

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19  
SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA  
DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2020:  
EVIDENCIA BASADA EN LA CENTRAL DE BALANCES

Roberto Blanco, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez  
y Maristela Mulino

## RESUMEN

En la primera parte de este artículo se describe la evolución de la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de las sociedades no financieras españolas a partir de la Central de Balances Integrada (CBI), que contiene información anual hasta 2019. Este análisis evidencia que, a finales del pasado año, el sector corporativo se situaba en una posición de relativa fortaleza para afrontar una perturbación adversa, si bien ello era compatible con la existencia de segmentos con una situación de mayor vulnerabilidad. Posteriormente, se analiza el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera de las empresas, sobre la base de los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT) correspondientes a los tres primeros trimestres de 2020, que incluyen un número relativamente reducido de compañías de un tamaño generalmente elevado. La crisis del Covid-19 ha provocado descensos acusados de los excedentes ordinarios, del empleo y de los niveles de rentabilidad en esta muestra de empresas. Además, los resultados atípicos presentaron una evolución muy negativa, lo que llevó a que, por primera vez en la CBT desde 2002, este agregado de empresas presentara un resultado neto final negativo. También se observa en 2020 un deterioro de la posición patrimonial de estas compañías, pues las ratios medias de endeudamiento y de carga financiera evidenciaron un repunte, causado tanto por el aumento de la deuda empresarial como, en mayor medida, por el descenso de los resultados corrientes. Sin embargo, las compañías elevaron sus colchones de liquidez como medida precautoria. El artículo incluye, además, dos recuadros que analizan el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la rentabilidad y la solvencia del conjunto del sector empresarial en 2020, respectivamente, a partir de varias microsimulaciones. Los resultados del primero muestran que el retroceso de la rentabilidad habría sido especialmente intenso en el segmento de pymes y, sobre todo, en los sectores más afectados por la crisis. Por su parte, el segundo recuadro evidencia que la crisis habría ocasionado un fuerte aumento de la presión financiera soportada por las empresas, así como un deterioro, aunque más moderado, de su solvencia.

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

**Códigos JEL:** L25, M21, M41.

## EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2020: EVIDENCIA BASADA EN LA CENTRAL DE BALANCES

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

### La situación del sector empresarial hasta 2019

Según la información de la Central de Balances Integrada (CBI)<sup>1</sup>, el sector empresarial mantuvo una tendencia expansiva de su actividad entre 2014 y 2019, lo que permitió que, en términos agregados, en este período se registraran incrementos ininterrumpidos de sus excedentes ordinarios y de sus niveles de rentabilidad. De este modo, en 2019 la rentabilidad ordinaria del activo neto se situó, en términos medios, en un 5,9 %, tres décimas más que el año anterior y dos puntos por encima del valor mínimo registrado en 2012 (véase gráfico 1.1). El segmento de pymes experimentó en esos años una recuperación comparativamente más intensa, de modo que, aunque sus niveles de rentabilidad fueron siempre inferiores a los de las empresas más grandes, la distancia entre ambos grupos se fue estrechando.

La evolución positiva de la rentabilidad vino acompañada tanto de un incremento de los colchones de liquidez de las empresas como de un progresivo descenso de los niveles de endeudamiento agregado. Así, la ratio de liquidez<sup>2</sup> aumentó 4 puntos porcentuales (pp) desde 2014, hasta suponer un 10,6 % en 2019 (véase gráfico 1.2). Este incremento se concentró fundamentalmente en el segmento de pymes, lo que puede deberse, en parte, a motivos de precaución como consecuencia de la mayor dificultad que estas empresas suelen tener para acceder a financiación externa. Respecto al descenso de los niveles de endeudamiento, los gráficos 1.3 y 1.4 evidencian disminuciones continuadas de la ratio E.1 (deuda sobre activo) y de la E.2 (deuda sobre excedentes ordinarios) en los últimos años. En el caso de la E.1, en 2019 se situó en un 36,7 %, más de ocho puntos por debajo del valor máximo, registrado en 2009 (45 %). Por su parte, la E.2 descendió, para el total de empresas, desde un 683 % en 2012 (nivel más alto registrado en el período analizado) hasta el 466 % de 2019, siendo este descenso sensiblemente más acusado en el segmento

1 La CBI incluye información hasta 2019, año para el que, hasta el momento de la publicación de este artículo, se había recibido información de 381.916 empresas (aún está pendiente de recibir más información de este ejercicio, hasta alcanzar en torno a las 800.000 compañías). La cobertura de esta muestra, en términos de VAB, es del 32,5 % respecto al total del sector de sociedades no financieras. Existe un mayor detalle sectorial de la CBI, a disposición de los analistas, en la aplicación «Agregados sectoriales» ([https://app.bde.es/asc\\_web/consulta.html](https://app.bde.es/asc_web/consulta.html)).

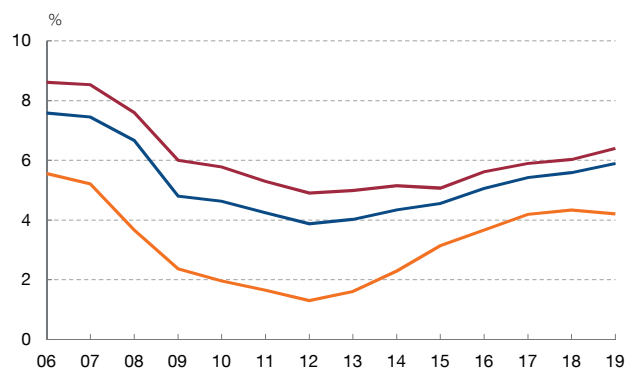
2 Esta ratio se define como «Tesorería y activos líquidos equivalentes» dividida entre «Total activo».

Gráfico 1

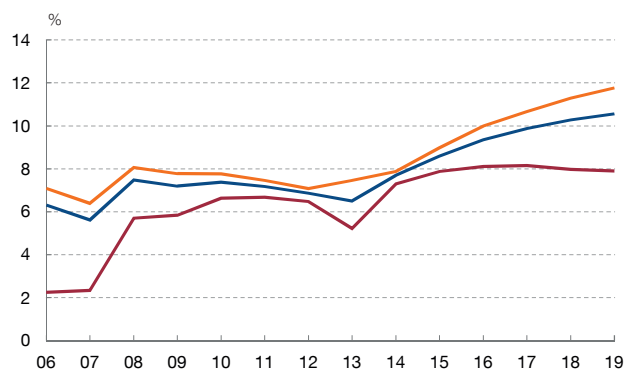
## MEJORÍA DE LA RENTABILIDAD, LA LIQUIDEZ Y LA SOLVENCIA DEL SECTOR DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS, EN TÉRMINOS AGREGADOS, HASTA 2019

El sector de empresas no financieras experimentó, en conjunto, una mejoría hasta 2019, con un incremento de sus niveles de rentabilidad y de los colchones de liquidez, y un descenso de sus niveles de endeudamiento. No obstante, esta positiva evolución es compatible con la existencia, en 2019, de un significativo porcentaje de empresas con rentabilidades negativas y con ratios de endeudamiento elevados, lo que evidenciaría que en 2019 persistían elementos de vulnerabilidad relevantes.

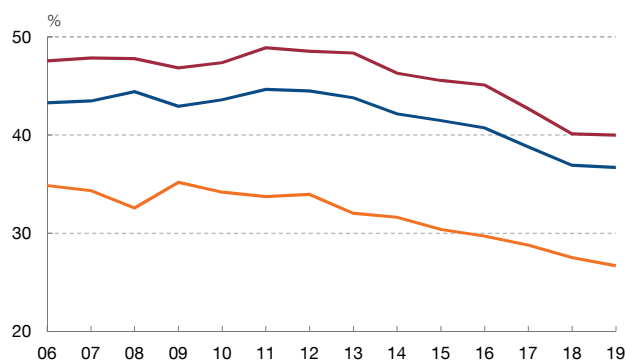
1 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)  
Ratios



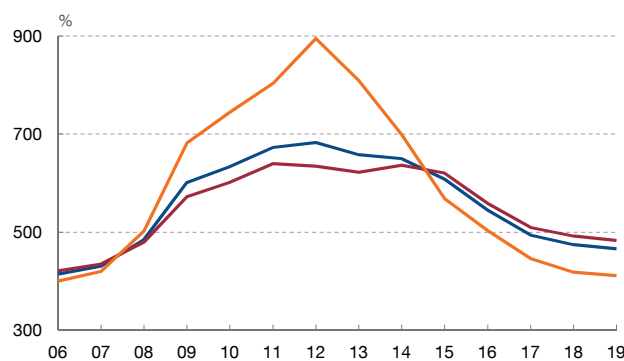
2 RATIO DE LIQUIDEZ (ACTIVOS LÍQUIDOS (a) / ACTIVO TOTAL)



3 ENDEUDAMIENTO (RECURSOS AJENOS CON COSTE SOBRE ACTIVO NETO) (E.1)  
Ratios



4 ENDEUDAMIENTO [RECURSOS AJENOS CON COSTE SOBRE (REB + INGRESOS FINANCIEROS) (E.2)  
Ratios

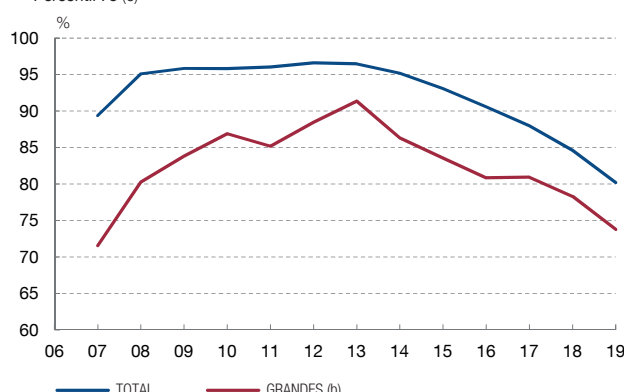


— TOTAL — GRANDES (b) — PYMES (b)

5 RENTABILIDAD NEGATIVA DEL ACTIVO  
Proporción de empresas con rentabilidades negativas del activo



6 RATIO DE ENDEUDAMIENTO E.1 (RECURSOS AJENOS CON COSTE SOBRE PASIVO REMUNERADO)  
Percentil 75 (c)



FUENTE: Banco de España.

a Se consideran activos líquidos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

b La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

c No se ha incluido el percentil 75 de las pymes, pues coincide con el del total.



de pymes, en el que esta ratio pasó de registrar un valor cercano al 900 % en 2012 a situarse en el 359 % siete años después. A esta evolución contribuyeron tanto la reducción de la deuda como, en el caso de la E.2, la positiva evolución de los excedentes empresariales (denominador de esta ratio).

