>De ellos:</i>						
<i>Compras netas</i>	38,4	1,9	-16,0	32,2	-0,4	72,1
<i>Otros gastos de explotación</i>	24,2	3,8	-9,1	7,8	-5,6	22,7
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	36,9	4,7	-12,7	11,7	-1,3	11,1
3 Gastos de personal	26,1	6,2	-5,1	2,5	-2,4	5,9
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	10,8	2,0	-26,9	25,9	0,3	18,2
4 Ingresos financieros	4,0	9,2	-14,5	19,4	-17,9	53,0
5 Gastos financieros	2,2	-2,0	-3,1	-6,7	-1,2	8,0
6 Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	6,2	2,4	2,2	-2,7	-5,9	3,3
S.3 RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	6,4	5,6	-42,4	68,7	8,1	62,4
7 Resultado por enajenaciones y deterioro	-1,7	-69,9	—	—	—	—
7' Estructura sobre VAB (7 / S.1)		1,5	-4,5	11,2	-7,2	1,7
8 Variaciones del valor razonable y resto de los resultados	-0,7	6,5	3,6	-90,1	94,7	74,6
8' Estructura sobre VAB (8 / S.1)		-1,6	-1,8	-6,0	-0,2	-1,1
9 Impuestos sobre beneficios	1,0	-6,5	-36,0	123,4	93,8	-0,5
S.4 RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 – 9]	3,0	-7,2	-68,2	—	—	—
S.4' Estructura sobre VAB (S.4 / S.1)		21,9	8,2	33,5	-0,2	16,1
RENTABILIDADES Fórmulas (b)						
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	5,8	3,9	4,7	1,6	2,1
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	2,2	2,0	1,6	1,6	1,5
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / PN	7,9	5,1	7,0	1,6	2,6
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	3,6	1,9	3,0	-0,0	0,6
PRO MEMORIA: TOTAL MUESTRA REPONDERADA						
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]		4,7	-12,2	13,1	-3,1	12,1
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]		2,1	-25,0	51,6	-4,7	—

FUENTE: Banco de España.

NOTA: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5, 7 y 8 se han depurado de movimientos contables internos.

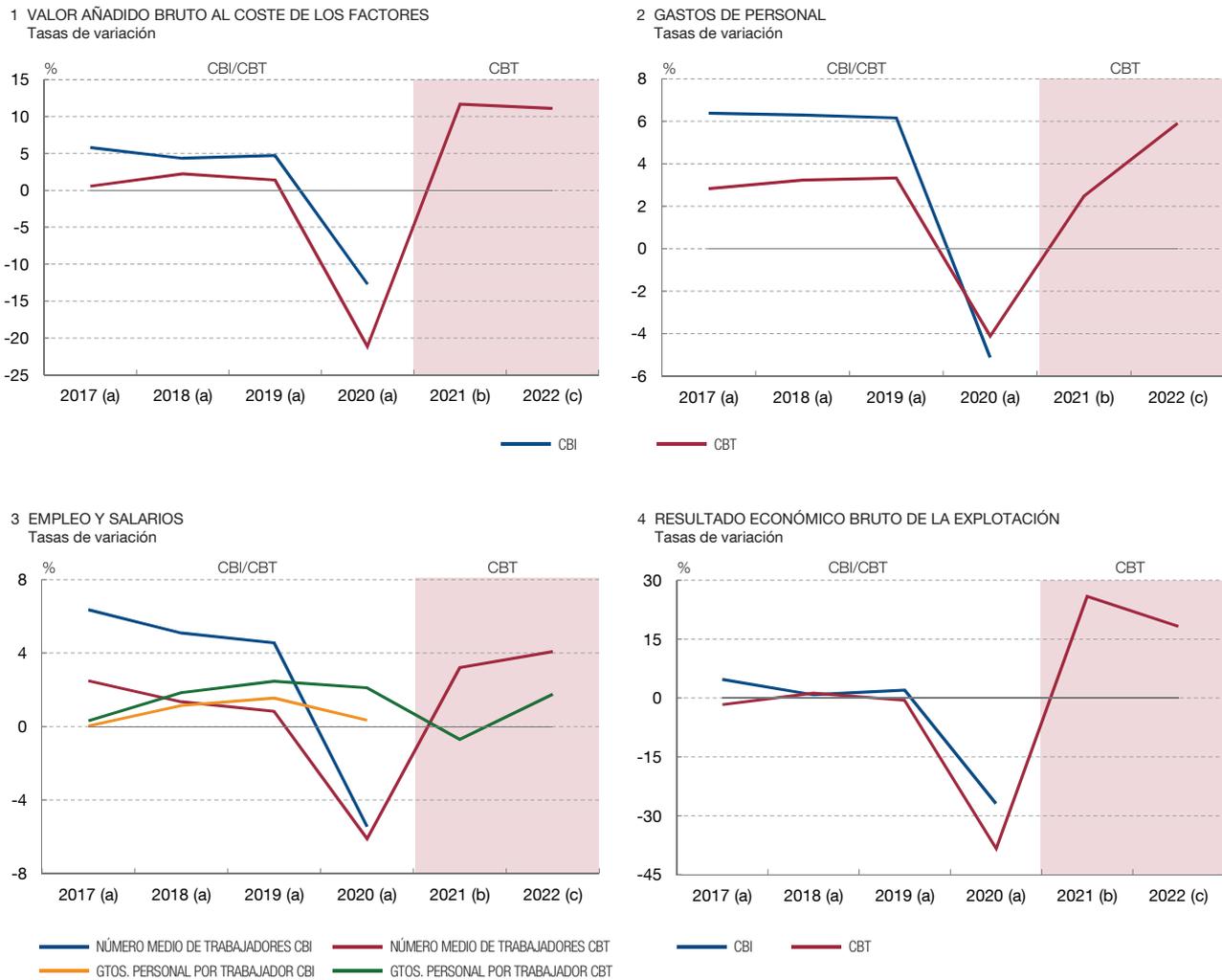
a Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b AN = Activo neto de recursos ajenos sin coste; PN = Patrimonio neto; RAC = Recursos ajenos con coste; AN = PN + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de las ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1).

Gráfico 1

**EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022 SIGUIERON AUMENTANDO LA ACTIVIDAD, LOS EXCEDENTES Y EL EMPLEO**

Entre enero y marzo de 2022 aumentaron el VAB, el REB y el empleo, lo que prolongó la tendencia de recuperación registrada el año anterior. Por su parte, las remuneraciones medias repuntaron algo en el conjunto de la muestra.



Empresas no financieras que colaboran	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
	Número de empresas	CBI	813.798	788.214	836.810	780.808	—	—	—	—	—	—
	CBT	993	1.030	1.029	940	962	910	—	—	—	—	
Porcentaje del VAB del sector Sociedades no financieras	CBI	55,7	56,9	55,3	53,1	—	—	—	—	—	—	
	CBT	14,0	13,0	13,0	11,6	1,7	11,4	—	—	—	—	

FUENTE: Banco de España.

