



HAL
open science

Márgenes empresariales y distribución funcional de la renta en España (1995-2024): un análisis desde los enfoques kaleckiano, poskeynesiano y neokeynesiano

Elies Furio Blasco, Matilde Alonso Pérez

► To cite this version:

Elies Furio Blasco, Matilde Alonso Pérez. Márgenes empresariales y distribución funcional de la renta en España (1995-2024): un análisis desde los enfoques kaleckiano, poskeynesiano y neokeynesiano. 2026. ⟨hal-05602336⟩

HAL Id: hal-05602336

<https://hal.science/hal-05602336v1>

Preprint submitted on 25 Apr 2026

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Copyright - All rights reserved

DOCUMENTO DE TRABAJO

Márgenes empresariales y distribución funcional de la renta en España (1995-2024): un análisis desde los enfoques kaleckiano, poskeynesiano y neokeynesiano

Elíes Furió Blasco y Matilde Alonso Pérez

Université de Lyon, Francia

elies.furio-blasco@univ-lyon3.fr

matilde.alonso@univ-lyon2.fr

Abril 2026

1. Introducción
 2. Base empírica: los márgenes empresariales en España según la CBI
 - 2.1 Fuente de datos y definición del indicador
 - 2.2 Tendencia secular: ascenso del margen mediano y ensanchamiento distributivo (1995-2024)
 - 2.3 La Gran Recesión (2008-2013): choque asimétrico y destrucción selectiva
 - 2.4 COVID-19 (2020) y el período inflacionario (2021-2024)
 - 2.5 Nota crítica sobre el indicador y el alcance del análisis
 3. Marco teórico
 - 3.1 El modelo kaleckiano: grado de monopolio y distribución funcional
 - 3.2 El enfoque poskeynesiano: regímenes de demanda wage-led y profit-led
 - 3.3 El enfoque neokeynesiano: markups endógenos, precios rígidos e inflación
 4. Aplicación del marco teórico a la evidencia española
 - 4.1 La tendencia secular: ¿poder de mercado creciente o transformación estructural?
 - 4.2 La Gran Recesión (2008-2013): destrucción selectiva y ajuste distributivo
 - 4.3 COVID-19 y el episodio inflacionario 2021-2024: ¿sellers' inflation en España?
 - 4.4 España como economía wage-led: implicaciones de largo plazo
 5. Conclusiones
- Referencias
- Anexo: Resumen divulgativo

RESUMEN

Este artículo analiza la evolución de los márgenes empresariales en España durante el período 1995-2024 a partir de los datos estadísticos de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España. El indicador empleado —el cociente entre el resultado del ejercicio y el valor añadido bruto al coste de los factores— permite caracterizar la dinámica distributiva del tejido empresarial no financiero español con una resolución sectorial y distribucional inusual. Los resultados revelan: (i) una tendencia secular ascendente de la mediana de márgenes (+8,7 puntos porcentuales entre 1995 y 2024), coherente con las tesis sobre el aumento del poder de mercado (De Loecker, Eeckhout y Unger, 2020); (ii) un ensanchamiento sostenido de la dispersión interempresarial —el rango intercuartílico se duplica en el período—, consistente con la hipótesis de bifurcación del tejido productivo (Autor et al., 2020); (iii) un comportamiento cualitativamente diferenciado ante los episodios de perturbación macroeconómica de 2008-2013, 2020 y 2021-2024; y (iv) márgenes históricamente máximos en el período inflacionario reciente, lo que plantea interrogantes sobre la posible contribución de la dinámica de márgenes a la inflación post-COVID (Weber y Wasner, 2023). El análisis se enmarca en tres tradiciones teóricas complementarias: el modelo kaleckiano del grado de monopolio, el enfoque poskeynesiano de los regímenes de demanda y el paradigma nekeynesiano de los markups endógenos. Se argumenta que España constituye un caso de economía *wage-led* en la que el ascenso secular de los márgenes empresariales puede tener implicaciones deflacionistas sobre la demanda interna a largo plazo.

Palabras clave: márgenes empresariales, distribución funcional de la renta, poder de mercado, regímenes de demanda, inflación, España, Kalecki.

JEL: D43, E11, E12, E31, L13, O52.

Abstract

This article analyses the evolution of business profit margins in Spain over the period 1995–2024, drawing on statistical data from the Banco de España's Integrated Balance Sheet Database (Central de Balances Integrada, CBI). The indicator used — the ratio of net profit to gross value added at factor cost — allows the distributional dynamics of the Spanish non-financial corporate sector to be characterised with unusual sectoral and distributional resolution. The results reveal: (i) a secular upward trend in the median margin (+8.7 percentage points between 1995 and 2024), consistent with the thesis of rising market power (De Loecker, Eeckhout and Unger, 2020); (ii) a sustained widening of inter-firm dispersion — the interquartile range doubles over the period — consistent with the hypothesis of productive dualism (Autor et al., 2020); (iii) qualitatively differentiated behaviour across the macroeconomic shocks of 2008–2013, 2020 and 2021–2024; and (iv) historically high margins during the recent inflationary episode, raising questions about the possible contribution of margin dynamics to post-COVID inflation (Weber and Wasner, 2023). The

analysis draws on three complementary theoretical traditions: the Kaleckian model of the degree of monopoly, the post-Keynesian framework of demand regimes, and the New Keynesian paradigm of endogenous markups. It is argued that Spain constitutes a wage-led economy in which the secular rise in business profit margins may exert deflationary pressure on domestic demand over the long run.

Keywords: profit margins, functional income distribution, market power, demand regimes, inflation, Spain, Kalecki.

Résumé

Cet article analyse l'évolution des marges bénéficiaires des entreprises en Espagne sur la période 1995–2024, à partir des données statistiques de la Centrale de Bilans Intégrée (*Central de Balances Integrada*, CBI) de la Banque d'Espagne. L'indicateur retenu — le rapport entre le résultat net de l'exercice et la valeur ajoutée brute au coût des facteurs — permet de caractériser la dynamique distributive du tissu productif non financier espagnol avec une résolution sectorielle et distributionnelle inhabituelle. Les résultats révèlent : (i) une tendance séculaire à la hausse de la médiane des marges (+8,7 points de pourcentage entre 1995 et 2024), cohérente avec la thèse de l'accroissement du pouvoir de marché (De Loecker, Eeckhout et Unger, 2020) ; (ii) un élargissement soutenu de la dispersion inter-firmes — l'écart interquartile double sur la période —, compatible avec l'hypothèse de bifurcation du tissu productif (Autor et al., 2020) ; (iii) un comportement qualitativement différencié lors des épisodes de perturbation macroéconomique de 2008–2013, 2020 et 2021–2024 ; et (iv) des marges historiquement élevées durant l'épisode inflationniste récent, ce qui soulève des interrogations sur la contribution éventuelle de la dynamique des marges à l'inflation post-COVID (Weber et Wasner, 2023). L'analyse s'inscrit dans trois traditions théoriques complémentaires : le modèle kaleckien du degré de monopole, l'approche post-keynésienne des régimes de demande et le paradigme néo-keynésien des *markups* endogènes. Il est soutenu que l'Espagne constitue une économie *wage-led* dans laquelle la hausse séculaire des marges bénéficiaires des entreprises est susceptible d'exercer des pressions déflationnistes sur la demande intérieure à long terme.