Esta evidencia revela que, en conjunto, el sector corporativo se situaba a finales de 2019 en una posición de relativa fortaleza para hacer frente a una perturbación adversa, si bien ello era compatible con la existencia de empresas que mantenían una posición significativamente más vulnerable que lo que reflejan los datos agregados. Así, el gráfico 1.5 evidencia que en 2019 algo más de un 30 % de las empresas seguían registrando rentabilidades negativas. Asimismo, un análisis detallado de la distribución de las compañías según su endeudamiento revela que, a pesar de los procesos de desapalancamiento que predominaron en el sector en los últimos años, en 2019 una cuarta parte de las compañías todavía presentaban niveles de deuda sobre activo superiores al 80 %, siendo estos niveles algo superiores en el segmento de las pymes que en el de las grandes empresas, en el que este percentil se situaría en torno al 73 % (véase gráfico 1.6).

## Evolución del sector empresarial en 2020. El impacto de la crisis del Covid-19

La evolución del sector empresarial en 2020 se ha visto muy condicionada por la pandemia de Covid-19, que ha provocado una contracción sin precedentes de la actividad económica, mermado significativamente la rentabilidad y deteriorado la posición financiera de un elevado porcentaje de empresas. Así, la muestra trimestral de la Central de Balances (CBT), con datos hasta el tercer trimestre, evidencia una brusca caída de los excedentes ordinarios y de los niveles de rentabilidad, que ha llevado incluso a que el resultado neto final presentara un valor negativo para el conjunto de la muestra, lo que no sucedía en la CBT desde 2002<sup>3</sup>. Además, se elevaron los ratios de endeudamiento, ya que las compañías recurrieron a los fondos ajenos para financiar los déficits de explotación, y también creció ligeramente el porcentaje de los resultados corrientes [resultado económico bruto (REB) más ingresos financieros] destinado al pago de intereses, quebrándose la tendencia descendente de esta ratio en los últimos años. Todo ello llevó a un aumento de la presión financiera soportada por el sector. Las microsimulaciones realizadas para aproximar el impacto de la crisis del Covid-19 sobre el conjunto del sector empresarial, cuyos resultados se presentan en los recuadros 1 y 2, apuntan a que esta evolución adversa habría tenido una incidencia más acusada en el segmento de las pymes y, sobre todo, en aquellas que desarrollan su actividad en los sectores más afectados por la crisis.

---

3 El resultado final de 2002 se vio afectado por fuertes pérdidas extraordinarias vinculadas al estallido de la burbuja tecnológica que se produjo en esos años.

## Actividad, empleo y gastos de personal

Durante los tres primeros trimestres del año, el VAB se redujo, en términos interanuales, un 22,5 % en las empresas de la CBT<sup>4</sup>, evolución que contrasta con el aumento del 0,7 % registrado un año antes (véanse cuadro 1 y gráfico 2). Si se calcula esta tasa ponderando los sectores de la muestra con los pesos de la Contabilidad Nacional<sup>5</sup>, se obtiene un retroceso incluso algo más elevado (del 23,8 %). Además, el gráfico 3, que presenta la distribución de las empresas según su tasa de variación del VAB, evidencia que el empeoramiento de este excedente fue generalizado, aunque notablemente más intenso para el percentil 25, por debajo del cual se sitúan las empresas con una evolución más negativa de su actividad. En este gráfico también se detecta un aumento de la dispersión del indicador de actividad, aproximada por el rango intercuartílico, que se define como la distancia entre los percentiles 75 y 25, lo que indica una mayor heterogeneidad por empresas en la evolución del VAB. El curso de este excedente a lo largo de los primeros nueve meses del año para el conjunto de la muestra revela que, tras la fuerte contracción observada entre enero y junio, se recuperó en el tercer trimestre, aunque siguió situándose por debajo del nivel del mismo período de 2019.

El detalle sectorial muestra que se registraron disminuciones del VAB en todas las ramas de actividad analizadas en este artículo, que son las más representativas de esta muestra (véase cuadro 2). El retroceso en la rama industrial fue especialmente intenso, de un 33,6 %, descenso al que contribuyeron todos los subsectores, aunque destacan las caídas registradas en el de refino, en el de fabricación de material de transporte y en el de industria química. Otro sector que se vio muy negativamente afectado fue el denominado «resto de las actividades», que incluye las empresas que no se asignan a ninguno de los sectores analizados, con una disminución del VAB del 34,5 %; destaca dentro de este agregado el comportamiento especialmente negativo de las empresas del sector de transporte, con un descenso del 48,1 %. En el sector de comercio y hostelería la caída fue también pronunciada (18,1 %), al verse muy afectado por las medidas de confinamiento. Las ramas en las que se produjo una contracción relativamente más moderada fueron la de energía (6,8 %) y la de información y comunicaciones (13,8 %).

Los gastos de personal cayeron un 4,9 %, evolución que se explica tanto por la desaceleración de las remuneraciones como, especialmente, por el descenso de las plantillas medias efectivas.

---

4 La CBT contiene información de las 895 empresas que, hasta el 23 de noviembre pasado, enviaron a la CBT datos de los tres primeros trimestres de 2020. La cobertura, en términos de VAB, respecto al total del sector de sociedades no financieras (según la Contabilidad Nacional) se sitúa en el 11,1 %.

5 El dato reponderado se obtiene aplicando, sobre la tasa agregada de cada sector, el peso que dicha rama tiene en la economía, aproximado a partir de la información que facilita la Contabilidad Nacional. Para más información, véase el recuadro «Reponderación del VAB y del REB en función del peso de los distintos sectores en la economía nacional», incluido en el artículo «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2018», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2018.

Cuadro 1

**BRUSCO DESCENSO DE LOS EXCEDENTES ORDINARIOS Y DE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS EN LOS TRES PRIMEROS TRIMESTRES DE 2020, POR EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19**

Bases	Estructura CBI	CBI		CBT (a)		
	2019	2018	2019	I a IV TR 2019 / I a IV TR 2018	I a III TR 2019 / I a III TR 2018	I a III TR 2020 / I a III TR 2019
Número de empresas		749.530	381.916	1.026	1.044	895
Cobertura total nacional (% sobre el VAB)		55,6	32,5	13,0	13,2	11,1
Cuenta de resultados (tasas de variación sobre las mismas empresas en el año anterior, %)						
1 VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	5,4	2,2	0,1	0,5	-21,2
<i>De ella:</i>						
<i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	149,9	6,3	0,7	-1,3	-1,0	-21,8
2 CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	64,1	6,0	1,1	-0,5	0,5	-20,6
<i>De ellos:</i>						
<i>Compras netas</i>	41,2	3,8	2,2	-2,5	-1,5	-26,9
<i>Otros gastos de explotación</i>	23,0	6,0	3,3	3,8	1,4	-8,8
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	35,9	4,3	4,1	1,5	0,7	-22,5
3 Gastos de personal	22,4	6,2	5,5	3,4	3,2	-4,9
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	13,5	1,0	1,8	-0,3	-1,8	-39,5
4 Ingresos financieros	4,9	5,5	13,1	18,3	5,8	-33,3
5 Gastos financieros	2,0	-5,1	-3,8	-6,5	-5,7	-8,1
6 Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	5,4	1,6	2,6	1,7	1,4	1,9
S.3 RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	10,9	3,9	7,4	8,4	-0,3	-71,2
7 Resultado por enajenaciones y deterioro	1,0	—	-60,3	-57,5	—	—
7' Estructura sobre VAB (7 / S.1)		5,2	2,8	6,3	-2,8	-22,6
8 Variaciones del valor razonable y resto de los resultados	-0,8	-26,8	-11,7	-34,0	-71,3	66,7
8' Estructura sobre VAB (8 / S.1)		-1,7	-2,2	-5,0	-6,1	-2,9
9 Impuestos sobre beneficios	1,3	3,3	-10,7	-28,3	-9,0	-41,8
S.4 RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 – 9]	9,8	47,2	-6,8	-12,4	-43,1	—
S. 4' Estructura sobre VAB (S.4 / S.1)		24,4	27,3	38,2	19,4	-16,1
RENTABILIDADES Fórmulas (b)						
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	5,6	5,9	7,1	4,5	2,2
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	2,4	2,2	2,0	2,0	1,8
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / PN	7,5	8,0	10,9	6,3	2,4
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	3,2	3,7	5,1	2,5	0,3
PRO MEMORIA: TOTAL MUESTRA REPONDERADA						
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]		4,4	4,2	1,2	1,1	-23,8
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]		1,4	1,7	-3,2	-2,7	-48,3

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.