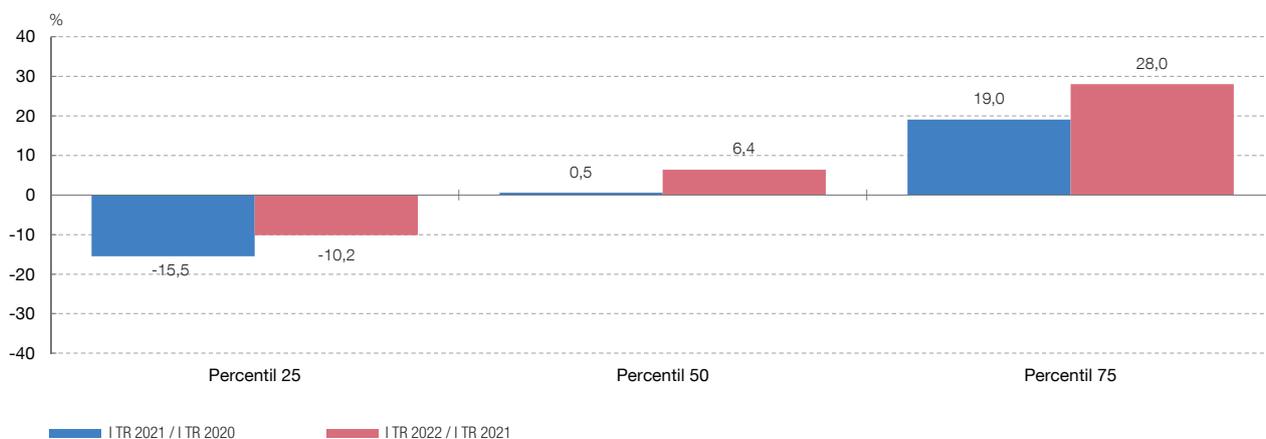
- a Datos de 2017, 2018, 2019 y 2020, a partir de las empresas de la CBI, y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).
- b Media de los cuatro trimestres de 2021 sobre el mismo período de 2020.
- c Datos del primer trimestre de 2022 sobre el mismo período de 2021.



Gráfico 2

### EVOLUCIÓN MÁS FAVORABLE DEL VAB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022, EN LOS TRES CUARTILES DE LA DISTRIBUCIÓN, EN COMPARACIÓN CON UN AÑO ANTES

En el primer trimestre de 2022, la tasa mediana del crecimiento interanual del VAB se situó en el 6,4 %, frente al 0,5 % del mismo período del ejercicio anterior. En el cuartil superior de la distribución, la mejoría en la evolución del VAB con respecto al año previo fue algo más pronunciada.



FUENTE: Banco de España.



Cuadro 2

### AUMENTO DEL VAB Y DEL EMPLEO, AUNQUE CON HETEROGENEIDAD POR SECTORES DE ACTIVIDAD

Tasas de variación sobre las mismas empresas del año anterior (%)	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Remuneraciones medias			
	CBI		CBT		CBI		CBT		CBI		CBT		CBI		CBT	
	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022
<b>TOTAL</b>	-12,7	11,7	-1,3	11,1	-5,4	3,2	-2,7	4,1	-5,1	2,5	-2,4	5,9	0,3	-0,7	0,3	1,8
<b>Tamaños</b>																
Pequeñas	-11,0	—	—	—	-5,9	—	—	—	-8,4	—	—	—	-2,6	—	—	—
Medianas	-6,3	12,2	6,7	9,1	-4,0	7,8	-1,3	6,4	-4,5	5,5	-5,7	12,1	-0,5	-2,1	-4,4	5,4
Grandes	-14,4	11,7	-1,4	11,1	-5,4	3,1	-2,7	4,0	-3,4	2,4	-2,4	5,8	2,2	-0,7	0,4	1,7
<b>Detalle por actividades</b>																
Energía	-5,9	3,0	-1,7	-15,7	-1,7	-1,0	-1,4	-0,2	-0,1	1,6	0,5	1,5	1,7	2,6	1,8	1,7
Industria	-10,8	38,2	43,2	22,9	-3,7	3,4	2,5	-0,3	-3,5	2,5	1,0	4,7	0,2	-0,8	-1,5	5,0
Comercio y hostelería	-17,3	13,7	0,8	29,2	-10,2	4,8	-4,9	7,1	-10,6	3,5	-3,7	8,8	-0,5	-1,2	1,3	1,6
Información y comunicaciones	-7,1	-2,8	-12,1	-0,7	0,5	2,4	-0,4	3,8	0,1	3,5	0,1	4,8	-0,4	1,0	0,5	1,0
Resto de las actividades	-13,4	10,4	-22,3	19,4	-3,9	2,8	-3,9	4,2	-3,8	1,6	-5,2	6,1	0,1	-1,2	-1,4	1,8

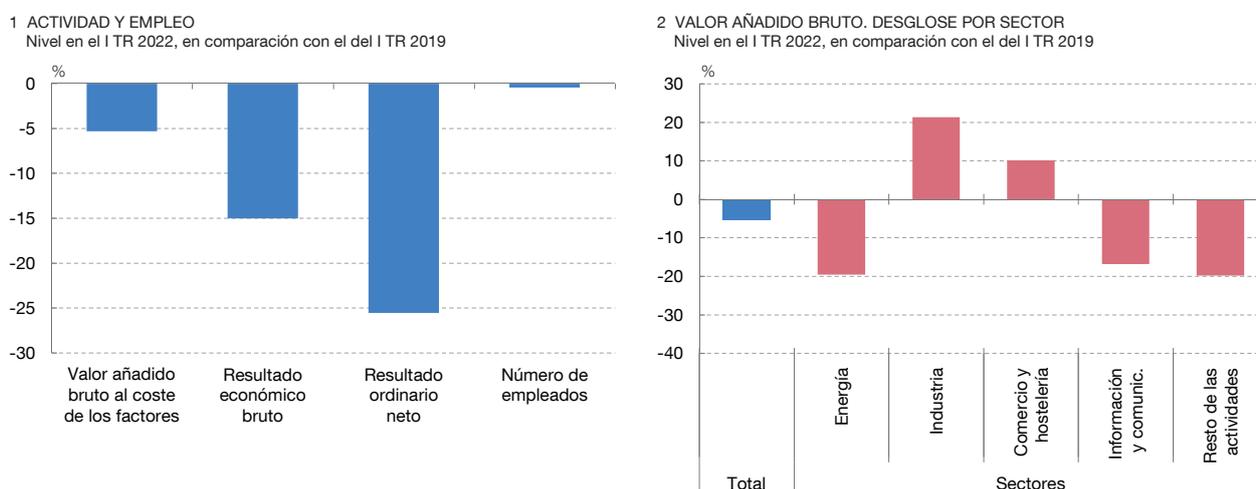
FUENTE: Banco de España.

a Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

Gráfico 3

### EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022, LOS EXCEDENTES Y EL EMPLEO SIGUIERON SITUÁNDOSE, PARA EL CONJUNTO DE LA MUESTRA DE LA CBT, POR DEBAJO DE LOS NIVELES PRE-COVID-19

A pesar del aumento de la actividad, tanto los excedentes (VAB, REB y RON) como el empleo siguieron situándose, en el primer trimestre de 2022, en niveles inferiores a los registrados en el mismo período de 2019. En el caso del VAB, el desglose sectorial evidencia que, mientras que algunas ramas, como la de industria o la de comercio y hostelería, ya estarían por encima de los niveles previos al COVID-19, las de energía, información y comunicaciones y el resto de las actividades se mantendrían aún por debajo. Por el contrario, el empleo se situó en valores próximos a los de antes de la pandemia.



FUENTE: Banco de España.



evolución del empleo, casi la mitad de las empresas, un 49,5 %, incrementaron sus plantillas efectivas, 14 puntos porcentuales (pp) más que en el ejercicio anterior (véase cuadro 3).