Mots-clés : marges bénéficiaires, distribution fonctionnelle du revenu, pouvoir de marché, régimes de demande, inflation, Espagne, Kalecki.

1. Introducción

La distribución funcional de la renta —la fracción del producto que se reparte entre trabajo y capital— ha ocupado un lugar central en la teoría económica desde Ricardo, pero perdió protagonismo analítico durante las décadas de la síntesis neoclásico-keynesiana. Su retorno a la agenda de investigación, impulsado por la evidencia empírica sobre el descenso secular de la participación salarial en las economías avanzadas (Karabarbounis y Neiman, 2014; OCDE, 2012) y por el debate sobre el aumento del poder de mercado empresarial (De Loecker, Eeckhout y Unger, 2020), ha renovado el interés por los determinantes y consecuencias macroeconómicas de los márgenes de beneficio.

El caso español ofrece un laboratorio analítico privilegiado. La economía española ha transitado, en el período 1995-2024, por al menos cuatro regímenes macroeconómicos claramente diferenciados: la expansión crediticia e inmobiliaria (1997-2007), la recesión de balance y la austeridad fiscal (2008-2013), la recuperación moderada (2014-2019) y el doble shock de la pandemia y la inflación post-COVID (2020-2024). Cada uno de estos episodios ha dejado una huella específica en la distribución de los márgenes empresariales, documentada con precisión estadística inusual por la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España.

Este artículo persigue tres objetivos. *Primero*, caracterizar con rigor la dinámica de largo plazo y los episodios de ruptura de los márgenes empresariales españoles, a partir de los datos de la CBI para el período 1995-2024. *Segundo*, situar esta evidencia en el contexto de tres marcos teóricos complementarios: el modelo kaleckiano del grado de monopolio, el enfoque poskeynesiano de los regímenes de demanda y el paradigma neokeynesiano de los markups endógenos. *Tercero*, extraer implicaciones sobre la relación entre dinámica de márgenes, distribución funcional de la renta, régimen macroeconómico e inflación en España.

La contribución del artículo es doble. Por un lado, aporta una lectura sistemática de una fuente de alta calidad que, por su cobertura temporal (treinta años), sectorial (diecinueve sectores) y estadística (distribuciones cuartílicas, no solo medias), permite análisis distributivos habitualmente inaccesibles con datos macroeconómicos agregados. Por otro, propone un diálogo explícito entre tradiciones teóricas que con frecuencia se mantienen separadas en la literatura, mostrando cómo sus predicciones son complementarias antes que incompatibles.

El artículo se estructura como sigue. La sección 2 describe la base empírica y presenta los principales hallazgos descriptivos. La sección 3 desarrolla el marco teórico tripartito. La sección 4 aplica ese marco a la evidencia española. La sección 5 concluye con implicaciones de política económica y líneas de investigación futura.

2. Base empírica: los márgenes empresariales en España según la CBI

2.1 Fuente de datos y definición del indicador

La fuente utilizada es la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España (Banco de España, 2024), que combina los datos anuales del Registro Mercantil Central (CORPME) con la muestra de empresas colaboradoras de la Central de Balances voluntaria. La CBI cubre la práctica totalidad de las sociedades no financieras que depositan cuentas anuales en los registros mercantiles, lo que proporciona una cobertura muy amplia del tejido corporativo español.

El indicador analizado es el cociente *Resultado del ejercicio / Valor Añadido Bruto al coste de los factores (%)*, denominado en adelante *margen neto sobre VAB*. El Valor Añadido Bruto al coste de los factores (VABcf) equivale a la diferencia entre el valor de la producción y los consumos intermedios, valorados al coste de los factores —incluyendo subvenciones de explotación y excluyendo impuestos sobre la producción—. El Resultado del ejercicio es el beneficio contable neto tras deducir amortizaciones, costes financieros netos, impuesto sobre sociedades y resultados extraordinarios.

Es preciso subrayar una limitación analítica fundamental: este indicador no equivale al markup en el sentido económico. El markup teórico —tanto en la tradición kaleckiana como en la neokeynesiana— mide la relación precio-coste marginal ($\mu = P/CMg$) o, en términos contables, el margen bruto sobre costes directos variables. El margen neto sobre VAB incorpora adicionalmente la deducción de amortizaciones, costes financieros y carga fiscal. En consecuencia, es un indicador de rentabilidad contable neta, no de poder de mercado *stricto sensu*. Esta distinción es relevante para la traducción teórica de la evidencia empírica, como se discute en la sección 4.

Desde el punto de vista estadístico, la CBI publica cuatro estadísticos por año y sector: la media aritmética de los ratios empresa-a-empresa y los tres cuartiles de la distribución transversal (Q1 o percentil 25, Q2 o mediana, Q3 o percentil 75). La media aritmética simple da el mismo peso a una microempresa que a una gran corporación, lo que la hace sensible a valores extremos en ambas colas. La media geométrica —habitual para tasas de rendimiento compuesto— no es aplicable aquí por la presencia frecuente de márgenes negativos en el cuartil inferior, lo que haría el cálculo matemáticamente indefinido. Por estas razones, la mediana (Q2) es el estadístico más robusto para el análisis estructural de largo plazo. El Rango Intercuartílico (RIC = Q3 – Q1) se emplea como medida de dispersión interempresarial no contaminada por outliers extremos.

2.2 Tendencia secular: ascenso del margen mediano y ensanchamiento distributivo (1995-2024)

El hallazgo de largo plazo más sólido es el ascenso secular de la mediana del margen neto sobre VAB: del 4,8% en 1995 al 13,5% en 2024, un incremento de 8,7 puntos porcentuales en treinta años. La tendencia no es lineal —está interrumpida por dos episodios de compresión severa, en 2009-2013 y en 2020—, pero sí persistente: tras cada perturbación, la mediana se recupera a un nivel estructuralmente superior al precedente.

La media aritmética presenta una dinámica más volátil y divergente: 8,3% en 1995, pico del 20,3% en 2006, colapso a -5,3% en 2012 y recuperación hasta el 20,6% en 2024. La brecha media-mediana —14,2 puntos porcentuales en el pico expansivo de 2007, reducida a 7,1 puntos en 2024— refleja la pronunciada asimetría positiva de la distribución: una minoría de empresas con márgenes muy elevados eleva la media por encima de la mediana de forma sistemática. Su reducción reciente puede interpretarse como una relativa democratización de los márgenes elevados, aunque también podría responder a la eliminación selectiva de las empresas con pérdidas durante la Gran Recesión (sesgo de supervivencia o *survivorship bias*).