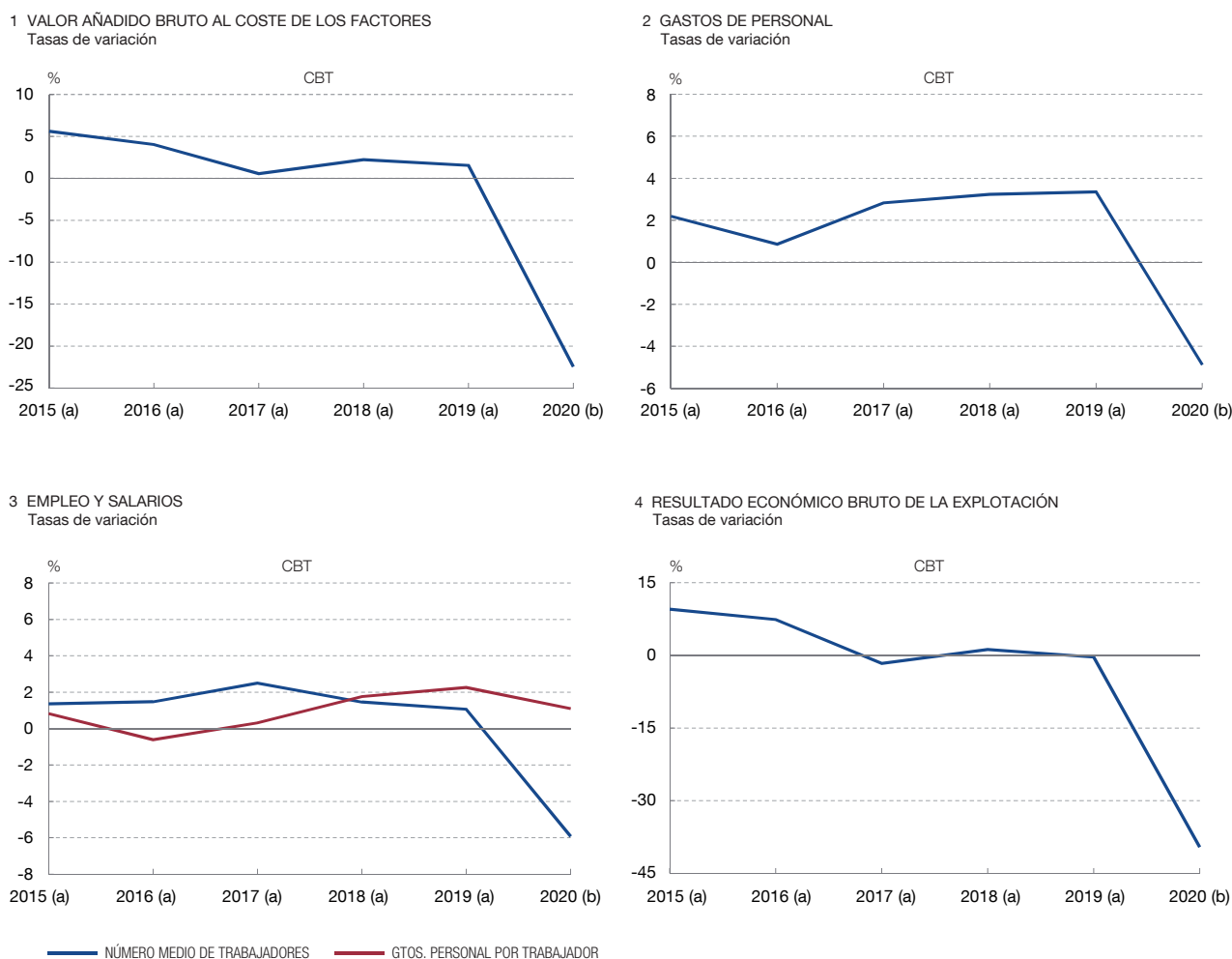
a Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

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 2

## FUERTE RETROCESO DE LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL Y DE LOS RESULTADOS, COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19

En el contexto de la pandemia de Covid-19, las medidas de contención provocaron una caída brusca de la actividad de las empresas, lo que se tradujo en una disminución sin precedentes de los excedentes ordinarios. Los gastos de personal también se redujeron, como consecuencia principalmente de la disminución del empleo, aunque su descenso fue mucho más moderado que el del VAB.



FUENTE: Banco de España.

- a Datos de 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo.
- b Datos hasta el tercer trimestre de 2020 sobre el mismo período de 2019.



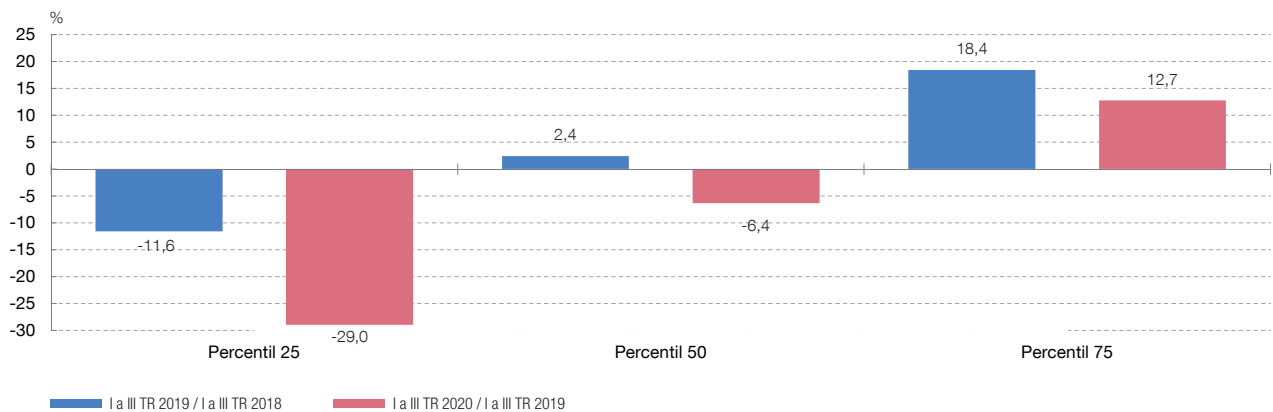
En los tres primeros trimestres, la disminución del empleo efectivo fue de un 5,9 %, en términos de la media del período. Es importante destacar que, a diferencia de lo que ocurre con la información de la Contabilidad Nacional, en estas cifras de empleo no se contabilizan los trabajadores afectados por los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Esta caída es más moderada que la contracción de los afiliados efectivos (afiliados totales menos trabajadores afectados por ERTE) de la Seguridad Social (8,5 %), lo que se explica por el hecho de que la muestra de la CBT está formada fundamentalmente por empresas de gran dimensión, que, en general, habrían destruido menos empleo que las pymes.



Gráfico 3

**RETROCESO GENERALIZADO DEL VAB, QUE FUE MÁS INTENSO EN EL PERCENTIL 25**

La distribución de las empresas, según la tasa de variación del VAB, evidencia un deterioro generalizado de la actividad en los tres primeros trimestres de 2020, que fue más acusado en el caso del percentil 25 (por debajo del cual se sitúan las empresas con mayores caídas de VAB).



FUENTE: Banco de España.



Cuadro 2

**EL DESCENSO DEL VAB FUE INTENSO Y GENERALIZADO POR SECTORES. EN CAMBIO, LA CAÍDA DE LOS GASTOS DE PERSONAL FUE MÁS MODERADA**

Tasas de variación sobre las mismas empresas en el año anterior, %	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Remuneraciones medias			
	CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)	
	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020
<b>TOTAL</b>	<b>4,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-22,5</b>	<b>3,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Tamaños</b>																
Pequeñas	6,5	—	—	—	5,6	—	—	—	7,8	—	—	—	2,1	—	—	—
Medianas	5,9	3,3	0,1	-13,8	4,1	3,4	3,1	-5,1	6,4	4,5	4,8	-7,0	2,2	1,1	1,6	-2,0
Grandes	3,0	1,5	0,7	-22,5	2,5	1,0	0,9	-5,9	4,2	3,3	3,2	-4,9	1,6	2,3	2,2	1,1
<b>Detalle por actividades</b>																
Energía	5,1	5,3	6,2	-6,8	0,5	-1,8	-1,7	-1,8	1,4	0,5	0,4	-1,7	0,9	2,4	2,2	0,0
Industria	0,0	-7,8	-9,3	-33,6	2,2	-0,3	-0,5	-5,8	3,8	2,6	2,0	-5,6	1,6	2,9	2,5	0,2
Comercio y hostelería	5,4	5,3	3,1	-18,1	3,8	1,7	1,6	-7,4	5,4	3,1	3,3	-4,7	1,6	1,4	1,7	3,0
Información y comunicaciones	3,0	1,2	-0,2	-13,8	4,5	3,2	3,7	-3,5	4,9	3,5	4,1	-4,1	0,3	0,3	0,4	-0,6
Resto de las actividades	5,9	3,0	2,9	-34,5	4,6	1,2	0,9	-5,9	7,0	4,7	4,3	-5,7	2,3	3,5	3,4	0,2

FUENTE: Banco de España.

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

Cuadro 3

**AUMENTO NOTABLE DE LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS QUE DESTRUYERON EMPLEO**

Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones	CBI (a)		CBT (b)			
	2018	2019	I a IV TR 2018	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020
Número de empresas	534.539	271.869	1.031	1.026	1.044	895
Gastos de personal	100	100	100	100	100	100
Caen	32,2	32,5	32,3	33,0	32,9	51,7
Se mantienen o suben	67,8	67,5	67,7	67,0	67,1	48,3
Número medio de trabajadores	100	100	100	100	100	100
Caen	28,9	29,8	33,4	36,8	36,3	50,6
Se mantienen	26,4	26,8	14,9	14,2	14,2	14,2
Suben	44,7	43,4	51,7	49,0	49,5	35,3

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.

La caída del empleo se concentró fundamentalmente en el colectivo de trabajadores temporales, con una reducción del 19,5 %, mientras que el personal fijo también se redujo, pero de forma más moderada, un 3 %<sup>6</sup>. El porcentaje de empresas que destruyeron empleo se elevó en 14 pp en comparación con un año antes, y se situó en un 50,6 % (véase cuadro 3).

El detalle sectorial evidencia que el descenso del empleo fue generalizado: afectó a todas las ramas de actividad analizadas, aunque con distinta intensidad. Las caídas más pronunciadas se registraron en el sector de comercio y hostelería, en el de industria y en el denominado «resto de las actividades», con descensos del 7,4 %, el 5,8 % y el 5,9 %, respectivamente (véase cuadro 2). En las otras ramas, las disminuciones del número medio de trabajadores fueron algo más moderadas: se registró un descenso del 3,5 % en la de información y comunicaciones, y del 1,8 % en el sector de la energía, en línea con el menor retroceso de su actividad.