El cuadro 2 muestra que los aumentos de empleo se concentraron especialmente en los sectores de comercio y hostelería y en el denominado «resto de las actividades», con tasas del 7,1 % y del 4,2 %, respectivamente. Ello podría estar vinculado al hecho de que la progresiva eliminación de las restricciones que se impusieron por la pandemia de COVID-19, en comparación con un año antes, habría beneficiado particularmente a estos sectores. En sentido contrario, las ramas de energía e industria reflejaron ligeros descensos de sus plantillas medias, del 0,2 % y del 0,3 %, respectivamente.

## Rentabilidad, liquidez y endeudamiento

En línea con la recuperación de la actividad, el REB creció un 18,2 % en los tres primeros meses de 2022. El desglose por sectores evidencia una evolución muy dispar; fue el de comercio y hostelería el que registró un incremento más intenso, del 80,7 %.

**ENTRE ENERO Y MARZO DE 2022 SIGUIÓ AUMENTANDO LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS QUE CREARON EMPLEO**

Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones	Central de Balances Integrada (a)		Central de Balances Trimestral (b)			
	2019	2020	I a IV TR 2020	I a IV TR 2021	I TR 2021	I TR 2022
Número de empresas	563.874	524.122	940	962	1.006	910
Gastos de personal	100	100	100	100	100	100
Caen	32,3	57,7	51,3	37,2	49,8	30,1
Se mantienen o suben	67,7	42,3	48,7	62,8	50,2	69,9
Número medio de trabajadores	100	100	100	100	100	100
Caen	29,4	43,0	51,0	39,1	49,6	34,3
Se mantienen	26,1	24,9	13,4	15,4	15,0	16,3
Suben	44,5	32,1	35,6	45,5	35,4	49,5

FUENTE: Banco de España.

a Para el cálculo de estos porcentajes se han excluido las empresas que no tienen empleo en ninguno de los dos ejercicios.

b Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

También la rama de transporte (incluida en el agregado denominado «resto de las actividades») habría experimentado una fuerte recuperación de este excedente. En ambos casos, este comportamiento expansivo se debería en gran medida al levantamiento de las restricciones por el COVID-19 —en comparación con un año antes—, lo que habría beneficiado especialmente a estos dos sectores. También la rama de industria, en su conjunto, presentaría un notable aumento del REB, de un 45 %, si bien ello estaría muy condicionado por el extraordinario crecimiento registrado por el subsector de refino de petróleo, en un contexto de fuerte aumento del precio del crudo, que estas empresas habrían trasladado en gran medida a sus precios de venta. En cambio, otros subsectores industriales, como el de fabricación de productos informáticos y electrónicos o el de fabricación de material de transporte, habrían registrado fuertes descensos en sus resultados, afectados probablemente por los problemas de suministro de componentes y el aumento de sus costes de producción. Por su parte, en la rama de información y comunicaciones el REB se contrajo un 4,7 %, evolución que se enmarca en un contexto de fuerte competencia de las empresas de telecomunicaciones y progresivo ajuste a la baja de sus márgenes comerciales. Por último, cabe destacar el sector de la energía, donde la reducción del REB fue de un 21,4 %, caída que se explicaría principalmente por el negativo comportamiento en las compañías comercializadoras de energía eléctrica, que no habrían podido en muchos casos repercutir totalmente en sus precios de venta el incremento de los costes de producción (véase recuadro 1)<sup>4</sup>.

4 Las empresas generadoras de electricidad registraron un aumento de sus costes de producción, especialmente por la subida del precio del gas, *input* de las centrales de ciclo combinado, y lo repercutieron en sus precios de venta, en tanto que las comercializadoras de energía eléctrica no han podido hacer lo mismo sobre algunos de sus clientes (en el mercado libre), al tener en este caso contratos a largo plazo con precio fijo.

Cuadro 4

**A PESAR DEL LEVE DESCENSO DE LOS COSTES MEDIOS DE FINANCIACIÓN, LOS GASTOS FINANCIEROS AUMENTARON EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022 POR EL MAYOR ENDEUDAMIENTO**

Porcentajes

	CBI	CBT	
	2019/2020	I a IV TR 2021 / I a IV TR 2020	I TR 2022 / I TR 2021
Variación de los gastos financieros	-3,1	-6,7	8,0
A Intereses por financiación recibida	-3,0	-4,2	7,9
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	-8,0	-9,8	-2,7
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	5,0	5,6	10,5
B Otros gastos financieros	-0,1	-2,5	0,1

FUENTE: Banco de España.

Cuadro 5

**AUMENTO MODERADO DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD MEDIANOS Y VARIACIONES POCO SIGNIFICATIVAS EN LA DISTRIBUCIÓN POR TRAMOS**

	Central de Balances Trimestral				
	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)		
	I TR 2021	I TR 2022	I TR 2021	I TR 2022	
Número de empresas	1.006	910	1.006	910	
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0 %	31,6	31,1	34,2	34,9
	0 % < R ≤ 5 %	25,9	23,8	16,7	15,4
	5 % < R ≤ 10 %	11,2	11,9	9,7	10,3
	10 % < R ≤ 15 %	7,8	8,4	7,4	7,6
	15 % < R	23,6	24,8	32,1	31,8
<i>PRO MEMORIA</i> : Rentabilidad mediana (%)	2,8	3,3	4,2	4,7	

FUENTE: Banco de España.

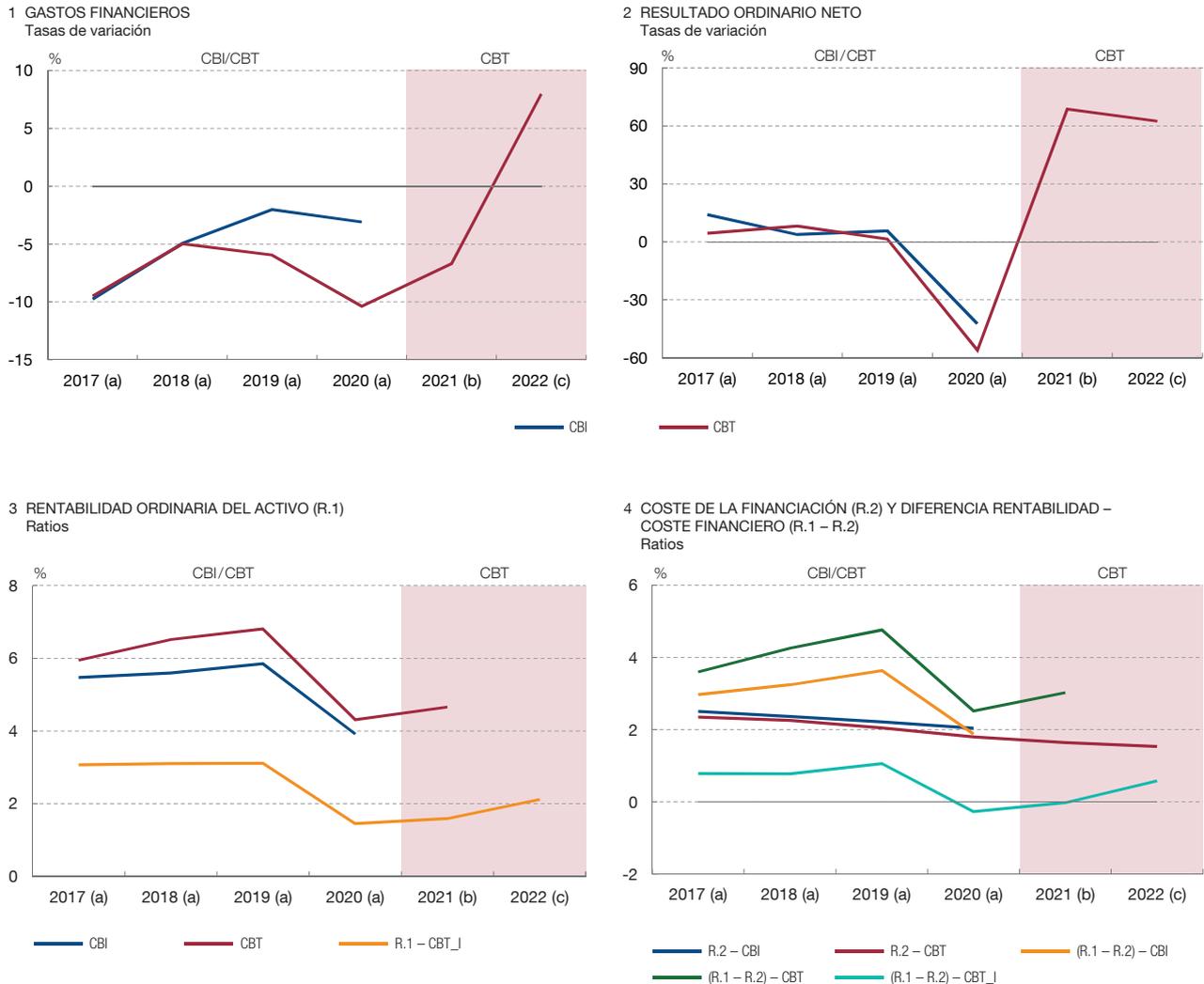
No obstante, y al igual que ocurría con el VAB, el REB se situó, para el conjunto de la muestra trimestral, todavía claramente por debajo, un 15 %, del nivel alcanzado antes de la pandemia (véase gráfico 3).