El Rango Intercuartílico (RIC) constituye el tercer hallazgo estructural: se duplica desde 18,4 puntos en 1995 hasta 36,3 puntos en 2024. Este ensanchamiento persistente de la distribución —la distancia entre el percentil 75 y el percentil 25 en términos de margen sobre VAB ha pasado de 18 a 36 puntos porcentuales en tres décadas— es coherente con la hipótesis de bifurcación del tejido productivo que Autor et al. (2020) documentan para las economías

avanzadas: los mecanismos de difusión de mejores prácticas y de reasignación eficiente del capital entre empresas parecen funcionar de forma imperfecta en el período analizado.

Cuadro 1. Estadísticos del margen neto sobre VAB (Total actividad)

Año	Media (%)	Q1 – P25 (%)	Mediana Q2 (%)	Q3 – P75 (%)	RIC (pp)
1995	8,3	-1,4	4,8	17,0	18,4
2000	14,8	1,0	6,2	17,8	16,8
2007	20,0	0,3	5,8	19,8	19,5
2012	-5,3	-18,2	1,9	16,0	34,2
2019	21,9	0,5	8,4	29,5	29,0
2020	8,1	-6,2	7,0	28,8	35,0
2022	21,6	1,1	11,6	35,8	34,7
2024	20,6	1,9	13,5	38,2	36,3

Fuente: CBI, Banco de España. RIC: rango intercuartilico (Q3-Q1).

2.3 La Gran Recesión (2008-2013): choque asimétrico y destrucción selectiva

El episodio 2008-2013 constituye la perturbación más severa del período analizado. La media colapsa desde el 20,0% en 2007 hasta el -5,3% en 2012. Sin embargo, la lectura analíticamente más relevante es la del cuartil inferior: el Q1 retrocede desde 0,3% (2007) hasta -18,2% (2012), lo que indica que una cuarta parte del tejido empresarial incurrió en pérdidas equivalentes a casi una quinta parte de su propio VAB. La mediana, en contraste, retrocede solo desde 5,8% hasta 1,9%: compresión severa, pero sin pérdidas generalizadas.

Esta geometría distribucional —media desplomada, mediana modesta pero positiva, Q1 profundamente negativo— es la signatura estadística de un choque selectivo y heterogéneo. Los sectores de construcción e inmobiliario, epicentro del boom crediticio previo, fueron los más afectados: la mediana de la construcción pasa del 5,2% en 2007 a valores negativos en 2012-2013. Los sectores de información y comunicaciones, las actividades sanitarias y las profesionales y científicas mantienen márgenes positivos durante todo el período de crisis. El RIC se ensancha abruptamente hasta 34,2 puntos en 2012, reflejando una polarización extrema del tejido empresarial.

2.4 COVID-19 (2020) y el período inflacionario (2021-2024)

La pandemia de 2020 genera un patrón muy distinto al de la Gran Recesión. La media retrocede hasta el 8,1%, pero la mediana solo cae 1,4 puntos, hasta el 7,0%. El Q1 desciende a -6,2%, muy lejos de los -18,2 puntos de 2012. La recuperación es rápida: en 2021 la mediana sube al 10,9%, superando el máximo anterior a la pandemia.

El período 2021-2024 es, desde la perspectiva de la política económica, el más controvertido. La mediana del margen alcanza el 11,6% en 2022, el 12,4% en 2023 y el 13,5% en 2024: máximos históricos absolutos en los tres años, coincidiendo con el período de mayor inflación desde los años ochenta. A nivel sectorial, los incrementos más pronunciados corresponden al sector energético (mediana del 31,0% en 2024 frente al 12,1% en 2019), la agricultura (22,8% frente al 11,5%) y las actividades profesionales y científicas (17,5% frente al 8,0%). Los sectores con márgenes más débiles en 2024 son hostelería (7,8%), educación (7,1%) y otros servicios (4,6%).

2.5 Nota crítica sobre el indicador y el alcance del análisis

Antes de abordar el marco teórico, conviene enumerar las principales limitaciones del análisis empírico. *Primera*, la CBI cubre únicamente sociedades mercantiles no financieras con obligación de depósito de cuentas, excluyendo autónomos, microempresas informales y el sector financiero. La representatividad por tamaño es imperfecta en el segmento de empresas muy pequeñas. *Segunda*, el margen neto sobre VAB no es equivalente al markup teórico: incorpora la deducción de amortizaciones, costes financieros e impuestos, lo que hace necesaria una traducción cuidadosa al referente teórico. *Tercera*, los estadísticos cuartílicos resumen la distribución pero no permiten distinguir entre efectos de selección (salida de empresas con bajos márgenes) y efectos de comportamiento (elevación activa de márgenes por empresas supervivientes). *Cuarta*, en períodos de apoyo estatal masivo como 2020-2021, las transferencias públicas (ERTE) alteran el ratio de formas difíciles de aislar analíticamente.

3. Marco teórico

3.1 El modelo kaleckiano: grado de monopolio y distribución funcional

La obra de Michał Kalecki (1954, 1971) ofrece el fundamento microeconómico más directo para el análisis de los márgenes empresariales como determinante de la distribución funcional de la renta. Kalecki introduce el concepto de "*grado de monopolio*" (m) para explicar cómo la estructura de los mercados de bienes determina el reparto del ingreso entre salarios y beneficios. La empresa fija los precios aplicando un margen sobre los costes directos unitarios (u), que incluyen materias primas y trabajo directo:

$$p = (1 + m) \cdot u$$

El grado de monopolio depende del nivel de concentración industrial, del poder de los oligopolios, del poder de las marcas y la diferenciación de producto, y de la relevancia de los acuerdos de precio tácitos o explícitos entre empresas (Kalecki, 1954, cap. 1). Es, por tanto, una variable institucional e histórica, no un parámetro estructural fijo.

A nivel macroeconómico, Kalecki demuestra que la participación de los beneficios en el ingreso nacional es función creciente del grado de monopolio promedio. En su ecuación de los beneficios —derivada de la contabilidad macroeconómica nacional—, los beneficios brutos de los capitalistas son iguales a la inversión más el consumo capitalista, menos el ahorro de los trabajadores (Kalecki, 1954, cap. 3). Esta identidad implica una dirección de causalidad que invierte la lógica neoclásica: son las decisiones de inversión y gasto —no la frugalidad o la oferta de ahorro— las que determinan los beneficios en el agregado. Esta proposición, habitualmente designada como "principio de determinación de los beneficios", tiene consecuencias radicales para la política económica.