Las remuneraciones medias presentaron un incremento moderado, del 1,1 %, entre enero y septiembre de 2020, frente al del 2,2 % de un año antes. El desglose sectorial evidencia variaciones reducidas en casi todas las ramas de actividad. En la de comercio y hostelería fue donde estos costes crecieron más, un 3 %, mientras que en el resto de los sectores las variaciones oscilaron entre el 0,6 % de caída, en

6 Esta caída moderada del empleo fijo en el conjunto de los nueve primeros meses del año es el resultado de una fuerte contracción en el segundo trimestre del año y una fuerte recuperación en el tercero.

Cuadro 4

**LOS GASTOS FINANCIEROS SIGUIERON CAYENDO HASTA SEPTIEMBRE, FUNDAMENTALMENTE POR LOS MENORES COSTES DE FINANCIACIÓN**

%

	CBI	CBT	
	2019/2018	I a IV TR 2019 / I a IV TR 2018	I a III TR 2020 / I a III TR 2019
Variación de los gastos financieros	-3,8	-6,5	-8,1
A Intereses por financiación recibida	-2,7	-6,4	-7,8
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	-5,9	-9,7	-7,6
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	3,2	3,3	-0,1
B Otros gastos financieros	-1,1	-0,1	-0,3

FUENTE: Banco de España.

la rama de información y comunicaciones, y el 0,2 % de aumento, en el sector industrial y en el que recoge el «resto de las actividades».

**Rentabilidad, liquidez y endeudamiento**

En línea con la fuerte contracción de la actividad y del comparativamente moderado descenso de los gastos de personal, el REB se redujo con intensidad (un 39,5 %) durante los tres primeros trimestres de 2020. Las tasas calculadas ponderando los sectores según su peso en el conjunto de la economía muestran un deterioro más pronunciado de este excedente en los meses transcurridos de 2020 (48,3 %), ya que las ramas más afectadas están infrarrepresentadas en la muestra de la CBT.

Los ingresos financieros también descendieron con fuerza, un 33,3 %, como consecuencia tanto de los menores dividendos recibidos (cayeron un 37,1 %) como de los intereses cobrados, que se redujeron un 20,1 %. Por su parte, los gastos financieros siguieron disminuyendo, un 8,1 %, debido, sobre todo, a los menores costes medios de financiación soportados por las empresas (véase cuadro 4).

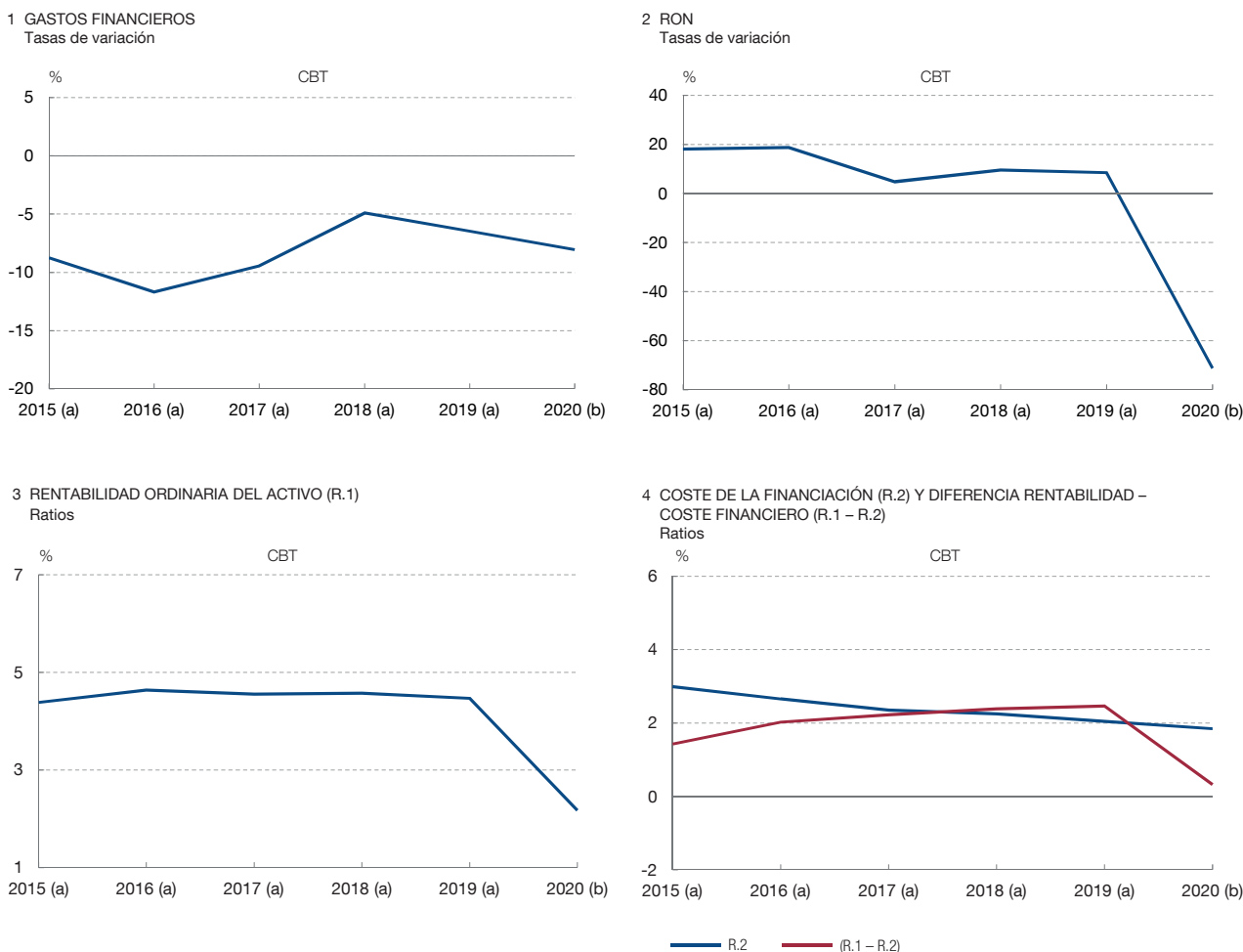
Todo ello se tradujo en una brusca contracción del resultado ordinario neto (RON)<sup>7</sup>, que entre enero y septiembre experimentó una caída del 71,2 % (véase gráfico 4). Adicionalmente, los gastos e ingresos atípicos ejercieron un impacto negativo sobre el resultado final, debido principalmente al reconocimiento del deterioro en el valor de inversiones de naturaleza financiera. Ello, junto con los pagos por el impuesto de

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

Gráfico 4

**FUERTE DESCENSO DE LOS BENEFICIOS Y DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD ORDINARIA**

A pesar de que los gastos financieros siguieron cayendo, la fuerte contracción de la actividad provocó un brusco descenso del RON (se redujo más de un 70 %), lo que se tradujo en una disminución muy pronunciada de la rentabilidad ordinaria del activo. Ello llevó a que el diferencial entre este indicador y el coste de financiación se situara en valores casi nulos (0,3 pp).



FUENTE: Banco de España.

- a Datos de 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019, media de los cuatro trimestres de cada año. En el caso de las tasas, el cálculo se realiza respecto del ejercicio previo.
- b Datos hasta el tercer trimestre de 2020. En el caso de las tasas, el cálculo se realiza sobre el mismo período de 2019.



sociedades<sup>8</sup>, llevó a que el resultado neto final presentara valores negativos para el conjunto de la muestra trimestral, hecho que no sucedía desde 2002. Expresado en porcentaje sobre el VAB, el resultado final se situó en un -16,1 %, frente al 19,4 % registrado en el mismo período del ejercicio precedente (véase cuadro 1).

8 A pesar de que entre enero y septiembre de 2020 el agregado total ha registrado pérdidas, sigue contabilizándose un gasto por impuesto de sociedades, aunque muy inferior al del año previo, por las empresas que dentro de esta muestra han obtenido beneficios.

Cuadro 5

**FUERTE DISMINUCIÓN DE LOS NIVELES DE RENTABILIDAD ORDINARIA Y AUMENTO DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTABILIDAD NEGATIVA**

		CBT			
		Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
		I a III TR 2019	I a III TR 2020	I a III TR 2019	I a III TR 2020
Número de empresas		1.044	895	1.044	895
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0 %	26,0	36,0	28,2	38,4
	0 % < R ≤ 5 %	23,4	23,0	15,7	16,1
	5 % < R ≤ 10 %	14,4	12,8	11,3	9,8
	10 % < R ≤ 15 %	9,2	7,3	8,8	7,0
	15 % < R	27,0	20,9	35,9	28,7
<i>PRO MEMORIA</i> : Rentabilidad mediana (%)		5,2	2,4	7,5	3,0

FUENTE: Banco de España.

En este contexto, las ratios de rentabilidad ordinaria se redujeron drásticamente, y la tendencia creciente de los años previos se quebró, de modo que hasta septiembre la rentabilidad ordinaria del activo disminuyó más de dos puntos, y la de los recursos propios, casi cuatro puntos, situándose en un 2,2 % y un 2,4 %, respectivamente. Igualmente, los valores medianos de estos indicadores reflejan un descenso muy pronunciado, tanto en el caso de la rentabilidad del activo (cayó casi tres puntos, hasta el 2,4 %) como en el de la rentabilidad de los recursos propios, que pasó de un 7,5 % a un 3 % (véase cuadro 5). Este cuadro también evidencia el elevado porcentaje de empresas que presentaron valores negativos en estos indicadores (un 36 % en el caso de la rentabilidad del activo y un 38,4 % en el de la de los recursos propios), superando en 10 pp los valores registrados un año antes.