Los ingresos financieros aumentaron hasta marzo un 53 %, como consecuencia, sobre todo, de los mayores dividendos recibidos (que crecieron un 74 %), si bien los intereses cobrados también aumentaron, un 30,1 %. Por su parte, los gastos financieros crecieron un 8 %, debido al mayor endeudamiento y a pesar del descenso de los costes medios de la deuda viva de las empresas (véase cuadro 4).

Gráfico 4

### AUMENTO DE LOS BENEFICIOS ORDINARIOS Y DE LAS RENTABILIDADES EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022, QUE SE MANTUVIERON, NO OBSTANTE, POR DEBAJO DE LOS NIVELES PREVIOS A LA PANDEMIA

El aumento de los beneficios ordinarios propició que en el primer trimestre de 2022 creciesen los niveles medios de rentabilidad ordinaria, aunque sin recuperarse los valores registrados en 2019. Esta evolución, en un contexto en el que los costes medios de la deuda viva descendieron levemente, permitió que el diferencial entre estas dos ratios se ampliara.



Empresas no financieras que colaboran		2017	2018	2019	2020	2021	2022
Número de empresas	CBI	813.798	788.214	836.810	780.808	—	—
	CBT	993	1.030	1.029	940	962	910
Porcentaje del VAB del sector Sociedades no financieras	CBI	55,7	56,9	55,3	53,1	—	—
	CBT	14,0	13,0	13,0	11,6	1,7	11,4

FUENTE: Banco de España.

- a Datos de 2017, 2018, 2019 y 2020, a partir de las empresas de la CBI, y media de los cuatro trimestres de cada año (CBT). En el caso de las tasas, el cálculo se realiza respecto del ejercicio previo.
- b Media de los cuatro trimestres de 2021. En el caso de las tasas, el cálculo se realiza sobre el mismo período de 2020.
- c Datos del primer trimestre de 2022. En el caso de las tasas, el cálculo se realiza sobre el mismo período de 2021.



Cuadro 6

**AUMENTO DE LOS BENEFICIOS ORDINARIOS Y DE LAS RENTABILIDADES EN EL CONJUNTO DE LA MUESTRA, AUNQUE CON UN COMPORTAMIENTO HETEROGÉNEO POR SECTORES**

	Resultado económico bruto				Resultado ordinario neto				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1)				Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)			
	CBI		CBT		CBI		CBT		CBI		CBT		CBI		CBT	
	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022	2020	I a IV TR 2021 (a)	I TR 2021	I TR 2022
Variación sobre las mismas empresas en el mismo período del año anterior, tasas (%) y pp																
<b>TOTAL</b>	<b>-26,9</b>	<b>25,9</b>	<b>0,3</b>	<b>18,2</b>	<b>-42,4</b>	<b>68,7</b>	<b>8,1</b>	<b>62,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>
<b>Tamaños</b>																
Pequeñas	-18,9	—	—	—	-34,2	—	—	—	2,5	—	—	—	0,6	—	—	—
Medianas	-11,2	31,5	56,4	2,3	-21,6	50,7	145,3	-0,7	5,3	6,2	5,4	5,0	3,2	4,4	3,9	3,6
Grandes	-30,8	25,9	0,0	18,4	-45,8	68,8	7,1	63,4	4,3	4,7	1,6	2,1	2,2	3,0	0,0	0,6
<b>Detalle por actividades</b>																
Energía	-8,6	3,5	-2,4	-21,4	-11,5	10,7	-2,8	-26,2	5,2	5,2	4,0	2,4	3,2	3,7	2,4	1,2
Industria	-23,2	150,2	—	45,0	-37,4	—	—	110,0	5,0	6,7	4,8	9,1	2,9	4,5	2,4	6,9
Comercio y hostelería	-32,8	37,4	13,7	80,7	-48,8	40,2	55,4	181,0	4,3	7,2	3,1	7,3	2,2	5,4	1,2	5,6
Información y comunicaciones	-15,8	-7,2	-19,9	-4,7	-38,9	-15,8	-30,9	-18,2	6,9	7,6	7,1	6,4	4,7	6,2	5,8	5,3
Resto de las actividades	-37,9	88,7	-91,0	—	-40,0	5,1	—	30,7	3,2	3,6	-0,4	0,0	1,2	2,0	-2,0	-1,6

FUENTE: Banco de España.

a Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

Todo ello permitió que el resultado ordinario neto (RON)<sup>5</sup> aumentara un 62,4 % en el primer trimestre de 2022, en términos interanuales, un incremento muy superior al registrado un año antes (8,1 %) (véanse cuadro 1 y gráfico 5). Al igual que sucede con los otros excedentes ordinarios analizados anteriormente, el RON para el conjunto de la muestra de la CBT se encuentra todavía por debajo (un 25,6 %) del nivel previo a la pandemia.