La tensión fundamental del análisis kaleckiano reside en la *paradoja de los costes*: un aumento del grado de monopolio en una empresa individual eleva su margen y sus beneficios, pero si todas las empresas elevan simultáneamente sus márgenes, el resultado es una redistribución de la renta del trabajo al capital que deprime el consumo de los trabajadores y, por tanto, la demanda efectiva agregada. El interés colectivo de las empresas —que requiere demanda efectiva suficiente— puede ser incompatible con el interés individual de cada empresa de elevar su grado de monopolio. Steindl (1952) prolonga este argumento en una teoría del estancamiento secular: la concentración industrial creciente, al elevar el margen y reducir la participación salarial, genera una tendencia a largo plazo hacia la insuficiencia de demanda y el subempleo del capital.

Una limitación importante para la aplicación empírica de este marco es que el grado de monopolio kaleckiano opera sobre el margen *bruto* de explotación (precio menos costes directos variables), mientras que el indicador de la CBI es el margen *neto* sobre VAB, que ya incorpora amortizaciones, costes financieros e impuestos. La articulación entre ambos requiere una modelización explícita de la estructura de costes fijos y del apalancamiento, que no está disponible en los datos agregados de la CBI. Esta limitación afecta a la precisión cuantitativa del análisis, aunque no a su orientación cualitativa.

3.2 El enfoque poskeynesiano: regímenes de demanda wage-led y profit-led

El segundo marco teórico procede del influyente artículo de Bhaduri y Marglin (1990), "Unemployment and the real wage: The economic basis for contesting political ideologies". Partiendo de una estructura kaleckiana de equilibrio en el mercado de bienes, Bhaduri y Marglin demuestran que el efecto de una redistribución de la renta del trabajo al capital sobre la demanda efectiva es ambiguo *a priori*, dependiendo de los parámetros estructurales de cada economía.

En el modelo, la demanda efectiva se descompone en consumo (función de la participación salarial y las propensiones marginales a consumir), inversión (función del margen de beneficio y del grado de utilización de la capacidad productiva) y saldo exterior neto (función de la competitividad de costes). Una redistribución a favor de los beneficios —equivalente a un aumento del margen— tiene efectos *a priori* contrapuestos: deprime el consumo interno (si la propensión a consumir de los trabajadores supera la de los capitalistas), pero puede estimular la inversión (si el mayor margen eleva la rentabilidad esperada) y mejorar la competitividad exterior (si los menores costes laborales unitarios se trasladan a los precios de exportación).

Una economía se califica como "*profit-led*" si el efecto positivo sobre la inversión y las exportaciones netas domina sobre el efecto negativo sobre el consumo. Es "*wage-led*" en el caso contrario. Empíricamente, la evidencia para España es concluyente en favor del régimen wage-led: Onaran y Galanis (2012) estiman que una reducción de un punto porcentual en la participación salarial reduce la demanda doméstica española entre 0,3 y 0,4 puntos del PIB, efecto que no es compensado por la inversión o las exportaciones. Hein y Vogel (2008) obtienen resultados cualitativamente similares para el conjunto de las economías de la eurozona periférica. En una economía wage-led, el ascenso secular de los márgenes empresariales, si se financia con cargo a la participación salarial, tiene implicaciones deflacionistas sobre la demanda interna a largo plazo.

Stockhammer (2015) amplía este diagnóstico argumentando que el descenso secular de la participación salarial —del que el ascenso de los márgenes es la contrapartida— fue una causa subyacente de la crisis financiera global de 2008: al comprimir los ingresos de los trabajadores, generó un aumento del endeudamiento de los hogares como mecanismo compensatorio del estancamiento salarial. La sobreendeudamiento resultante fragilizó el sistema financiero ante los shocks adversos, siguiendo una secuencia de inestabilidad financiera en la línea de Minsky (1986). Esta articulación entre distribución funcional, endeudamiento y fragilidad financiera es especialmente relevante para el caso español, cuyo ciclo crediticio e inmobiliario de 1997-2007 siguió precisamente esta pauta.

3.3 El enfoque neokeynesiano: markups endógenos, precios rígidos e inflación

El paradigma neokeynesiano (NK) aborda los markups desde una perspectiva distinta: son el resultado de la competencia monopolística y de la fijación de precios con costes de ajuste

(rigidez nominal de precios). En el marco de Calvo (1983) —fundamento de la *New Keynesian Phillips Curve* (NKPC)—, las empresas fijan sus precios de forma escalonada, lo que genera inercia nominal en el nivel de precios agregado. La NKPC estándar toma la forma:

$$\pi_t = \beta E_t[\pi_{t+1}] + \lambda mct$$

donde π_t es la inflación, β el factor de descuento, $E_t[\pi_{t+1}]$ las expectativas de inflación y mct el log del coste marginal real (desviación respecto al estado estacionario). El markup endógeno es la inversa del coste marginal normalizado: un aumento del markup equivale a una reducción del coste marginal real, lo que es *deflacionario* en el equilibrio estacionario (Woodford, 2003; Galí, 2015).

Una implicación del modelo NK canónico es la *contracicilidad* de los markups: en recesiones, los precios caen menos rápido que los costes marginales (por la rigidez nominal de precios), lo que implica márgenes transitoriamente elevados; en expansiones, la presión de demanda sobre la capacidad productiva eleva los costes marginales más rápido que los precios, comprimiendo los márgenes (Rotemberg y Woodford, 1999). Esta predicción ha sido cuestionada, sin embargo, tanto teórica como empíricamente.

De Loecker, Eeckhout y Unger (2020) documentan un aumento *persistente y secular* de los markups en las empresas cotizadas de las principales economías avanzadas desde los años ochenta, incompatible con la ciclicidad transitoria del modelo NK básico. Su metodología —estimación de función de producción con identificación a partir de los insumos variables— ha generado un debate metodológico sustancial: Bond et al. (2021) argumentan que las estimaciones son sensibles a supuestos sobre la forma funcional de la tecnología y pueden confundir markups genuinos con variaciones en la tasa de utilización del capital fijo. Esta controversia metodológica es relevante para la interpretación de la evidencia española.

Para el episodio inflacionario de 2021-2024, el marco NK estándar ofrece dificultades explicativas adicionales. Si los markups son contracíclicos, debería esperarse compresión de márgenes durante la recuperación post-pandemia, no ampliación. La observación contraria —márgenes que alcanzan máximos históricos durante la inflación— exige mecanismos adicionales. Weber y Wasner (2023) proponen el concepto de "*sellers' inflation*": en situaciones de escasez concentrada en sectores clave (energía, materias primas, semiconductores), las empresas con poder de mercado pueden elevar sus precios más allá del traslado de costes, apropiándose de rentas reales de otros agentes. Blanchard y Bernanke (2023) ofrecen, para el caso estadounidense, una interpretación alternativa más parsimoniosa: la inflación post-pandemia refleja principalmente la interacción entre shocks de oferta severos y una demanda excepcionalmente fuerte, sin necesidad de recurrir a la hipótesis de comportamiento extractivo de las empresas como causa primaria. La distinción empírica entre ambas hipótesis es difícil con datos agregados y exige análisis de panel a nivel de empresa o producto.