El desglose de la rentabilidad del activo por sectores evidencia que el deterioro fue generalizado, aunque con distinta intensidad. Los descensos más pronunciados se registraron en la rama de industria, en la que llegó a presentar un valor negativo (-1,6 %), en la de comercio y hostelería, en la que cayó casi seis puntos, hasta un 3,1 %, y en la de información y comunicaciones, en la que pasó de un 14,9 % a un 9,4 %. En el sector de energía, la disminución de la rentabilidad fue más moderada, de ocho décimas, situándose en un 4,3 %, y, finalmente, en la rama que engloba el resto de las actividades se redujo algo más de un punto y medio, hasta un 1,1 % (véase cuadro 6). Las microsimulaciones realizadas proyectando la evolución macroeconómica prevista para 2020 sobre la situación de partida de las empresas de la CBI en 2019 evidencian que el deterioro de la rentabilidad sería más acusado en aquellas empresas que partían de unos niveles previos más reducidos y que se habrían visto más golpeadas por el efecto de la crisis del Covid-19, siendo especialmente intenso en

Cuadro 6

**EL DESCENSO DE LA RENTABILIDAD FUE GENERALIZADO POR SECTORES, PERO AFECTÓ MÁS INTENSAMENTE A LAS RAMAS DE INDUSTRIA, COMERCIO Y HOSTELERÍA E INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES**

	REB				RON				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1)				Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)			
	CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)	
	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020	2019	I a IV TR 2019	I a III TR 2019	I a III TR 2020
Tasas de variación sobre las mismas empresas en el año anterior y ratios, % y pp																
<b>TOTAL</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-39,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-71,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>0,3</b>
<b>Tamaños</b>																
Pequeñas	2,9	–	–	–	2,7	–	–	–	3,7	–	–	–	1,4	–	–	–
Medianas	4,7	0,9	-8,5	-27,3	3,2	0,0	-11,8	-44,1	7,0	6,9	6,5	3,9	4,8	5,1	4,9	2,4
Grandes	1,4	-0,3	-1,8	-39,6	8,5	8,5	-0,2	-71,4	6,4	7,1	4,5	2,2	4,2	5,1	2,5	0,3
<b>Detalle por actividades</b>																
Energía	6,6	6,9	8,2	-8,4	43,7	40,8	37,8	-11,7	6,5	6,6	5,1	4,3	4,3	4,5	3,1	2,6
Industria	-5,6	-19,6	-21,7	-70,7	-5,9	-26,4	-29,6	–	8,1	7,4	5,9	-1,6	5,4	4,7	3,6	-3,5
Comercio y hostelería	5,5	8,8	2,6	-38,9	-6,5	-11,2	3,7	-66,3	7,8	13,6	9,0	3,1	5,5	11,6	7,1	1,2
Información y comunicaciones	0,9	-0,3	-2,9	-19,2	0,0	0,4	-2,4	-41,3	11,3	16,0	14,9	9,4	9,3	14,8	13,7	8,1
Resto de las actividades	3,4	0,1	0,6	-80,8	17,9	31,9	-11,2	-98,0	4,6	5,9	2,7	1,1	2,4	3,8	0,7	-0,8

FUENTE: Banco de España.

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

el segmento de las pymes y, sobre todo, en los sectores de hostelería, restauración y ocio, y de vehículos de motor (véase recuadro 1).

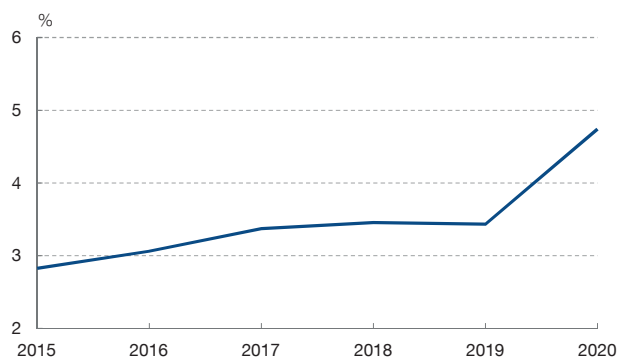
El coste medio de la financiación ajena continuó con la tendencia descendente de los últimos años: cayó dos décimas durante los tres primeros trimestres de 2020, según la CBT, hasta un 1,8 %. La evolución de la rentabilidad del activo y de los costes de financiación propició que el diferencial entre estas dos ratios se redujera fuertemente durante este período, manteniéndose en valores positivos, aunque muy reducidos, de 0,3 pp, más de dos puntos por debajo del valor alcanzado un año antes.

Al mismo tiempo, entre enero y septiembre de 2020 se observó un aumento significativo de los colchones de liquidez de las empresas de esta muestra, lo que, en el contexto actual de fuerte incertidumbre, puede estar ligado a motivos precautorios, para hacer frente a posibles necesidades futuras, o a la caída en las inversiones en capital fijo, que habría hecho que las compañías con excedentes los

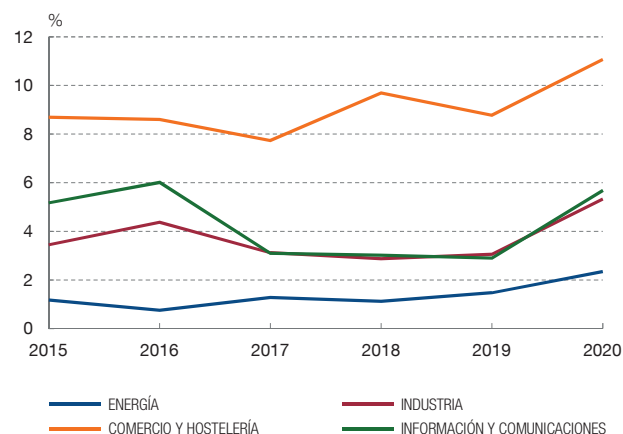
**LAS EMPRESAS AUMENTARON SUS COLCHONES DE LIQUIDEZ POR MOTIVOS PRECAUTORIOS**

Entre enero y septiembre de 2020 se observó un aumento significativo de los colchones de liquidez de las empresas de esta muestra, lo que, en el contexto actual de fuerte incertidumbre, puede estar ligado a motivos precautorios, para hacer frente a posibles necesidades futuras. Este incremento de liquidez se produjo en todos los sectores de actividad, si bien fue en las ramas de industria, comercio y hostelería y de información y comunicaciones donde el aumento fue más intenso.

1 RATIO DE LIQUIDEZ. CBT [ACTIVOS LÍQUIDOS (a) / ACTIVO TOTAL]



2 RATIO DE LIQUIDEZ. CBT. DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

a Se consideran activos líquidos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.



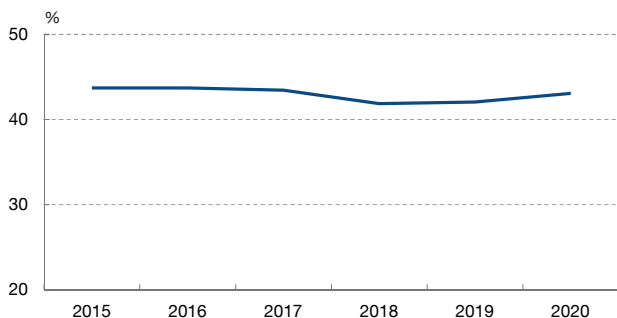
acumularan en forma de activos líquidos (véase gráfico 5). Este incremento de liquidez se produjo en todos los sectores de actividad, si bien fue en las ramas de industria, comercio y hostelería y de información y comunicaciones donde el aumento fue más intenso.

Por último, en los nueve primeros meses de 2020 las empresas aumentaron su endeudamiento, en parte por las razones expuestas anteriormente (acumular liquidez) y también para cubrir las mayores necesidades registradas en el contexto de la pandemia de Covid-19. Ello se tradujo en un incremento de la ratio media de deuda sobre el activo neto, que se situó, en septiembre de este año, en un 43,1 %, algo más de un punto por encima del dato registrado en diciembre de 2019. La ratio de deuda respecto a los resultados corrientes (que se obtienen como suma del REB y los ingresos financieros) creció en mayor medida, como consecuencia del fuerte retroceso de los excedentes, hasta situarse en un 675 % (a finales de 2019 era del 490 %). El desglose sectorial evidencia, en ambos indicadores, incrementos en prácticamente todas las ramas de actividad (véase gráfico 6). Finalmente, la ratio de los gastos por intereses sobre los resultados corrientes también aumentó, lo que rompió la tendencia descendente que venía registrando este indicador desde 2015. El incremento fue de casi tres puntos, hasta situarse en el 13,9 %, debido a que la reducción de los resultados corrientes fue muy superior a la de los gastos financieros.

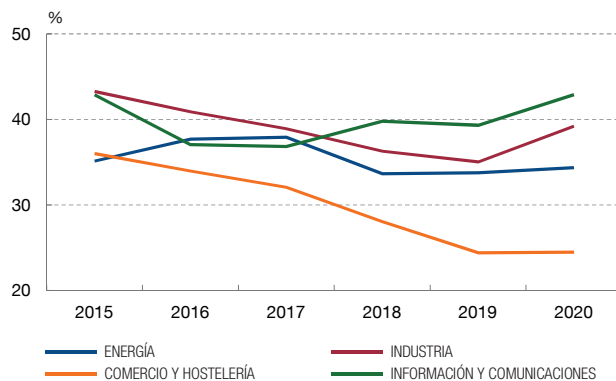
## DETERIORO DE LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS, CON AUMENTOS DEL ENDEUDAMIENTO Y DE LA CARGA FINANCIERA

Durante los tres primeros trimestres de 2020, las empresas aumentaron su endeudamiento, tanto en relación con el activo como, especialmente, respecto a los resultados corrientes (REB + ingresos financieros). En ambas ratios, el desglose sectorial evidencia que el crecimiento fue generalizado y afectó a casi todas las ramas de actividad. También creció la ratio de carga financiera, lo que quebró la tendencia descendente que esta ratio mostraba desde 2015. En este caso fueron las ramas de industria y, en menor medida, de comercio y hostelería las que reflejaron una evolución ascendente más clara.