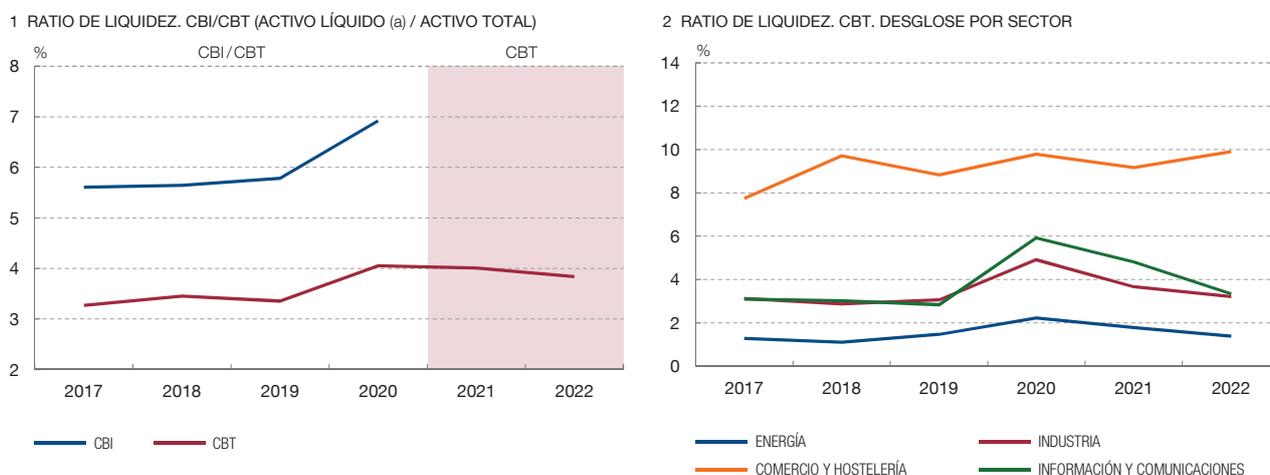
Por su parte, los gastos y los ingresos atípicos ejercieron un impacto adicional positivo sobre el resultado final, debido fundamentalmente a que, mientras que el año anterior se habían registrado fuertes pérdidas por deterioros en la valoración de activos fijos (tanto materiales como financieros), en 2022 se registraron algunas plusvalías, aunque de menor importe, generadas en operaciones de venta de activos financieros. Ello llevó a que el resultado neto final presentara en el primer trimestre

5 El RON se obtiene restando al REB los gastos financieros y las amortizaciones y provisiones de explotación, y sumándole los ingresos financieros.

Gráfico 5

## LA RATIO DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS SIGUIÓ REDUCIÉNDOSE EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2022 EN LA MAYORÍA DE LAS EMPRESAS Y DE LOS SECTORES DE LA MUESTRA

Entre enero y marzo de 2022, la ratio media de liquidez de las empresas de la muestra de la CBT se redujo ligeramente. El detalle sectorial evidencia caídas de esta ratio en la mayoría de las ramas, con la excepción de la de comercio y hostelería, que experimentó un pequeño repunte.



FUENTE: Banco de España.

a El efectivo disponible y otros activos líquidos equivalentes se consideran líquidos.



de 2022 un valor positivo, que, expresado en porcentaje sobre el VAB, se situó en un 16,1 %, frente al importe ligeramente negativo del ejercicio precedente, de un -0,2 % (véase cuadro 1).

El aumento de los beneficios ordinarios se tradujo en un incremento de las ratios medias de rentabilidad. Concretamente, la rentabilidad ordinaria del activo creció cinco décimas, hasta el 2,1 %, y la rentabilidad de los recursos propios aumentó 1 pp y se situó en el 2,6 %<sup>6</sup>. Los valores medianos de estos indicadores reflejan también una evolución positiva, con un aumento similar en el caso de la rentabilidad del activo, que se elevó hasta el 3,3 % (frente al 2,8 % de un año antes), y algo más moderado en el de los recursos propios, que pasó de un 4,2 % a un 4,7 %, como se aprecia en el cuadro 5. En este mismo cuadro se observa que la distribución de las empresas por tramos de rentabilidad presentó, en comparación con el primer trimestre de 2021, variaciones poco significativas, si bien cabe destacar que el porcentaje de empresas con rentabilidad negativa sigue siendo elevado (por encima del 30 %). Por último, el gráfico 4 revela que, a pesar de la evolución ascendente de la rentabilidad media del activo en el primer trimestre de 2022, esta se encontraba aún, en promedio, en torno a 1 pp por debajo del nivel alcanzado en el mismo período de 2019.

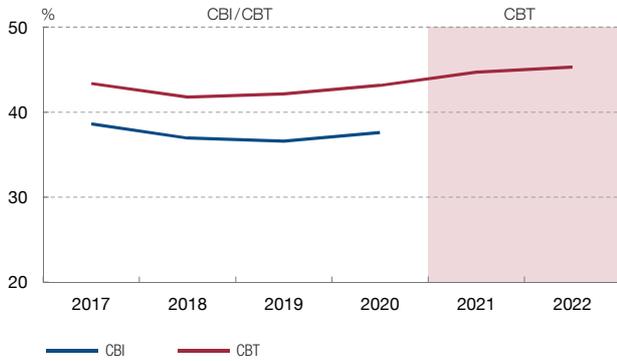
<sup>6</sup> La rentabilidad ordinaria del activo se define como  $(RON + \text{Gastos financieros}) / \text{Activo neto}$ , mientras que la rentabilidad ordinaria de los recursos propios se define como  $RON / \text{Fondos propios}$ .

Gráfico 6

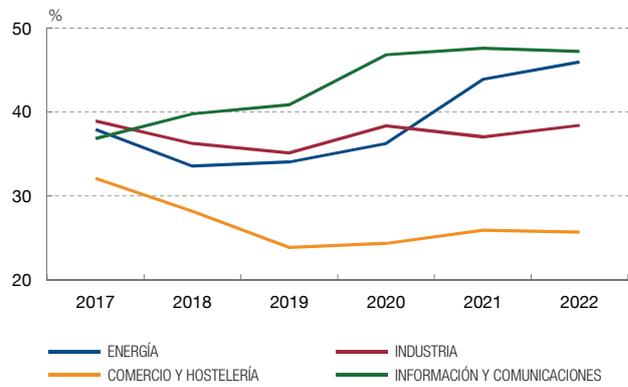
**A PESAR DEL AUMENTO DE LA DEUDA, MEJORÓ LA CAPACIDAD DE REPAGO, DEBIDO A LA RECUPERACIÓN DE LOS BENEFICIOS**

En el primer trimestre de 2022, las empresas aumentaron, en promedio, su endeudamiento en relación con el activo neto. En cambio, descendió respecto a los excedentes ordinarios gracias al aumento de estos últimos. La recuperación de los beneficios permitió también que descendiera la carga financiera, a pesar de que los gastos financieros aumentaron. Por sectores, destaca el de la energía, por el fuerte ascenso que registraron los ratios de deuda, aunque la ratio de carga financiera se mantuvo estable, mientras que en el resto de las ramas las variaciones fueron moderadas.