4. Aplicación del marco teórico a la evidencia española

4.1 La tendencia secular: ¿poder de mercado creciente o transformación estructural?

El ascenso de la mediana del margen neto sobre VAB desde el 4,8% (1995) hasta el 13,5% (2024) admite interpretaciones complementarias desde los tres marcos teóricos.

Desde la perspectiva kaleckiana, la hipótesis más directa es el aumento del grado de monopolio promedio, impulsado por la consolidación sectorial, el crecimiento de las grandes empresas y

la diferenciación de productos. Los datos sectoriales apoyan parcialmente esta lectura: los sectores con mayor mediana de márgenes en 2024 —holdings societarias (54,2%), inmobiliarias (40,2%), energía (31,0%)— son precisamente aquellos con mayor concentración y más altas barreras de entrada. Sin embargo, conviene ser cauteloso: el ascenso secular del margen *neto* puede responder también al desapalancamiento financiero posterior a 2013 —menores costes financieros sobre el VAB—, a la mejora de la productividad en las empresas supervivientes a la Gran Recesión (selección positiva vía destrucción creadora schumpeteriana), o a la transformación estructural del tejido productivo hacia sectores de mayor valor añadido y mayor rentabilidad intrínseca.

Desde el enfoque de De Loecker et al. (2020), el aumento de márgenes señalaría un incremento del poder de mercado con implicaciones potencialmente negativas para la asignación de recursos: las empresas con alto poder de mercado producen por debajo del óptimo social, generando pérdidas de bienestar estático. Esta interpretación es coherente con el ensanchamiento del RIC: en una economía donde el poder de mercado se concentra crecientemente en el cuartil superior, la dispersión de márgenes debería aumentar, lo que efectivamente se observa. No obstante, la controversia metodológica suscitada por Bond et al. (2021) aconseja prudencia ante las estimaciones cuantitativas derivadas de esta metodología, que pueden ser sensibles a los supuestos de identificación.

En suma, el análisis de los datos de la CBI no permite distinguir entre la hipótesis del poder de mercado creciente y la hipótesis de la productividad diferencial creciente. Ambas generan el mismo patrón empírico: mediana ascendente y dispersión creciente. Para discriminar entre ellas sería necesario combinar los datos de la CBI con información sobre precios y costes a nivel de empresa, actualmente no disponible en la versión pública de la fuente.

4.2 La Gran Recesión (2008-2013): destrucción selectiva y ajuste distributivo

El episodio 2008-2013 ilustra con claridad la relevancia del marco kaleckiano y, simultáneamente, las limitaciones del modelo NK de agente representativo para explicar ciclos económicos profundos con efectos distributivos asimétricos.

El colapso de la media del margen hasta el $-5,3\%$ en 2012 ilustra el mecanismo que Kalecki denominó *paradoja de los costes* a escala macroeconómica: la caída de la demanda efectiva —provocada por el desplome de la construcción, la restricción crediticia y la austeridad fiscal— comprimió el VAB de las empresas más rápidamente que sus costes fijos (salarios contractuales, amortizaciones, costes financieros de la deuda acumulada), generando pérdidas masivas en el segmento más vulnerable del tejido empresarial. En términos kaleckianos: el grado de monopolio individual de cada empresa no desapareció, pero la demanda efectiva agregada fue insuficiente para que ese grado de monopolio se materializara en beneficios positivos. Los microfundamentos del modelo NK —donde el ajuste de precios garantiza el vaciado de los mercados— no capturan esta dinámica de ajuste por cantidades y quiebras en cascada.

La geometría distribucional del episodio —Q1 en $-18,2\%$, mediana positiva, Q3 en torno al 16% — es coherente con la Hipótesis de Inestabilidad Financiera (HIF) de Minsky (1986): el período previo al ciclo (1997-2007) fue uno de acumulación de deuda y estructuras financieras "especulativas" y "Ponzi" en los sectores de construcción e inmobiliario. La reversión del ciclo en 2008 desencadenó un proceso de desapalancamiento forzoso devastador para el cuartil inferior del tejido empresarial, mientras las empresas con estructuras financieras "cubiertas" (cobertura de deuda por flujos corrientes) resistieron comparativamente mejor. El

ensanchamiento del RIC hasta 34,2 puntos en 2012 es la expresión estadística de esta bifurcación.

El análisis poskeynesiano del régimen de demanda añade una dimensión adicional: la austeridad fiscal implementada en 2010-2013 —reducción del gasto público, recortes salariales en el sector público— actuó como un contracción de la demanda efectiva en el sentido de la proposición kaleckiana: al reducir el gasto autónomo (G), redujo directamente los beneficios del sector privado según la ecuación kaleckiana de los beneficios. En una economía wage-led como la española, la redistribución adicional hacia los beneficios resultante de la devaluación salarial interna tampoco generó la recuperación de la inversión prevista por los modelos de oferta: la inversión empresarial cayó hasta 2014, confirmando el diagnóstico poskeynesiano.

4.3 COVID-19 y el episodio inflacionario 2021-2024: ¿sellers' inflation en España?

El comportamiento de los márgenes en 2020 y en el trienio inflacionario posterior plantea cuestiones analíticas de primera magnitud en el contexto del debate sobre la naturaleza de la inflación post-COVID.

El impacto moderado del COVID-19 sobre la mediana del margen —caída de solo 1,4 puntos, frente a la caída de 3,9 puntos en la media— es atribuible, en medida significativa, a los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE). Al trasladar al Estado el coste de los despidos temporales, los ERTE redujeron los costes laborales de las empresas al mismo tiempo que preservaban la capacidad productiva instalada. En términos contables, el denominador del ratio (VABcf) se redujo por la caída de actividad, pero el numerador (Resultado) se sostuvo artificialmente, en parte, por las transferencias públicas. Esta intervención estatal, que en términos kaleckianos equivale a una sustitución del gasto de inversión privada por gasto público como fuente de beneficios, explica la rápida recuperación del margen mediano en 2021.

El período 2021-2024 es el más controvertido analíticamente. Los márgenes medianos alcanzan máximos históricos precisamente durante el período de mayor inflación desde los años ochenta. Tres interpretaciones alternativas son pertinentes.

La primera, coherente con Weber y Wasner (2023), es la de la *"sellers' inflation"*: en sectores con alta concentración y ante shocks de oferta severos (precios de la energía, disrupciones de cadenas de suministro), las empresas con poder de fijación de precios habrían trasladado al precio final *más que* el incremento de costes, ampliando sus márgenes en un contexto de escasez. La evidencia sectorial es sugestiva en este sentido: la mediana del sector energético aumenta 18,9 puntos entre 2019 y 2024, y la energía fue el principal vector de la inflación española en 2021-2022. Sin embargo, la correlación temporal entre inflación y márgenes no establece causalidad: la simultaneidad puede responder a causas comunes (escasez de oferta).