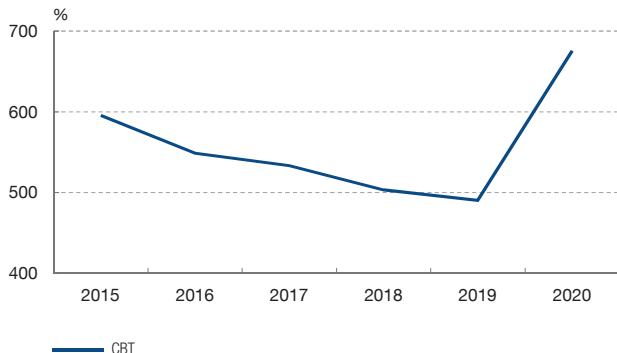
1 E.1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)  
TOTAL EMPRESAS. CBT  
Ratios



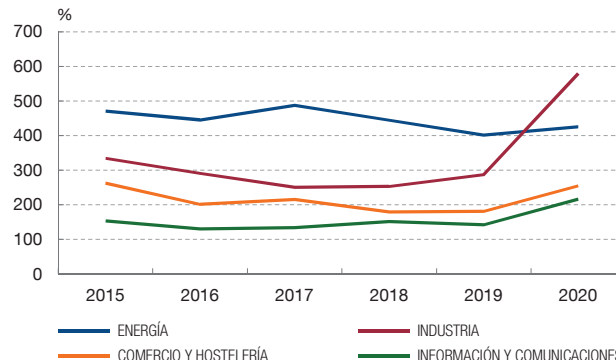
2 E.1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)  
DESGLOSE POR SECTOR. CBT  
Ratios



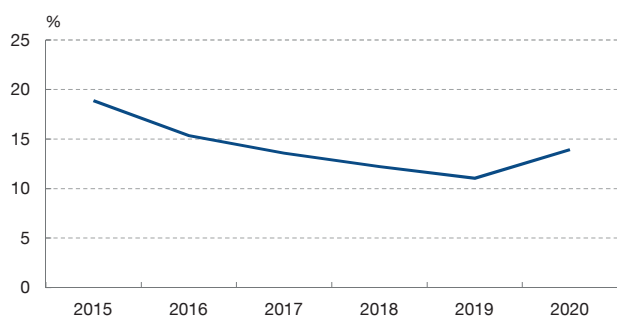
3 E.2. RECURSOS AJENOS CON COSTE (b) / (REB + INGRESOS FINANCIEROS) (c)  
TOTAL EMPRESAS. CBT  
Ratios



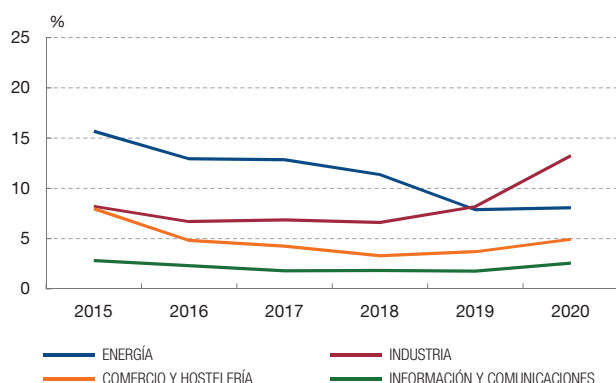
4 E.2. RECURSOS AJENOS CON COSTE (b) / (REB + INGRESOS FINANCIEROS) (c)  
DESGLOSE POR SECTOR. CBT  
Ratios



5 CARGA FINANCIERA POR INTERESES  
TOTAL EMPRESAS. CBT  
(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 e ingresos incluidos en estas ratios se calculan con los importes de cuatro trimestres acumulados.





El desglose sectorial de esta última ratio muestra incrementos en la rama de la industria y en la de comercio y hostelería, y una evolución prácticamente estable en el resto de los sectores.

Las microsimulaciones realizadas proyectando la evolución macroeconómica prevista para el conjunto del ejercicio 2020 sobre la situación de partida de las empresas de la CBI en 2019 también evidencian un aumento notable de la presión financiera soportada por las compañías, así como un deterioro, aunque más moderado, de su situación de solvencia (véase recuadro 2). El detalle por sectores y tamaño refleja, asimismo, que este deterioro sería más acusado en las compañías de menor dimensión y en las que desarrollan su actividad en los sectores cuya actividad se ha visto más afectada por la pandemia.

1.12.2020.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS**

Las medidas de contención de la epidemia de Covid-19, junto con el retroceso de la demanda, han provocado una caída sin precedentes de la actividad empresarial y una reducción significativa de los excedentes para una proporción muy alta de las empresas españolas. En el texto principal de este artículo se revisa la evolución de la rentabilidad, a partir de la última información disponible, que es la que proporciona la Central de Balances Trimestral (CBT) hasta el tercer trimestre de 2020, para una muestra de casi 900 compañías, principalmente de tamaño grande. En este recuadro se complementa este análisis con microsimulaciones que permiten extender el ámbito de análisis a la totalidad del sector corporativo para el conjunto del ejercicio. Concretamente, se simula la evolución de la rentabilidad del activo, a partir de la información de la Central de Balances Integrada (CBI) para 2019 (con datos de casi 400.000 empresas a la fecha de realización de este artículo), y de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con los últimos escenarios macroeconómicos publicados en septiembre por el Banco de España<sup>1</sup>, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial<sup>2</sup>.

Según los resultados de las simulaciones realizadas, y a pesar de la intensidad de la caída que se habría producido en los ingresos de las compañías, aproximadamente la mitad de ellas mantendrían una rentabilidad del activo positiva (véase gráfico 1). Este resultado refleja, por un lado, la fortaleza de la posición de la que partían, que les habría permitido en muchos casos tener capacidad suficiente para absorber el impacto de la perturbación, y, por otro, su flexibilidad para poder ajustar sus gastos operativos en general, y en particular los de personal, en un escenario de caída brusca temporal de la actividad, favorecida en gran medida por el alto peso del empleo temporal y el uso intensivo de los ERTE. En cualquier caso, el descenso de la rentabilidad sería muy significativo y afectaría a la mayoría de las empresas. El impacto sería más acusado en la parte baja de la distribución, que

incluye las empresas con rentabilidad más reducida. Así, según muestra el gráfico 1, el percentil 25 (que indica el valor por debajo del cual se sitúan el 25 % de las empresas con niveles de rentabilidad más bajos) habría pasado de un -2,3 % en 2019 a situarse en torno al -11 % en 2020.

El desglose por tamaño de empresa evidencia que la caída de la rentabilidad sería algo más intensa en el segmento de las pymes y afectaría en mayor medida a los percentiles 75 y 25 de su distribución, por encima y por debajo de los cuales se concentran las empresas más y menos rentables, respectivamente. Así, mientras que en las compañías de menor dimensión el descenso de la rentabilidad en los percentiles mencionados sería de unos nueve puntos porcentuales (pp), en las grandes la caída sería más moderada, de algo menos de cuatro puntos, en el caso del percentil 25, y de siete puntos en el del percentil 75.

Por último, el gráfico 2 permite analizar el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la rentabilidad de las empresas por sectores de actividad. De esta información se desprende que el deterioro más acusado se produciría en las ramas de transporte y almacenamiento, de vehículos de motor y, sobre todo, de hostelería, restauración y ocio. Así, en la primera de ellas, la mediana de la rentabilidad, que recoge la situación de la empresa promedio representativa, descendería casi 6 pp, hasta situarse en el valor negativo del 2,1 %. En el sector de vehículos de motor, esta caída sería algo mayor, y pasaría de una rentabilidad mediana del 3,5 % a otra del -5,6 %. Finalmente, el mayor descenso se registraría en el sector de hostelería, restauración y ocio, que además era el que partía antes de la crisis de un nivel mediano de rentabilidad más reducido, el 2,4 %. En este sector, como consecuencia de la pandemia, dicho nivel descendería bruscamente, hasta situarse en un -12,4 %. Además, en esta rama el 75 % de las compañías pasarían a tener una rentabilidad negativa en 2020.

1 En particular se ha utilizado el escenario 1, pues se considera que es el más probable para el conjunto de 2020. Véase Banco de España (2020), «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020.

2 Dado que estas empresas representan una submuestra del universo del sector corporativo de la economía española, los resultados obtenidos son ajustados con factores de elevación, calculados a partir de la información sobre número de empresas disponible en el Directorio Central de Empresas (DIRCE), del Instituto Nacional de Estadística, para estimar una cifra representativa del total del sector de las sociedades no financieras. Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase R. Blanco, S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2020), «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19», Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.

Recuadro 1

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS (cont.)**

Gráfico 1  
DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (a). DESGLOSE POR TAMAÑO