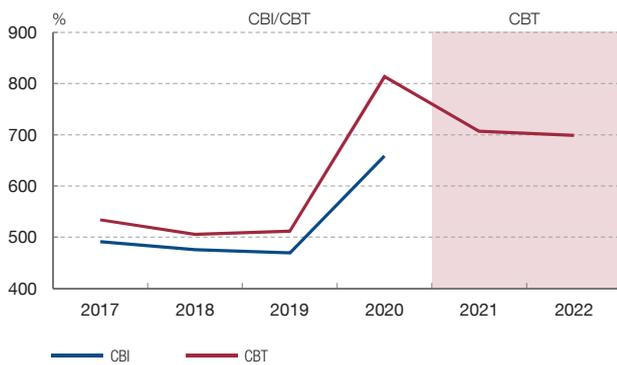
1 E.1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)  
TOTAL EMPRESAS



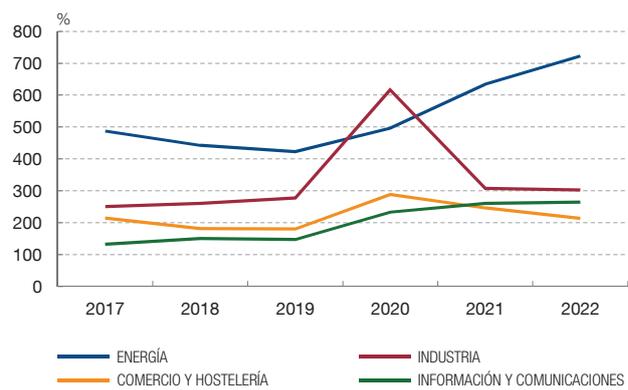
2 E.1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)  
DESGLOSE POR SECTOR. CBT



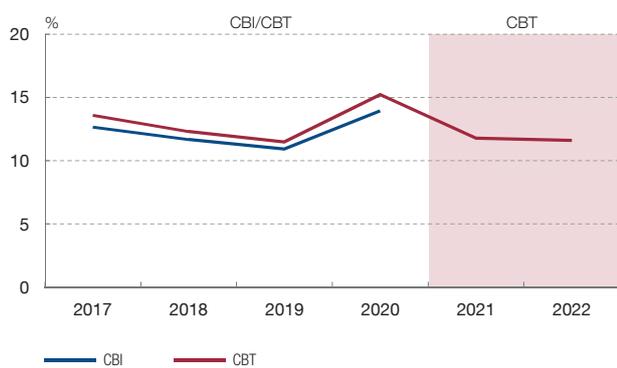
3 E.2. RECURSOS AJENOS CON COSTE (b) / (REB + Ingresos financieros) (c)  
TOTAL EMPRESAS



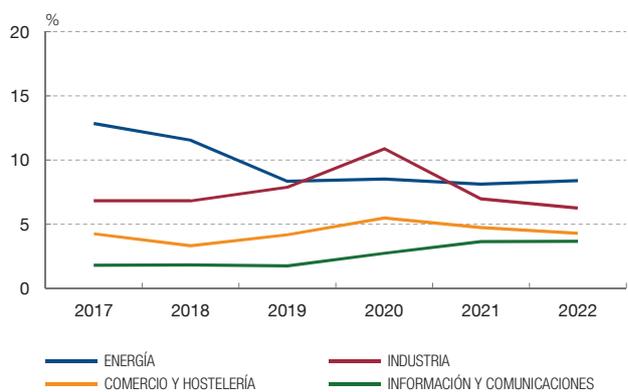
4 E.2. RECURSOS AJENOS CON COSTE (b) / (REB + Ingresos financieros) (c)  
DESGLOSE POR SECTOR. CBT



5 CARGA FINANCIERA POR INTERESES  
TOTAL EMPRESAS  
(Intereses por financiación recibida) / (REB + Ingresos financieros) (c)



6 CARGA FINANCIERA POR INTERESES  
DESGLOSE POR SECTOR. CBT  
(Intereses por financiación recibida) / (REB + Ingresos financieros) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.
- b Concepto calculado a partir de los saldos finales de balance. Incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupa» (aproximación a deuda consolidada).
- c Los gastos y los ingresos incluidos en estos ratios se calculan con los importes de cuatro trimestres acumulados.



El desglose por sectores evidencia una evolución heterogénea de la rentabilidad del activo. Así, por un lado, en el de comercio y hostelería y, especialmente, en el industrial se elevaron los niveles de rentabilidad y se situaron en un 7,3 % y un 9,1 %, respectivamente. Por el contrario, en la rama de energía y en la de información y comunicaciones la rentabilidad descendió en 1,6 pp y 0,7 pp, y se situó en el 2,4 % y el 6,4 %, respectivamente (véase cuadro 6).

El coste medio del saldo de financiación ajena disminuyó ligeramente, una décima, y se situó en el 1,5 %. La evolución de la rentabilidad del activo y de los costes de financiación propició un aumento de seis décimas en el diferencial entre estas dos ratios respecto al año anterior, hasta situarse en 0,6 pp.

Por su parte, la ratio media de liquidez de las empresas descendió ligeramente en los tres primeros meses de 2022 en el conjunto de la muestra de la CBT (véase gráfico 5.1). El gráfico 5.2, que da un detalle por sectores, evidencia que la ratio media de liquidez se redujo en casi todas las ramas de actividad, excepto en la de comercio y hostelería, en la que presentó una evolución ligeramente ascendente.

Por último, entre enero y marzo de 2022 la deuda de las empresas de la CBT se situó un 2,5 % por encima del nivel del final del año anterior y, como consecuencia de ello, la ratio media de deuda sobre el activo neto creció 0,6 pp y se estableció en un 45,3 % (véase gráfico 6). El detalle por sectores muestra incrementos de esta ratio en la rama de industria y, sobre todo, en la de energía, mientras que en el sector de comercio y en el de información y comunicaciones se mantuvieron prácticamente estables. En cambio, la ratio de deuda sobre los resultados corrientes (que se obtienen como la suma del REB y los ingresos financieros) se redujo ligeramente, favorecida por la mejoría de los excedentes, hasta situarse en un 698 % (8 pp menos que un año antes), todavía muy por encima de los niveles de 2019. El desglose sectorial evidencia un descenso en la rama de comercio y hostelería, en tanto que en el sector de energía aumentó y se colocó en la cota más elevada desde el inicio de la serie trimestral (en 1994). Finalmente, la ratio media de los gastos por intereses sobre los resultados corrientes siguió reduciéndose en el primer trimestre de 2022, si bien a un ritmo menor que el año previo, pues, aunque los excedentes crecieron, los pagos por intereses también aumentaron, aunque en menor medida, de modo que la ratio se situó en un 11,6 %, 0,2 pp menos que en 2021, y alcanzó un nivel ya similar al registrado en 2019. El detalle por sectores de esta última ratio muestra una ligera disminución en la rama industrial y en la de comercio y hostelería, y una evolución prácticamente estable en la de energía y en la de información y comunicaciones.

15.7.2022.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES Y FACTORES EXPLICATIVOS**

Durante los últimos trimestres, la mayoría de las empresas han experimentado aumentos notables en sus costes de producción como consecuencia de los cuellos de botella de las cadenas globales de producción y suministro, y del encarecimiento de muchas materias primas, incluidas las energéticas. Aquellas empresas que no hayan podido trasladar este aumento de los costes a los precios de venta han podido experimentar una contracción de sus márgenes empresariales, entendidos como el cociente entre sus excedentes y la cifra neta de negocios. En todo caso, la evolución de los márgenes empresariales puede haber estado condicionada también por otros factores, como el crecimiento de la actividad económica.

En este recuadro se analiza la evolución reciente de los márgenes empresariales a partir de la información de la Central de Balances Trimestral (CBT). El uso de datos granulares permite estudiar el grado de heterogeneidad entre empresas y entender el papel que ha desempeñado el alza de los costes de producción y de otras características. En todo caso, algunas de las conclusiones hay que tomarlas con cautela, debido al reducido tamaño de la muestra (unas 900 empresas) y el sesgo hacia compañías de gran tamaño, que hace que algunas actividades estén infrarrepresentadas.