La segunda interpretación es de recuperación cíclica pura: tras el shock de COVID-19, la demanda recuperó rápidamente sus niveles previos —estimulada por los fondos NGEU y la política monetaria aún acomodaticia en 2021— mientras la oferta tardó en ajustarse. En este contexto, los márgenes pueden aumentar transitoriamente sin necesidad de invocar comportamientos estratégicos de extracción de rentas. Esta interpretación es más consistente con el modelo NK estándar, que predice ampliación de márgenes en situaciones de brecha de producción positiva y cuellos de botella de oferta.

La tercera es un efecto de composición y selección: durante el período inflacionario, las empresas con márgenes más bajos —con menor capacidad para absorber incrementos de costes— pudieron abandonar el mercado o contraer su actividad, elevando mecánicamente la

mediana de las supervivientes sin que ello implique una ampliación del margen de ninguna empresa individual. Esta hipótesis es empíricamente difícil de descartar con los datos disponibles, pero implicaría que el aumento de la mediana sobreestima la rentabilidad genuina del período.

Blanchard y Bernanke (2023), en su análisis de la inflación post-pandémica estadounidense, concluyen que los shocks de oferta específicos (disrupciones de suministros, energía) y la excepcional fortaleza de la demanda explican en lo fundamental la dinámica inflacionaria sin necesidad de recurrir a la hipótesis de comportamiento extractivo de las empresas. Aunque su análisis se refiere a Estados Unidos, los mecanismos fundamentales son aplicables al caso español, dada la alta integración de la economía española en las cadenas de valor europeas y globales y su dependencia energética exterior. La resolución del debate requeriría datos de panel a nivel de empresa con información desagregada de precios y costes, actualmente no disponible en la versión pública de la CBI.

4.4 España como economía wage-led: implicaciones de largo plazo

Si la caracterización de España como economía wage-led (Onaran y Galanis, 2012; Hein y Vogel, 2008) es empíricamente robusta —y la evidencia acumulada sugiere que lo es—, el ascenso secular de los márgenes empresariales tiene implicaciones sombrías para la dinámica del crecimiento sostenido.

En una economía wage-led, la redistribución de la renta del trabajo al capital reduce la demanda efectiva doméstica, ya que la propensión a consumir de los asalariados supera a la de los perceptores de rentas del capital. Si este efecto no es compensado por una expansión de las exportaciones netas —difícil en una economía que no puede devaluar la moneda y cuyos costes laborales ya han sido comprimidos— o de la inversión autónoma, el resultado tendencial es la insuficiencia de demanda interna. La historia macroeconómica española ilustra esta dinámica: el período de mayor expansión (1997-2007) se financió principalmente con endeudamiento externo y doméstico, no con incrementos de productividad y salarios reales; la recuperación posterior a 2013 fue lenta e incapaz de recuperar la senda de crecimiento tendencial previa a la crisis (Stockhammer, 2015).

El argumento poskeynesiano sugiere que una redistribución funcional más favorable al trabajo —a través de aumentos salariales vinculados a la productividad, negociación colectiva sectorial robusta y fiscalidad que internalice las rentas de monopolio— sería más sostenible desde el punto de vista de la demanda doméstica. Sin embargo, esta proposición no está exenta de objeciones relevantes. En una economía abierta y miembro de la eurozona sin tipo de cambio propio, aumentos de salarios reales no acompañados de incrementos de productividad equivalentes erosionan la competitividad exterior vía costes laborales unitarios, generando presiones sobre la cuenta corriente y sobre la posición de inversión internacional. La gestión de esta tensión entre el régimen de demanda doméstico (wage-led) y las restricciones exteriores de una economía abierta en unión monetaria constituye uno de los problemas de política económica más complejos del caso español.

5. Conclusiones

Este artículo ha analizado la evolución de los márgenes empresariales en España durante el período 1995-2024 utilizando los microdatos estadísticos de la Central de Balances Integrada del Banco de España, y ha interpretado los principales hallazgos desde los marcos teóricos kaleckiano, poskeynesiano y neokeynesiano. Los resultados empíricos más relevantes son cuatro.

Primero, existe una tendencia secular al ascenso de la mediana del margen neto sobre VAB (+8,7 puntos en treinta años), acompañada de un ensanchamiento sostenido de la dispersión interempresarial (RIC duplicado). Esta bifurcación del tejido productivo español sugiere que los mecanismos de difusión de productividad y de reasignación eficiente del capital entre empresas son imperfectos.

Segundo, la Gran Recesión de 2008-2013 generó un choque asimétrico y selectivo, devastador para el cuartil inferior del tejido empresarial (Q1 hasta -18,2% en 2012) pero con impacto moderado sobre la mediana. La geometría distribucional del episodio es más consistente con los marcos kaleckiano y minskyano que con el modelo NK de agente representativo.

Tercero, la pandemia de 2020 tuvo un impacto sustancialmente menor sobre la mediana de márgenes, en parte por el efecto amortiguador de los ERTE. La recuperación fue rápida y en forma de V, a diferencia del perfil en L de la Gran Recesión.

Cuarto, el período inflacionario 2021-2024 coincide con márgenes medianos históricamente máximos. La interpretación de este fenómeno —*sellers' inflation* (Weber y Wasner, 2023), recuperación cíclica ordinaria (Blanchard y Bernanke, 2023) o efecto de composición— no puede resolverse con los datos agregados disponibles y exige investigación adicional a nivel de empresa.

El artículo señala cuatro limitaciones que sugieren líneas de investigación futura. *Primera*, el margen neto sobre VAB no equivale al markup teórico; sería deseable complementar el análisis con estimaciones de markups basadas en funciones de producción (metodología De Loecker-Eeckhout) para empresas españolas, con la cautela metodológica que señalan Bond et al. (2021). *Segunda*, los datos cuartílicos no permiten distinguir entre efectos de selección y de comportamiento. *Tercera*, la hipótesis de *sellers' inflation* requiere datos de panel con precios y costes desagregados. *Cuarta*, el análisis no incorpora la dimensión del apalancamiento financiero, fundamental para comprender la heterogeneidad distributiva en los episodios de crisis.

En términos de política económica, los resultados apuntan en tres direcciones. El ensanchamiento de la dispersión de márgenes justifica revisar las condiciones de competencia en los sectores con márgenes elevados y persistentes. El comportamiento de los márgenes en 2021-2024 refuerza el argumento a favor de instrumentos de política de rentas y de fiscalidad sobre beneficios extraordinarios. Finalmente, la caracterización de España como economía wage-led implica que las políticas de moderación salarial como instrumento de competitividad conllevan costes sobre la demanda doméstica que los análisis centrados en la oferta sistemáticamente subestiman.