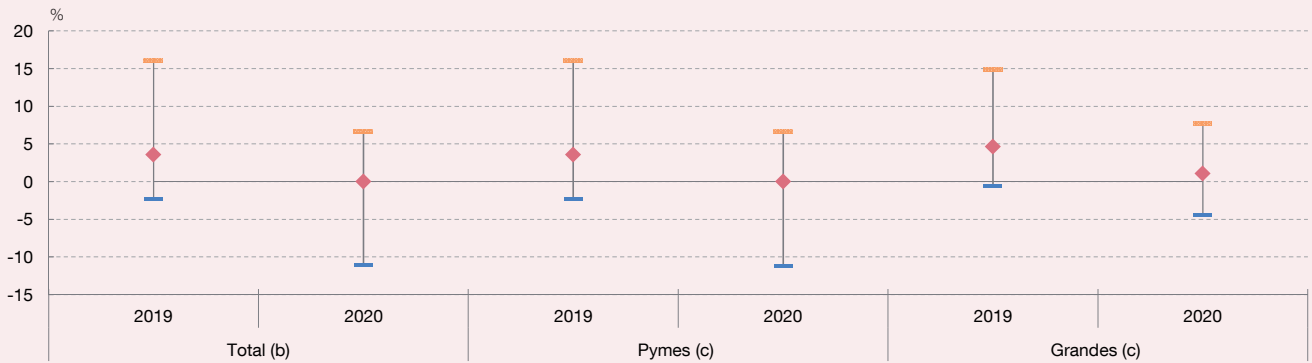
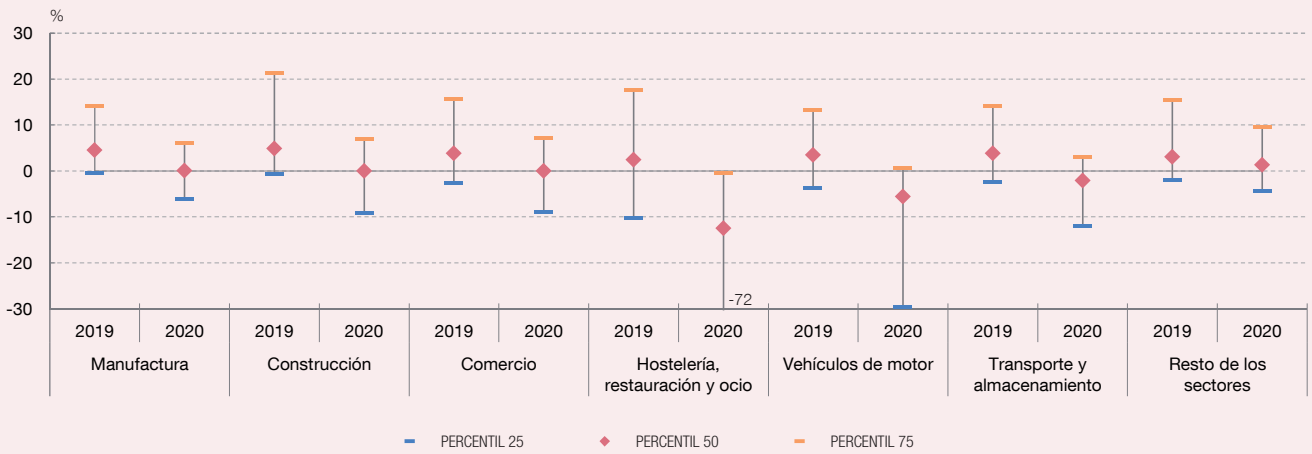


Gráfico 2  
DISTRIBUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO (a). DESGLOSE POR SECTOR



FUENTE: Banco de España.

- a Rentabilidad del activo (ROA) = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.
- b Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia.
- c La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA PRESIÓN FINANCIERA Y LA SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS**

La caída de la actividad de las empresas provocada por la crisis del Covid-19 ha hecho que se eleve la proporción de empresas cuyos ingresos son insuficientes para cubrir los gastos financieros derivados de sus deudas. Esto ha generado un déficit de liquidez. En algunos casos, los ingresos de las empresas tampoco les permitirían hacer frente a sus gastos de explotación, como son los costes de personal o los alquileres. Las compañías que se encuentran en esta situación disponen de distintas vías para cubrir estos déficits de liquidez. Así, podrían hacerlo mediante la disposición o venta de sus activos —en particular, de los que presentan un mayor grado de liquidez—, o podrían recurrir a un aumento de sus pasivos, como la deuda. La información más reciente evidencia que la deuda financiera consolidada del sector empresarial (préstamos bancarios y valores de renta fija) se ha elevado cerca de un 5% entre febrero y octubre, habiéndose concentrado el incremento en los meses de marzo, abril y mayo. Ello sugiere que las empresas habrían aumentado su endeudamiento para cubrir una parte de sus mayores necesidades de liquidez. Por otra parte, este incremento del endeudamiento, junto con el posible retroceso de los beneficios futuros esperados de algunas compañías, se habría traducido en un deterioro de su solvencia, entendida esta como su capacidad para devolver la deuda contraída con los resultados futuros generados.

La cuantificación del peso y relevancia de las empresas que se encuentran en una situación de dificultad financiera, por presentar problemas de liquidez o de solvencia, es relevante por sus potenciales implicaciones económicas y financieras. Así, estas compañías estarán generalmente en peores condiciones para acometer inversiones productivas y para contratar trabajadores, lo que afectará al dinamismo macroeconómico. Por otra parte, algunas de estas compañías podrían impagar una parte de sus deudas y, en casos extremos, podrían ser liquidadas, lo que conlleva, en el corto plazo, una destrucción de puestos de trabajo y de tejido productivo,

y pérdidas para sus acreedores. Esta cuantificación también es relevante para el diseño de las políticas que podrían implementarse para la resolución de estos problemas, que será diferente en función de cuál sea su naturaleza. En particular, las empresas con problemas transitorios de liquidez podrían afrontar estas dificultades con medidas de apoyo público a sus rentas y/o, en el caso de las solventes, con incentivos para que las entidades financieras concedan financiación flexibilizando su estructura de vencimientos. Las empresas con problemas de solvencia pero con modelos de negocio viables requerirían apoyos en forma de capital, o una reestructuración de sus deudas (mediante quitas o mediante la conversión de deuda en capital). Por último, para las empresas insolventes con negocios no viables, se debería facilitar su liquidación de un modo ágil y eficiente.

En este recuadro se proporcionan estimaciones, basadas en simulaciones, sobre la evolución, habida en 2020, del porcentaje de sociedades con problemas financieros relacionados tanto con la liquidez como con la solvencia. Para ello, las empresas se clasifican en distintos grupos en función de su situación financiera. Por una parte, se consideran empresas con una presión financiera elevada aquellas cuyos resultados corrientes<sup>1</sup> son insuficientes para cubrir sus gastos financieros. Estas compañías se enfrentan a problemas de liquidez, pero no son necesariamente insolventes. Por otra parte, se consideran empresas insolventes aquellas con un volumen de deuda neta (deuda financiera y comercial menos activos líquidos y deudas comerciales pendientes de cobro) positivo y que supera en más de 12 veces los resultados esperados a largo plazo, entendidos como el nivel en el que van a converger en el futuro próximo los resultados corrientes<sup>2</sup>. Este umbral se ha calibrado suponiendo que las compañías pueden financiar sus deudas con un préstamo a 15 años al tipo de interés de mercado<sup>3</sup>. Además, las compañías insolventes se separan en dos grupos, en función de si son o no viables. Las empresas inviables

1 Los resultados corrientes se definen como la suma del resultado bruto de explotación y los ingresos financieros.

2 Para 2019, los resultados esperados a largo plazo se aproximan como el máximo de los resultados corrientes en los tres últimos ejercicios (2017, 2018 y 2019). En el caso de las empresas de menos de diez años, se realiza, además, un ajuste para tener en cuenta que con el paso del tiempo los resultados tienden a elevarse. Concretamente, se estima este factor de la antigüedad y se proyecta el nivel de resultados que hipotéticamente tendrían esas empresas si tuvieran todas ellas diez años de antigüedad. Para 2020, se utilizan dos supuestos alternativos para aproximar este concepto. Dichos supuestos se especifican más adelante.

3 Un préstamo a 15 años al 3% de interés (media del tipo de interés de mercado a empresas a ese plazo) de un importe igual a 12 veces los resultados tiene una cuota anual de amortización igual a los resultados. Por tanto, una empresa con un volumen de deuda neta por debajo de 12 veces sus resultados que la financie con un préstamo a 15 años al 3% de interés podrá hacer frente a la devolución de su deuda con sus resultados.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA PRESIÓN FINANCIERA Y LA SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)**

se aproximan como aquellas cuyos resultados esperados a largo plazo son negativos. Es decir, se trata de compañías que, en el largo plazo, no pueden cubrir sus gastos de explotación con sus ingresos. Es importante mencionar que, dentro del grupo de las empresas clasificadas como solventes en estos ejercicios, se encuentran aquellas que podrían tener dificultades en la devolución de sus deudas debido a una estructura de vencimientos con plazos más cortos de los que se han considerado en la definición de solvencia. En este caso, se podrían afrontar las dificultades financieras mediante carencias o extensiones de plazos de la deuda, y no se requerirían quitas. Todas estas clasificaciones hay que tomarlas como una mera aproximación, ya que la identificación precisa de las empresas en cada grupo es una tarea de gran complejidad, para la que se necesita disponer de más información.

En estos ejercicios, la situación financiera de las empresas a finales de 2020 se ha simulado a partir de la posición observada en la Central de Balances Integrada (CBI) de 2019 (con datos de casi 400.000 empresas), y de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con el escenario macroeconómico más probable de los últimos publicados por el Banco de España<sup>4</sup>, elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial<sup>5</sup>. Para aproximar los resultados esperados a largo plazo en 2020 se han considerado dos simulaciones alternativas. En la simulación 1 se supone que estos coinciden con los de 2019. Es decir, se considera que la crisis no tiene efectos permanentes sobre los beneficios de las empresas. En la simulación 2 se supone que, a largo plazo, los resultados se ven afectados de forma permanente y solo se recupera un 75 % de la caída observada en 2020 con respecto del nivel precrisis de largo plazo.

En el gráfico 1 se observa que, de acuerdo con los ejercicios realizados, el porcentaje de empresas con presión financiera elevada aumentaría de forma muy intensa como consecuencia de la crisis del Covid-19. Concretamente, la proporción de compañías en esta situación se incrementaría en casi 27 puntos porcentuales (pp) entre 2019 y 2020, hasta situarse en el 40 %. El desglose por tamaños revela que los ascensos serían de mayor magnitud en el caso de las pymes y, sobre todo, en los sectores más afectados por

la crisis, como el de hostelería, restauración y ocio. Con el fin de aproximar el potencial impacto de esta hipotética evolución en el conjunto de la economía y en el sistema financiero, el gráfico 1 muestra el peso de las empresas con presión financiera elevada en términos de empleo y de la deuda financiera emitida por las compañías. Se observa que el aumento también sería significativo, aunque algo más moderado, especialmente en el caso de la deuda (16 pp). Ello revela que la compañía promedio que está en esta situación tiene un tamaño medio reducido, con poco empleo y un bajo nivel de deuda.

En cuanto al análisis de la solvencia de las empresas, el gráfico 2 muestra que, bajo la simulación 1 (en la que se supone que la crisis del Covid-19 no tiene efectos permanentes sobre los resultados de las empresas), el aumento de la proporción de empresas insolventes sería relativamente moderado, de 4 pp, hasta situarse cerca del 15 %. Ello es consecuencia de que el incremento del endeudamiento empresarial sería, en general, bastante reducido en comparación con los beneficios de las empresas. En la simulación 2, en la que se supone que la crisis del Covid-19 tiene efectos negativos permanentes sobre los resultados de las empresas, el incremento sería lógicamente más elevado, de algo más de 8 pp.

