
24.11.2020

**El impacto de la pandemia sobre la situación financiera del sector
empresarial español**

1^{er} Congreso Internacional de Directivos. APD. La Empresa con Propósito

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

Señoras y señores, buenas tardes. En primer lugar, quisiera dar las gracias a los organizadores por su amable invitación a participar en este Congreso.

Mi presentación se va a centrar en el impacto de la crisis del Covid-19 sobre la situación financiera del sector empresarial español y en el papel que están desempeñando y han de desempeñar todavía las políticas económicas para mitigar este impacto.

La actividad del sector empresarial se ha visto particularmente afectada por la crisis. Muchas de las medidas de política económica adoptadas se han dirigido precisamente a minimizar este efecto. La implementación de estas medidas es y seguirá siendo crucial para evitar que la perturbación temporal causada por la pandemia desemboque en el cierre de muchas empresas y, por ende, en una pérdida persistente de nuestra capacidad productiva.

Sin embargo, estas políticas no han logrado evitar un deterioro de la situación financiera de muchas empresas desde el inicio de la crisis, y la manera en que abordemos este deterioro tendrá repercusiones importantes para las perspectivas macroeconómicas en el corto y en el medio plazo. De hecho, las empresas más vulnerables financieramente suelen invertir y contratar menos que aquellas con una situación financiera sólida¹.

Al mismo tiempo, ya hay indicios de que la pandemia puede generar algunos cambios estructurales en la demanda de los consumidores. Y, aunque en estos momentos resulte difícil delimitar su magnitud y alcance, es fundamental identificar con prontitud estos cambios, ya que la política económica no puede sostener indefinidamente a empresas abocadas a experimentar una reducción estructural de su nivel de actividad. Más bien, debería tratar de promover y apoyar la adaptación del sistema productivo a las nuevas realidades y la reasignación eficiente de los recursos entre los sectores y las empresas.

Por otra parte, las perspectivas de la economía española y, por tanto, del sector empresarial, siguen estando muy condicionadas por la evolución de la situación epidemiológica, sobre la que sigue existiendo una elevada incertidumbre.

La intensidad de la recuperación se vio afectada adversamente desde principios del mes de julio por los nuevos rebrotes de la enfermedad que se produjeron en nuestro país y, más recientemente, la intensificación del deterioro de la evolución epidemiológica en España y en la mayoría de los países de nuestro entorno –lo que ha propiciado el despliegue relativamente generalizado de nuevas restricciones a la movilidad y a la actividad en algunos sectores–, permite anticipar que la actividad económica en este tramo final del año y a comienzos de 2021 mostrará un menor dinamismo que el anticipado en los escenarios centrales publicados hace unos meses tanto por el Banco de España como por el Banco Central Europeo para España y el área del euro, respectivamente².

¹ Véanse, por ejemplo, Myers, Stewart C. (1977): «Determinants of Corporate Borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147–175; Kalemli-Ozcan, Sebnem, Luc A. Laeven y David Moreno (2019): «Debt Overhang, Rollover Risk, and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis», *ECB Working Paper* n.º 2241, y Philippon, T. (2010): «Debt Overhang and Recapitalization in Closed and Open Economies», *IMF Economic Review*, Palgrave Macmillan; Fondo Monetario Internacional, vol. 58(1), páginas 157-178, agosto.

² El escenario 1 publicado por el Banco España en septiembre contemplaba un incremento intertrimestral del 3,9% en el último trimestre de 2020 y del 1% en el primero de 2021.

Por su parte, las noticias más recientes sobre la disponibilidad de una vacuna para principios del año que viene son evidentemente positivas y, de confirmarse, deberían servir para mejorar la confianza y eliminar los escenarios económicos más negativos, si bien sus efectos sobre la actividad tardarán en percibirse.

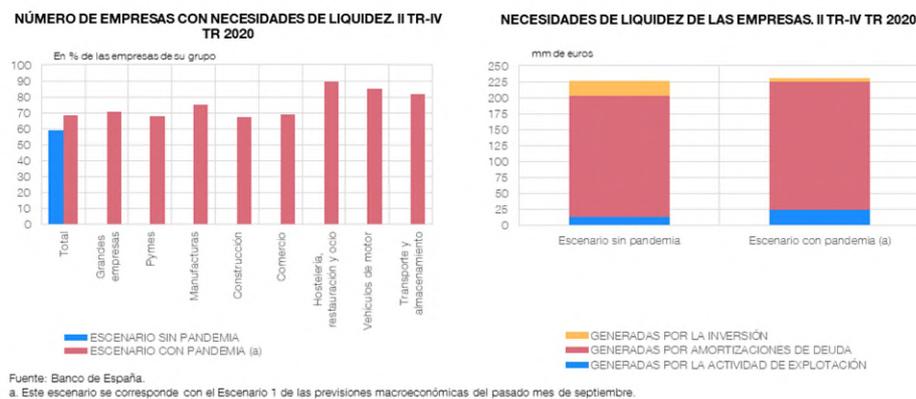
En este contexto, y con el horizonte que permite vislumbrar las noticias sobre la vacuna, la política económica debe seguir concentrada en seguir apoyando a las familias y las empresas afectadas por la crisis.