Referencias

- Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C. y Van Reenen, J. (2020). "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms". *Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 645-709.
- Banco de España (2024). *Central de Balances Integrada: Nota metodológica*. Madrid: Banco de España. Disponible en: <https://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/estadisticas-por/empresas-no-fina/>
- Bhaduri, A. y Marglin, S. (1990). "Unemployment and the real wage: The economic basis for contesting political ideologies". *Cambridge Journal of Economics*, 14(4), 375-393.
- Blanchard, O. y Bernanke, B.S. (2023). "What caused the US pandemic-era inflation?" NBER Working Paper 31417. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Bivens, J. (2022). "Corporate profits have contributed disproportionately to inflation. How should policymakers respond?" Washington D.C.: Economic Policy Institute. Disponible en: <https://www.epi.org/blog/corporate-profits-have-contributed/>
- Bond, S., Hashemi, A., Kaplan, G. y Zoch, P. (2021). "Some unpleasant markup arithmetic: Production function elasticities and their estimation from production data". *Journal of Monetary Economics*, 121, 1-14.
- Boyer, R. (2015). *Économie politique des capitalismes. Théorie de la régulation et des crises*. París: La Découverte.
- Calvo, G.A. (1983). "Staggered prices in a utility-maximizing framework". *Journal of Monetary Economics*, 12(3), 383-398.
- De Loecker, J., Eeckhout, J. y Unger, G. (2020). "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications". *Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 561-644.
- Dutt, A.K. (1984). "Stagnation, income distribution and monopoly power". *Cambridge Journal of Economics*, 8(1), 25-40.
- Galí, J. (2015). *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework and Its Applications* (2.ª ed.). Princeton: Princeton University Press.
- Hein, E. y Vogel, L. (2008). "Distribution and growth reconsidered: empirical results for six OECD countries". *Cambridge Journal of Economics*, 32(3), 479-511.
- Kalecki, M. (1954). *Theory of Economic Dynamics: An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*. Londres: Allen & Unwin.
- Kalecki, M. (1971). *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Karabarbounis, L. y Neiman, B. (2014). "The global decline of the labor share". *Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103.
- Lavoie, M. (2014). *Post-Keynesian Economics: New Foundations*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Minsky, H.P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- Onaran, Ö. y Galanis, G. (2012). "Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects". ILO Conditions of Work and Employment Series, n.º 40. Ginebra: OIT.
- Rotemberg, J.J. y Woodford, M. (1999). "The cyclical behavior of prices and costs". En J.B. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics* (vol. 1B, pp. 1051-1135). Amsterdam: North-Holland.
- Steindl, J. (1952). *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. Oxford: Blackwell.
- Stockhammer, E. (2015). "Rising inequality as a cause of the present crisis". *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 935-958.

Weber, I.M. y Wasner, E. (2023). "Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency?" *Review of Keynesian Economics*, 11(2), 183-213.

Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.

Anexo: Resumen divulgativo

ECONOMÍA PARA TODOS

¿Por qué los beneficios empresariales en España son ahora más altos que nunca?

Treinta años de datos del Banco de España revelan una historia de desigualdad, crisis y márgenes récord

Elíes Furió Blasco · Matilde Alonso Pérez - - Université de Lyon · Abril 2026

¿Te has preguntado alguna vez por qué los precios no bajan aunque las empresas anuncien beneficios récord? ¿O por qué tu salario parece haber perdido fuerza frente al coste de la vida? Un estudio basado en los datos del Banco de España sobre más de un millón de empresas españolas, analizados a lo largo de treinta años (1995-2024), ofrece pistas concretas y a veces sorprendentes sobre estas preguntas.

El indicador que analiza el estudio es simple de entender: de cada 100 euros de riqueza que genera una empresa (su "valor añadido"), **¿cuántos acaban como beneficio neto?** Cuando esa cifra sube, las empresas ganan más. Cuando baja, ganan menos o pierden dinero. Lo que muestran los datos es que esa cifra ha alcanzado en 2024 su nivel más alto de toda la historia reciente de España.

Las cifras clave de un vistazo



Fuente: Central de Balances Integrada (CBI), Banco de España.

¿Qué es el "margen" de una empresa y por qué importa?

Imagina una panadería. Vende pan por 100.000 euros al año. De esos 100.000 euros, 40.000 son harina, luz y alquiler (costes directos). Los 60.000 restantes son el valor que la panadería ha "añadido" con su trabajo. De esos 60.000 euros, paga sueldos, amortiza el horno, paga intereses del préstamo y tributos. Lo que queda, si queda algo, es el beneficio neto. El "**margen sobre valor añadido**" mide exactamente eso: qué fracción del pastel termina como beneficio del propietario.

Este dato es importante porque revela la tensión fundamental de cualquier economía: **lo que gana el capital es, a la vez, lo que no recibe el trabajo.** Si los márgenes suben sostenidamente durante décadas, algo está cambiando en el reparto de la riqueza que generamos todos.

"En 2024, la empresa española típica gana 13,5 de cada 100 euros de riqueza que genera. En 1995, ganaba menos de 5. El

cambio no ha sido uniforme: los de arriba han ganado mucho más."

Treinta años de historia en siete momentos

Los datos del Banco de España permiten repasar las últimas tres décadas como si fuera un electrocardiograma de la economía española. Estos son los momentos más relevantes:

1995-2007		El largo boom. Los beneficios crecen sin parar, empujados por la construcción, el crédito barato y el ladrillo. En el pico de 2007, la empresa mediana gana un 5,8 % de su valor añadido. Pero un pequeño grupo de empresas muy grandes gana mucho más, inflando la media hasta el 20 %.
2008		Comienza la tormenta. El precio de la vivienda empieza a caer. Los bancos empiezan a cerrar el grifo del crédito. Los beneficios empresariales, aún sin desplomarse, empiezan a dar señales de alarma.
2009-2013		La Gran Recesión. El cuarto de las empresas con peores resultados llega a perder 18 euros de cada 100 que genera. En 2012, la media de todos los beneficios empresariales se vuelve negativa por primera vez: -5,3 %. Los sectores de construcción e inmobiliario, que habían sido los reyes del boom, son los grandes perdedores. Sectores como sanidad o tecnología, en cambio, aguantan bien.
2014-2019		Recuperación lenta. Los beneficios vuelven gradualmente. En 2019, la empresa mediana gana un 8,4 % de su valor añadido, el mejor resultado desde antes de la crisis. Pero la desigualdad entre empresas se mantiene alta.
2020		El COVID-19. Un choque brutal, pero más corto de lo esperado. Los ERTes (pago del Estado a los trabajadores despedidos temporalmente) evitan lo peor para muchas empresas: la empresa mediana solo cae 1,4 puntos, del 8,4 % al 7 %.
2021		Recuperación en V. Solo un año después, los beneficios rebotan hasta el 10,9 %, superando ya los máximos previos a la pandemia. Los fondos europeos y la política de tipos bajos del BCE contribuyen al rebote.
2022-2024		Máximos históricos en plena inflación. Mientras los precios suben con fuerza (gas, electricidad, alimentos), los beneficios empresariales alcanzan sus niveles más altos de toda la historia: 11,6 % en 2022, 12,4 % en 2023 y 13,5 % en 2024. Surge la pregunta que divide a los economistas: ¿están las empresas trasladando simplemente sus costes más altos, o están aprovechando el momento para ganar más?