De nuevo, el deterioro de la solvencia sería más significativo entre las empresas pequeñas y medianas y las que desarrollan su actividad en los sectores más afectados por la crisis. En términos del peso de las empresas insolventes en el total del empleo y de la deuda, los incrementos serían más reducidos, lo que refleja de nuevo que el deterioro se concentraría en las empresas de menor tamaño. Analizando los niveles, se observa que el peso de las empresas insolventes en el empleo en 2020 sería más reducido que en términos de deuda, lo que sugiere que las potenciales implicaciones de la situación de insolvencia podrían ser más relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera, a través de las potenciales pérdidas asumidas por sus acreedores, que desde el punto de vista del impacto macroeconómico directo sobre el empleo.

En el gráfico 3 se muestran los resultados de dividir las empresas insolventes en viables e inviables. Se observa que, bajo la simulación 1, la mayoría de las compañías

4 Véase nota a pie número 1 del recuadro 1.

5 Véase nota a pie número 2 del recuadro 1.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA PRESIÓN FINANCIERA Y LA SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)**

Gráfico 1  
EMPRESAS CON PRESIÓN FINANCIERA ELEVADA (a)

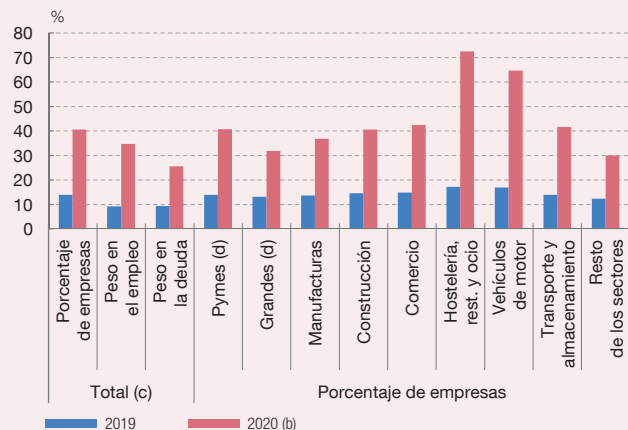


Gráfico 2  
EMPRESAS INSOLVENTES (e)

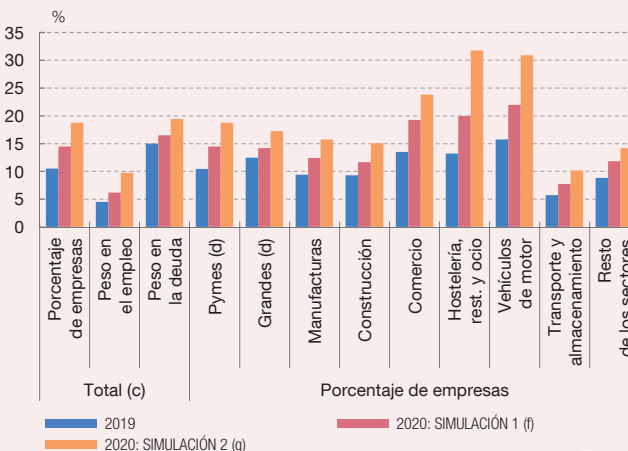


Gráfico 3  
VIABILIDAD DE LAS EMPRESAS INSOLVENTES EN 2020 (e)

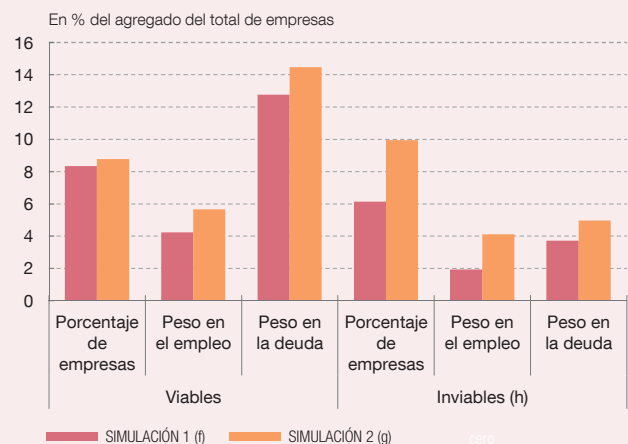
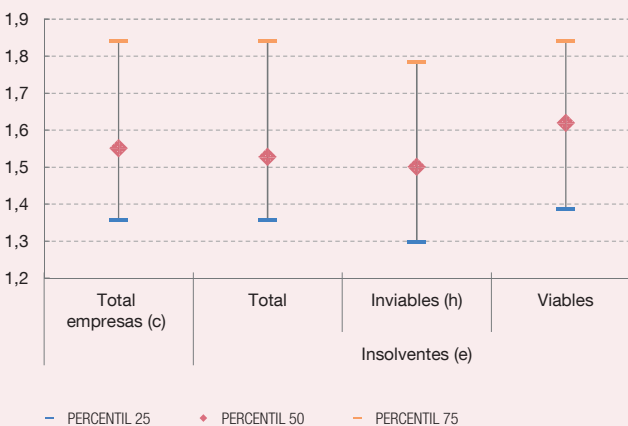


Gráfico 4  
DISTRIBUCIÓN DEL GRADO DE INFLUENCIA DE UN SECTOR COMO DEMANDANTE DE INSUMOS DE OTROS SECTORES (i)



FUENTE: Banco de España.

- a Se entienden como tales aquellas empresas con deuda financiera cuyos resultados corrientes, definidos como resultado económico bruto más ingresos financieros, son inferiores a los gastos financieros.
- b Simulación coherente con las últimas previsiones macroeconómicas para 2020 del Banco de España.
- c Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia.
- d La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- e Se define como empresa insolvente aquella con deuda neta positiva y cuya ratio de endeudamiento, calculada como Deuda neta / Resultados esperados a largo plazo, se sitúa por encima de 12. La deuda neta se define como los pasivos ajenos (deuda financiera y comercial) menos los activos líquidos y la deuda pendiente de cobro (clientes). Los resultados esperados a largo plazo de 2019 se aproximan como el máximo de los resultados corrientes de 2017, 2018 y 2019. En el caso de las empresas de menos de diez años, se introduce un ajuste para recoger el impacto de la antigüedad. Los resultados corrientes se definen como la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.
- f En esta simulación se supone que los resultados esperados a largo plazo en 2020 son iguales a los de 2019.
- g En esta simulación se supone que los resultados esperados a largo plazo son una media ponderada entre los resultados esperados a largo plazo de 2019 y los resultados corrientes de 2020, siendo las ponderaciones correspondientes de 0,75 y 0,25, respectivamente.
- h Se considera empresa inviable aquella con resultados esperados a largo plazo negativos.
- i Este indicador se calcula a partir de las tablas *input-output* como el análogo de la medida de centralidad Katz-Bonacich, pero basada en la importancia de los diferentes sectores como clientes de la cadena de producción y no como proveedores. Se consideran un total de 64 sectores.

**EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA PRESIÓN FINANCIERA Y LA SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)**

insolventes serían viables, mientras que en la simulación 2 la proporción en uno y otro grupo sería similar. En términos de empleo y, sobre todo, de la deuda, la mayor proporción se situaría en el grupo de empresas viables. Además, el gráfico 4 muestra que las empresas insolventes viables se concentran en sectores comparativamente más demandantes de insumos del resto de los sectores de la economía, ya que la distribución del indicador que aproxima esta característica presenta valores más elevados que los del conjunto del sector corporativo<sup>6</sup>. Ello significa que el impacto de una eventual liquidación de estas empresas sería comparativamente más elevado para la economía, incluido el sistema financiero, lo que pone de manifiesto la conveniencia de resolver las dificultades de tales empresas de forma ágil y eficiente.

Los resultados de estos ejercicios no tienen en cuenta el posible deterioro adicional que podría producirse en la solvencia de las empresas más allá del cierre de este año 2020, que se generaría si algunas compañías siguiesen presentando un déficit de explotación, como resultado de una incompleta recuperación de su actividad, y lo cubren mediante un aumento de su endeudamiento.

Hasta ahora, las principales actuaciones públicas se han centrado en resolver los problemas de liquidez de las empresas. Concretamente, las líneas de avales públicos gestionados por el ICO han supuesto, entre marzo y mediados de noviembre, la concesión de un volumen de 108 mm de euros en nuevas operaciones crediticias a unos plazos medios cercanos a cinco años y, en la mayoría de los casos, con un período de carencia de un año. Además, el Real Decreto 34/2020, aprobado el 17 de noviembre, permite extender el vencimiento de estos préstamos en tres años y la carencia en doce meses. En cambio, las medidas de apoyo a la solvencia han sido más limitadas. Así, por ejemplo, el fondo de 10 mm de euros gestionado por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales permite inyectar capital público en las empresas estratégicas, pero no se han puesto en marcha hasta la fecha instrumentos de apoyo a la solvencia de las empresas de menor dimensión. Por otra parte, para minimizar los riesgos de que empresas insolventes pero viables acaben liquidándose, se debería fomentar, entre otras posibles medidas, una rápida reestructuración de su deuda, introduciendo reformas en los mecanismos de insolvencias judiciales y extrajudiciales con el fin de hacerlos más ágiles y eficientes<sup>7</sup>.

6 Este indicador se calcula a partir de las tablas *input-output* como el análogo de la medida de centralidad Katz-Bonacich, pero basada en la importancia de los diferentes sectores como clientes de la cadena de producción y no como proveedores. Se consideran un total de 64 sectores.

7 Para más detalles sobre los problemas actuales del sistema concursal y preconcursal español, y de las posibles vías de mejora, puede consultarse M. García-Posada Gómez (2020), «Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del Covid-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal», Documentos Ocasionales, n.º 2029, Banco de España.