Los riesgos de liquidez de las empresas y las políticas económicas aplicadas para abordarlos

LA CRISIS DEL COVID-19 HA ACRECENTADO LOS RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS, DEBIDO A FACTORES DE OFERTA Y DE DEMANDA...

BANCODE ESPAÑA
Eurosistema

- La pandemia ha aumentado la percepción del riesgo de crédito de los prestamistas, lo que, unido a la mayor incertidumbre económica, podría desincentivar la concesión de préstamos.
- Las necesidades de liquidez de las empresas se han incrementado.

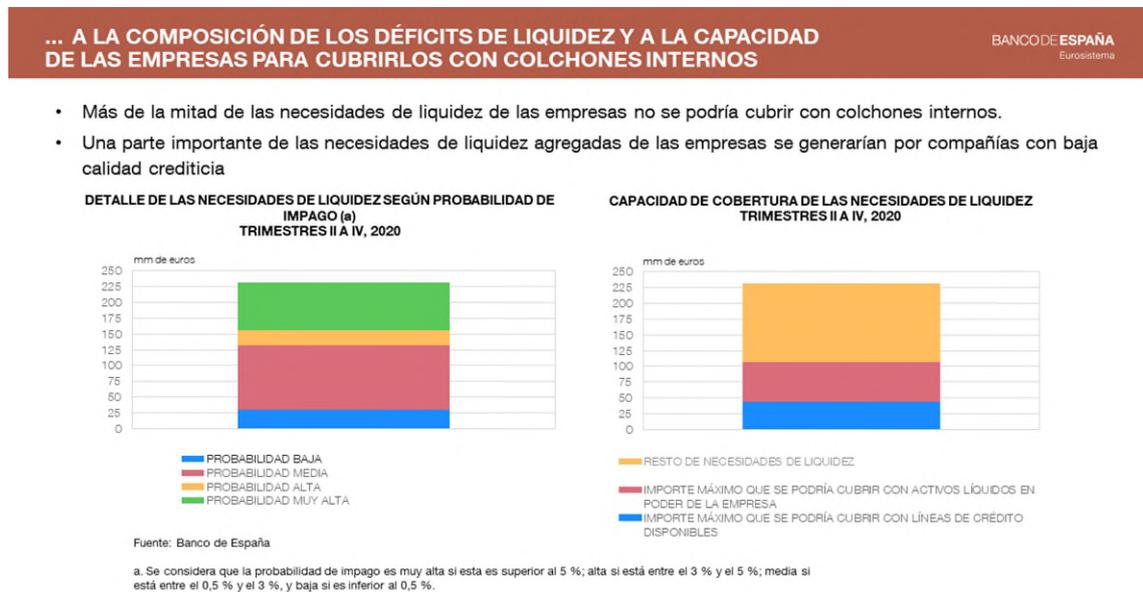


Permítanme analizar ahora los principales riesgos de naturaleza financiera que están afrontando las empresas en este entorno tan complejo. Los dos riesgos más importantes son los de liquidez y de solvencia.

Para las empresas, la perturbación ha supuesto una caída significativa de su volumen de ingresos derivada de la propia pandemia y de las medidas de restricción de la movilidad introducidas por las autoridades para impedir la propagación del virus. Este menor volumen de negocio, unido a los costes fijos existentes, se ha traducido en un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas.

Una parte de dichas necesidades podría cubrirse recurriendo a sus activos líquidos o a los importes no dispuestos de sus líneas de crédito. No obstante, dada la magnitud de la perturbación, estos colchones no eran suficientemente elevados en muchos casos. Por lo tanto, las empresas han tratado de satisfacer sus necesidades de liquidez restantes solicitando nueva financiación. El resultado ha sido un incremento de la demanda de crédito que se ha producido en un contexto de aumento de la percepción del riesgo por parte de los financiadores.

Según los resultados de las microsimulaciones realizadas por el Banco de España, el 68% de las empresas en España presentarán déficits de liquidez³ a lo largo de 2020, casi 10 puntos porcentuales (pp) más que en un escenario contrafactual sin pandemia⁴.