El gráfico 1 muestra la distribución estadística de la variación interanual de los márgenes empresariales entre el primer trimestre de 2021 y el mismo período de 2022 para el total de la muestra y para distintos sectores y subsectores<sup>1</sup>. El margen se define como el cociente entre el resultado económico bruto y la cifra neta de negocios. Los resultados evidencian una elevada heterogeneidad en la evolución de los márgenes empresariales. En particular, la variación mediana, que aproxima los cambios en la empresa representativa, se sitúa cerca del cero para el conjunto de la muestra, lo que indica que aproximadamente la mitad de las empresas han experimentado un aumento de sus márgenes, y la otra mitad, una disminución. Parte de esta heterogeneidad

tiene su origen en la dimensión sectorial. Concretamente, en algunos sectores (como el de la comercialización de la energía eléctrica y el de productos minerales y metálicos) la variación mediana y gran parte de la distribución se sitúan en la zona negativa, lo que indica que en dichas ramas predominan las caídas de los márgenes. Por el contrario, en otras ramas (como la de coquerías y refino) predominan los aumentos. En todo caso, dentro de cada uno de los sectores se aprecia una notable heterogeneidad, como ilustra la amplitud de la distancia entre el percentil 75 y el 25 de la distribución. Este último resultado sugiere, por tanto, que la distinta evolución de los márgenes empresariales no solo se explica por el sector de actividad, sino que hay otros factores a nivel de cada empresa que pueden haber tenido un importante papel.

Con el fin de analizar los factores explicativos de la evolución reciente de los márgenes empresariales, se ha realizado una regresión lineal en la que la variable dependiente es la variación del margen entre el primer trimestre de 2021 y el primero de 2022 y las variables explicativas de interés hacen referencia a distintas características de las empresas. En concreto, se utilizan una serie de indicadores dicotómicos que toman valor uno en caso de que las variables que se detallan a continuación se sitúen por encima de su mediana y cero en caso contrario: i) margen de la empresa; ii) crecimiento de los costes de producción unitarios<sup>2</sup>; iii) peso de las exportaciones sobre el total de ventas; iv) crecimiento del empleo, y v) ratio de deuda neta con coste sobre el activo neto. Además, se utiliza otra variable dicotómica que toma valor uno si la ratio de cobertura por intereses es inferior a uno<sup>3</sup> y cero en caso contrario, y se usan efectos fijos de sector<sup>4</sup>. Todas las variables definidas a partir del nivel de estas se refieren a la situación en el primer trimestre de 2021, mientras que las definidas sobre la base de las variaciones recogen el cambio entre esta fecha y un año después.

El gráfico 2 muestra los resultados del ejercicio. Concretamente, se presenta el coeficiente estimado para

- 1 Esta aproximación interanual evita los problemas relacionados con la estacionalidad de esta variable, al tiempo que recoge el período reciente de repunte de los costes de producción.
- 2 Los costes de producción incluyen tanto los asociados a los insumos como los laborales. El crecimiento de los costes unitarios, que pretende recoger la variación que ha tenido lugar como consecuencia exclusivamente de los precios, se aproxima con la tasa de variación de la ratio entre los costes de producción y el empleo. Esta aproximación se utiliza ante la falta de información sobre el volumen total de *inputs* (insumos y empleo) utilizados en el proceso de producción y supone implícitamente que este crece al mismo ritmo que el empleo. En la práctica, este supuesto puede no cumplirse, por lo que esta variable incorpora un error de medida.
- 3 La ratio de cobertura de intereses se define como el cociente entre los resultados corrientes (resultado bruto de explotación más los ingresos financieros) y los gastos financieros.
- 4 Los sectores se corresponden con el primer nivel de clasificación de la CNAE 2009, consistente en rúbricas identificadas mediante un código alfabético.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES Y FACTORES EXPLICATIVOS (cont.)**

cada variable y las bandas de confianza al 95 %. Como se puede observar, todos los coeficientes son estadísticamente significativos a este nivel de confianza. De acuerdo con los resultados, el crecimiento de los

costes de producción unitarios se asocia a un descenso del margen empresarial. Ello sugiere que las empresas que vieron aumentar en mayor medida sus costes no los habrían podido trasladar completamente a sus clientes.

Gráfico 1  
DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL MARGEN EMPRESARIAL EN EL I TR 2022 CON RESPECTO AL I TR 2021. DESGLOSE POR SECTOR (a)

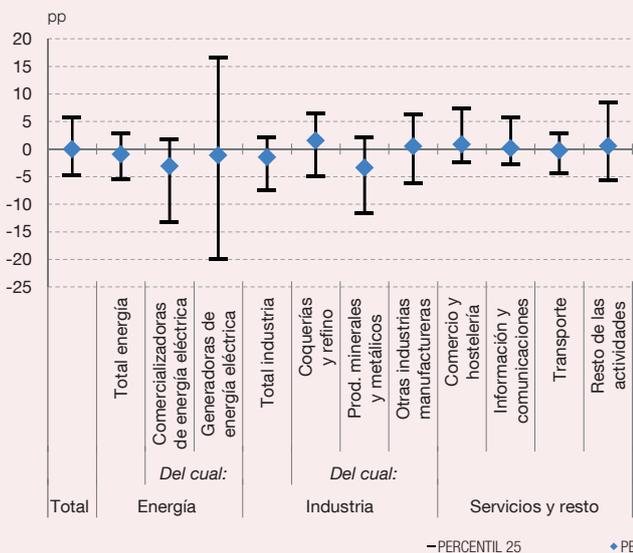


Gráfico 2  
VARIACIÓN DEL MARGEN EMPRESARIAL EN EL I TR 2022 CON RESPECTO AL I TR 2021, POR CATEGORÍA DE EMPRESA (a) (b)

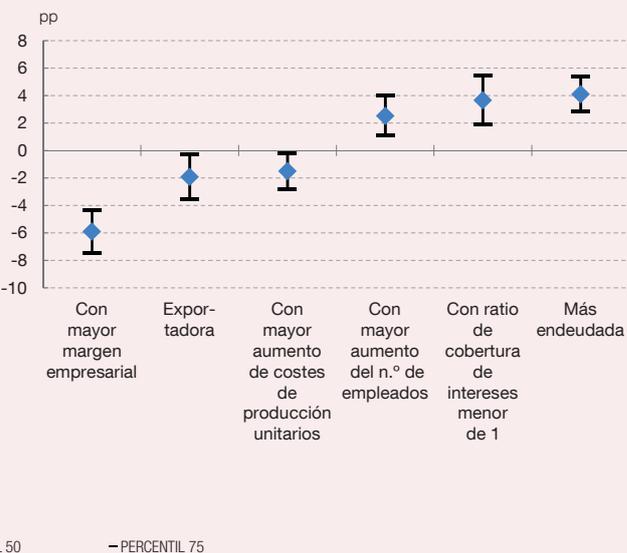


Gráfico 3  
VARIACIÓN DEL PRECIO DE LAS VENTAS Y DE LOS COSTES DE PRODUCCIÓN UNITARIOS EN EL I TR 2022 CON RESPECTO AL I TR 2021. DESGLOSE POR SECTOR NO ENERGÉTICO (c)