Una historia de dos empresas: la brecha que se agranda

Uno de los hallazgos más llamativos del estudio no es el nivel de los beneficios, sino **lo distintos que son según a qué empresa se mire**. Para visualizarlo, imagina que ordenas todas las empresas españolas de menor a mayor beneficio y las divides en cuatro grupos iguales. El estudio mide la distancia entre el grupo más rentable (el cuarto superior) y el menos rentable (el cuarto inferior). Esa distancia se llama "rango intercuartílico".

En 1995, esa distancia era de **18 puntos porcentuales**. En 2024, es de **36 puntos**. Se ha duplicado. Esto significa que las empresas más rentables han ganado mucho más terreno que las menos rentables. El mundo empresarial español se ha polarizado entre un grupo de "ganadoras" con márgenes muy altos y una larga cola de empresas con márgenes exigüos o directamente en pérdidas.

"En 2024, el 25 % de las empresas más rentables gana más de 38 de cada 100 euros de riqueza que genera. El 25 % menos rentable gana menos de 2 euros de cada 100."

Esta bifurcación recuerda a lo que los economistas han observado en otras economías avanzadas: un grupo de empresas "superestrella" —muy grandes, con mucha tecnología, con marcas potentes o con posiciones dominantes en sus mercados— se separa cada vez más del resto. El premio de ser empresa dominante ha crecido; el castigo de ser empresa marginal, también.

¿Quién gana más? Los sectores, cara a cara

No todos los sectores se han comportado igual. La siguiente tabla muestra el beneficio típico (de la empresa de en medio, la mediana) en 2007 —antes de la crisis— y en 2024:

Sector	Margen 2007	Margen 2024	Tendencia
Energía eléctrica y gas	7,2 %	31,0 %	+
Agricultura	10,4 %	22,8 %	+
Actividades profesionales y científicas	7,7 %	17,5 %	+
Agua y saneamiento	7,7 %	16,5 %	+
Inmobiliarias	25,9 %	40,2 %	+
Total economía	5,8 %	13,5 %	+
Industria manufacturera	4,0 %	9,4 %	+
Comercio	5,9 %	12,1 %	+
Construcción	5,2 %	11,2 %	+
Transporte	5,0 %	10,2 %	+
Hostelería	2,7 %	7,8 %	+
Educación	3,1 %	7,1 %	+

Otros servicios	1,6 %	4,6 %	+
-----------------	-------	--------------	----------

Fuente: CBI, Banco de España. Datos de la empresa mediana (percentil 50) de cada sector.

Dos casos destacan especialmente. El sector energético ha multiplicado por más de cuatro su margen mediano en quince años: de 7,2 puntos en 2007 a 31 puntos en 2024, coincidiendo con el período de mayor escalada de precios de la energía. El sector hostelero, en cambio, aunque ha mejorado desde la pandemia, sigue siendo uno de los de menores márgenes: sus empleados, mayoritariamente en empleos precarios y de temporada, trabajan para unas empresas que apenas retienen riqueza neta.

La pregunta del millón: ¿han subido los precios para cubrir costes o para ganar más?

Este es el debate que más tensión ha generado entre economistas en los últimos años, y los datos no permiten resolverlo definitivamente. Existen dos explicaciones principales, y probablemente ambas contienen parte de verdad.

Explicación 1 — "Las empresas aprovecharon el momento": Algunos economistas, como Isabella Weber de la Universidad de Massachusetts, argumentan que cuando los precios de la energía y las materias primas subieron entre 2021 y 2023, las empresas con más poder de mercado no se limitaron a trasladar esos costes más altos a sus clientes: los superaron, ampliando sus márgenes. Este fenómeno se conoce como "*inflación de beneficios*" o "*sellers' inflation*". Los datos españoles de energía y agricultura son compatibles con esta hipótesis.

Explicación 2 — "Fue la oferta y la demanda de siempre": Otros economistas, como Olivier Blanchard (ex FMI) y Ben Bernanke (ex presidente de la Reserva Federal de EEUU), sostienen que la inflación se explica sobre todo por la coincidencia de una demanda muy fuerte (estimulada por los planes de recuperación post-COVID y el ahorro acumulado durante la pandemia) con una oferta que tardó en recuperarse (disrupciones en las cadenas de suministro, escasez de semiconductores, etc.). En ese contexto, los márgenes subirían de forma natural, sin necesidad de invocar comportamientos "codiciosos" de las empresas.

"Los datos son compatibles con ambas explicaciones. Para saber cuál pesa más habría que analizar empresa por empresa, precio por precio. Eso aún no se ha hecho en España."

¿Qué nos enseña la economía sobre todo esto?

Los economistas llevan décadas estudiando la relación entre los beneficios empresariales, los salarios y el crecimiento económico. Una de las conclusiones más sólidas para el caso español es que, a diferencia de países muy exportadores como Alemania, **la economía española crece principalmente gracias al consumo interno**. Y el consumo depende, sobre todo, de los salarios.

Esto tiene una implicación clara: si los beneficios suben sostenidamente mientras los salarios reales se estancan, las familias tienen menos capacidad de compra. A corto plazo esto puede compensarse con crédito —exactamente lo que ocurrió entre 1997 y 2007—, pero a largo plazo genera fragilidad financiera. La crisis de 2008 fue, en parte, la factura de ese desequilibrio.

La lección de los datos es incómoda para todos: para las empresas, porque muestra que en una economía como la española el interés colectivo del sector empresarial requiere trabajadores con capacidad de compra, no solo márgenes altos; y para los responsables políticos, porque revela que las políticas de "devaluación salarial interna" —bajar salarios para ser más competitivos— tienen costes sobre el consumo doméstico que a menudo no se contabilizan.

Tres ideas para recordar

1

Los beneficios empresariales en España llevan treinta años creciendo y han alcanzado en 2024 su máximo histórico. No es un dato coyuntural: es una tendencia de largo plazo que empezó mucho antes de la pandemia y la inflación.

2

La economía española no es homogénea: hay un grupo de empresas muy rentables que se aleja cada vez más del resto. La brecha entre las empresas ganadoras y las demás se ha duplicado en treinta años.

3

En una economía que depende del consumo interno como la española, el ascenso sostenido de los beneficios a costa de la participación salarial no es neutro: puede debilitar la demanda interna a largo plazo si los salarios no crecen al mismo ritmo que la productividad.

Nota sobre los datos: Este resumen se basa en el estudio "Márgenes empresariales y distribución funcional de la renta en España (1995-2024)", elaborado a partir de los datos estadísticos de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España, que combina los registros mercantiles (CORPME) con la encuesta voluntaria a empresas. El indicador analizado es la mediana del cociente Resultado del ejercicio / Valor Añadido Bruto al coste de los factores, que mide el beneficio neto contable sobre la riqueza generada por la propia empresa. Los datos corresponden a las empresas no financieras con obligación de depósito de cuentas.