Se estima que, entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, el déficit total de liquidez del sector empresarial ascendería a unos 230.000 millones de euros, 25.000 millones de euros más que en el escenario contrafactual sin pandemia si no se tienen en cuenta las necesidades de liquidez asociadas a la inversión en activos fijos. Más de la mitad de estas necesidades de liquidez no podrían cubrirse mediante el uso de los activos líquidos de las empresas y de los importes no dispuestos de sus líneas de crédito.

Estas simulaciones también ponen de manifiesto que una parte importante de las necesidades de liquidez agregadas de las empresas serían generadas por compañías de baja calidad crediticia. Estas empresas tienden a tener más dificultades para acceder al crédito, especialmente en períodos de elevada incertidumbre y de creciente preocupación sobre los riesgos de crédito.

En conjunto, estos resultados sugieren que la pandemia está generando sustanciales riesgos de liquidez para las empresas españolas.

En este contexto, las políticas económicas nacionales y supranacionales en sus distintos ámbitos (fiscal, monetario y financiero) reaccionaron con rapidez y contundencia para abordar estos riesgos y permitir, tras la tensión inicial, una mejora de las condiciones de financiación registradas tanto en los mercados de crédito bancario como en los de renta fija.

³ La definición utilizada aquí considera que una empresa tiene un déficit de liquidez cuando las entradas de efectivo, derivadas básicamente de las ventas de productos o servicios, se sitúan por debajo de los pagos relacionados con su actividad de explotación (suministros, alquileres, gastos financieros y costes de personal) y los resultantes de sus decisiones de invertir en activos fijos y de las amortizaciones de deuda.

⁴ Véase Blanco R., S. Mayordomo, A. Menéndez y M. Mulino (2020): «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19»; Documento Ocasional nº 2020, Banco de España.

En el ámbito de la política fiscal cabe destacar los programas de avales públicos gestionados a través del ICO. El primero, por un importe de 100.000 millones de euros, se dirigió a la financiación de las necesidades de liquidez de las empresas, mientras que el destino principal del segundo, por importe máximo de 40.000 millones de euros, era la inversión en activos fijos. El objetivo de estos programas era estimular la financiación concedida por las entidades financieras a las empresas y los autónomos, en un contexto de elevadas necesidades de liquidez de estos agentes, de aumento de la incertidumbre y de mayor preocupación de los prestamistas por los riesgos de crédito.

Tras la entrada en vigor del Real Decreto aprobado el pasado 17 de noviembre, el plazo máximo de vencimiento de los préstamos concedidos bajo estos programas se ha ampliado hasta los ocho años y el período máximo de carencia, que era inicialmente de 12 meses, se ha extendido hasta los 24. Igualmente, se ha ampliado el plazo para la concesión de avales hasta el 30 de junio de 2021, frente al 31 de diciembre de 2020 que estaba vigente anteriormente. Además, las entidades financieras deberán mantener los límites de las líneas de circulante hasta esa misma fecha para todos aquellos clientes que cumplan con los requisitos de elegibilidad y gocen de un préstamo avalado.

Este Real Decreto también ha ampliado la moratoria concursal hasta el 14 de marzo de 2021, que estaba previsto que expirara el 31 de diciembre de 2020, con el fin de evitar que las empresas que sigan experimentando dificultades financieras transitorias como consecuencia de la pandemia se tengan que someter a un concurso de acreedores. Con esta medida se persigue la reducción del riesgo de que empresas viables puedan eventualmente verse abocadas a su liquidación, con el consiguiente impacto que ello tendría en términos de pérdida de puestos de trabajo y de tejido productivo.

La evidencia disponible sugiere que las medidas de política económica han contribuido a relajar las condiciones de financiación de las empresas. Este comportamiento contrasta con el observado en la crisis financiera internacional iniciada en 2008. Aparte de la respuesta de política económica rápida y contundente, esto se debe también a la mejor situación financiera de partida del sistema bancario y, en particular, a los mayores colchones de capital acumulados por las entidades en los últimos años que les permiten absorber pérdidas en sus carteras de crédito. Asimismo, es probable que la distinta naturaleza de la crisis actual haya influido de manera determinante.

En todo caso, lo cierto es que desde el segundo trimestre de 2020 las empresas han recurrido a la deuda para cubrir parte del aumento de sus necesidades de liquidez en unas condiciones muy favorables. Concretamente, entre febrero y septiembre, el saldo vivo de la deuda del sector corporativo ha aumentado cerca de un 5 %, habiéndose concentrado este incremento durante los meses de marzo, abril y mayo.