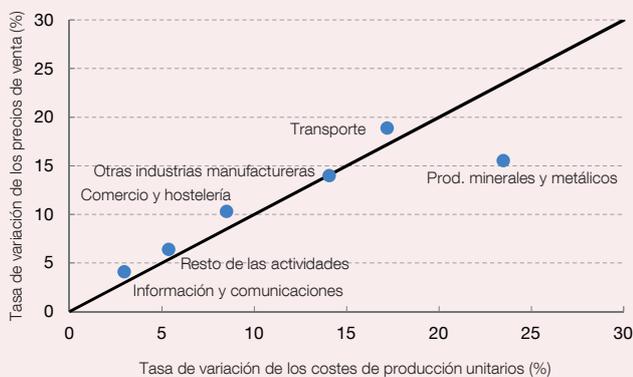
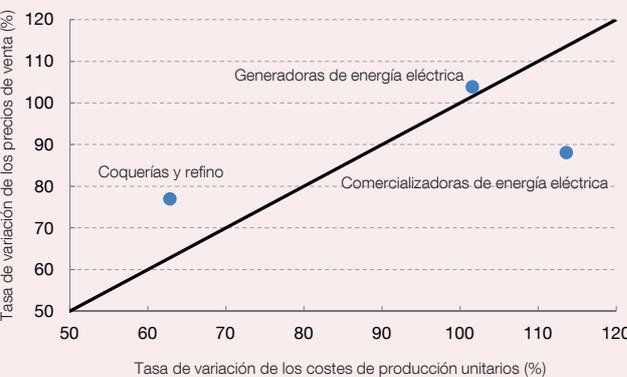


Gráfico 4  
VARIACIÓN DEL PRECIO DE LAS VENTAS Y DE LOS COSTES DE PRODUCCIÓN UNITARIOS EN EL I TR 2022 CON RESPECTO AL I TR 2021. DESGLOSE POR SECTOR ENERGÉTICO Y REFINO (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Margen empresarial calculado como el cociente entre el resultado económico bruto y el importe neto de la cifra de negocios.
- b Los diamantes corresponden a los coeficientes estimados en un análisis de regresión lineal en el que la variable dependiente es la variación del margen empresarial en el primer trimestre de 2022 con respecto al mismo trimestre de 2021, y las variables explicativas de interés hacen referencia a una serie de características de cada empresa. En concreto, se utilizan una serie de variables dicotómicas que toman valor uno en caso de que las variables que se detallan a continuación se sitúen por encima de su mediana y cero en caso contrario: i) margen empresarial; ii) crecimiento de los costes de producción unitarios; iii) peso de las exportaciones sobre el total de ventas; iv) variación en el número de empleados, y v) ratio de deuda neta con coste sobre el activo neto. Además, se utiliza otra variable dicotómica que toma valor uno si la ratio de cobertura por intereses es inferior a uno y cero en caso contrario, y se usan efectos fijos correspondientes a las secciones de la CNAE 2009. Las líneas verticales indican las bandas de confianza al 95 %.
- c La tasa de variación de los precios de venta se aproxima como el incremento porcentual anual de la ratio entre las ventas y el empleo. La tasa de variación de los costes de producción unitarios, que incluyen tanto los asociados a los insumos como los laborales, se aproxima como la variación porcentual interanual de la ratio entre los costes de producción y el empleo. Cada punto del gráfico corresponde a la mediana de la tasa de variación de los costes de producción unitarios y a la mediana de la tasa de variación de los precios de ventas que se obtienen para cada sector.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES Y FACTORES EXPLICATIVOS (cont.)**

Así, el coeficiente estimado se sitúa en  $-1,5$  puntos porcentuales (pp), lo que significa que las empresas cuyos costes de producción se han elevado por encima del crecimiento mediano han visto decrecer su margen en esa cuantía, en comparación con el resto de las empresas. En todo caso, este efecto es relativamente moderado si se tiene en cuenta que la media del margen de las empresas de la muestra se situó en el  $8,7\%$  en el primer trimestre de 2021. La propensión de las empresas a exportar, aproximada por el peso de las exportaciones en su cifra de negocio, también tiene un efecto negativo sobre la variación de los márgenes, y es de una magnitud algo superior en valor absoluto ( $-1,9$  pp). Este impacto podría estar asociado a la mayor competencia a la que se enfrentan las compañías expuestas al comercio exterior. Las empresas que partían de un margen más elevado también los redujeron, siendo este impacto cuantitativamente más importante que los anteriores. Este efecto podría recoger la mayor capacidad de las empresas que partían de unos márgenes más amplios para absorber el aumento de costes mediante una reducción de márgenes. En sentido contrario, se observa que las compañías que han visto crecer su actividad en mayor medida, aproximada por la evolución del empleo, han aumentado sus márgenes, lo que indica el carácter procíclico de esta variable y que podría ser el resultado de la existencia de costes fijos<sup>5</sup>. Por último, las empresas con una posición financiera más vulnerable, aproximada por un endeudamiento elevado y por una menor capacidad para cubrir sus gastos financieros con los ingresos generados, también han mostrado un aumento de sus márgenes. Este último resultado, que está en línea con trabajos previos<sup>6</sup>, podría estar vinculado a la necesidad que tienen estas compañías de mejorar su rentabilidad y, por tanto, sus flujos netos de caja, dada la presión financiera a la que se ven sometidas.

Con el fin de profundizar en el análisis del aumento de costes experimentado por los distintos sectores y en la capacidad

que han tenido las empresas de cada uno de ellos de trasladarlos a sus clientes, en los gráficos 3 y 4 se representa, para cada una de las ramas consideradas anteriormente, el aumento mediano de los costes de producción unitarios y el crecimiento mediano de los precios de venta<sup>7</sup>. Los resultados indican que fue en los sectores relacionados con la energía y el petróleo donde se registraron aumentos mayores en los costes de producción, lo que refleja que en estas ramas las materias primas energéticas constituyen el principal insumo. Del resto de los sectores, destacan el de productos minerales y metálicos, el transporte y las otras industrias manufactureras, por ser los que experimentaron un mayor crecimiento de los costes de producción unitarios, lo que es consecuencia de su elevada intensidad en el consumo de energía. En el otro extremo se sitúa la rama de información y comunicaciones, por ser la que mostró un aumento más moderado de los costes de producción unitarios, lo que es coherente con su relativamente reducido consumo de energía.

Por otra parte, se observa que, en la mayoría de los sectores, el crecimiento mediano de los precios de venta habría sido similar al de los costes unitarios, de forma que los puntos que se representan se sitúan próximos a la diagonal del gráfico. Ello sugiere que la empresa representativa de dichos sectores habría trasladado en gran medida a sus clientes el crecimiento de sus costes. Sin embargo, en algunas ramas el punto que se representa se encuentra alejado de la diagonal. En particular, en la de la comercialización de energía eléctrica y en la de productos minerales y metálicos los precios de venta de la empresa mediana habrían crecido muy por debajo de los costes de producción unitarios, lo que habría llevado a la contracción de los márgenes observada en el gráfico 1. En la situación contraria se encuentra el sector de coquería y refino, en el que el crecimiento mediano de los precios de venta habría superado al de los costes de producción unitarios, lo que habría llevado a una ampliación del margen de la empresa mediana.

5 La existencia de costes fijos hace que, cuando aumenta la actividad de las empresas, los costes totales crezcan a un menor ritmo que las ventas, suponiendo que se mantienen fijos los precios de venta y los costes variables unitarios. Ello lleva a un incremento del margen empresarial.

6 J. Montero y A. Urtasun (2021), «Markup dynamics and financial frictions: the Spanish case», *International Review of Economics & Finance*, vol. 71, pp. 316-341, enero.

7 De forma análoga a la aproximación que se utiliza para medir el aumento de los costes de producción unitarios, el crecimiento de los precios medios de venta se aproxima como el incremento porcentual anual de la ratio entre las ventas y el empleo. Véase la nota 2 de este recuadro para una discusión del supuesto implícito y el error de medida que se comete con esta aproximación.