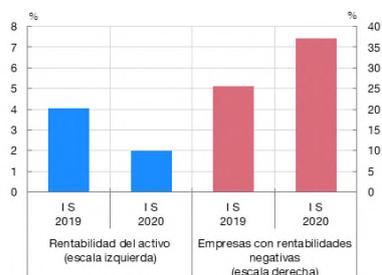
El programa de avales del ICO ha desempeñado un importante papel en el dinamismo de la financiación bancaria, con un volumen de financiación concedida al amparo de este programa, hasta el 15 de noviembre, de 108.032 millones de euros (incluyendo la parte destinada a los autónomos). Estos fondos se han canalizado fundamentalmente hacia las empresas con mayores dificultades de financiación, como las de menor tamaño y las que se han visto más afectadas por la pandemia. Además, estos préstamos se han concedido en condiciones muy favorables de tipos de interés y de plazo, mejorando la estructura de vencimientos preexistente de la deuda corporativa.

Riesgos de solvencia de las empresas

LA CRISIS DEL COVID-19 HA DETERIORADO LA POSICIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS POR LA CAÍDA DE LOS INGRESOS Y EL AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

RENTABILIDAD DEL ACTIVO Y PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTABILIDADES NEGATIVAS. CBT (a)



RATIOS DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS. CBT (a) (b)



Fuente: Banco de España

a. CBT: Encuesta trimestral de la Central de Balances.

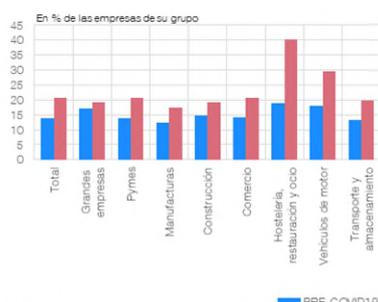
b. Resultados: Resultado económico bruto + Ingresos financieros. Activo neto: activo neto de recursos ajenos sin coste financiero.

Permítanme que ahora pase a centrarme en los riesgos de solvencia de las empresas. Por un lado, la caída del volumen de negocio tiene un impacto negativo en los ingresos de las empresas, lo que reduce su capacidad de reembolso de las deudas contraídas. Por otro, las empresas que incurran en pérdidas verán reducido su capital, mientras que la cobertura de las necesidades de liquidez con nueva deuda conlleva un incremento de su endeudamiento. Como resultado de estas tendencias, las empresas acaban mostrando mayor debilidad en la composición de sus pasivos.

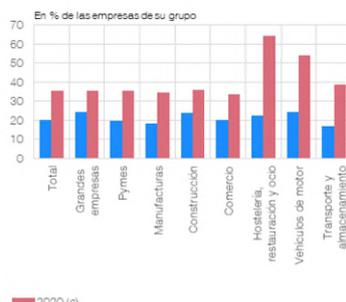
Los datos disponibles para 2020 ya arrojan un deterioro de la posición financiera del sector empresarial. La encuesta trimestral de la Central de Balances —que incluye información de unas 900 empresas, principalmente grandes empresas— muestra que, durante el primer semestre del año, la rentabilidad media del activo de la muestra de empresas participantes cayó hasta situarse en el 2%, 2 pp por debajo de la cifra registrada en el mismo período de 2019. Asimismo, el porcentaje de empresas que registraron pérdidas se incrementó en más de 11 pp, hasta el 37 %⁵. La encuesta también pone de manifiesto que, en promedio, la ratio de deuda sobre activo creció en 1,5 pp, mientras que la ratio de deuda sobre resultados registró un aumento más sustancial, debido a la acusada disminución de los ingresos.

⁵ Véase Menéndez, M. y M. Mulino (2020): «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2020», Artículo Analítico, Boletín Económico, Banco de España.

EMPRESAS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE ACTIVO NETO (a)



EMPRESAS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DE DEUDA NETA SOBRE RESULTADOS (b)



Fuente: Banco de España.

a. Se definen como empresas vulnerables aquellas cuya ratio de endeudamiento es mayor o igual que 0,75. Activo neto: activo total neto de deudas sin coste financiero.

b. Se definen como empresas vulnerables aquellas cuya ratio de endeudamiento es mayor o igual que 10, o tienen deuda neta positiva y resultados nulos o negativos. Resultados: Resultado económico bruto + Ingresos financieros.

c. Basado en el Escenario 1 de las previsiones macroeconómicas del pasado mes de septiembre.

Los ejercicios de microsimulación que ha llevado a cabo el Banco de España confirman estas tendencias para el conjunto del sector empresarial en 2020. Así, se estima que alrededor de la mitad de las empresas registrarán pérdidas este año. No obstante, se observa una heterogeneidad considerable entre empresas. Las pequeñas y medianas empresas (pymes) y, sobre todo, las pertenecientes a sectores más expuestos a la perturbación, como los servicios de hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor, se verán significativamente más afectadas.

El porcentaje de empresas con una ratio de deuda sobre activos elevada⁶ aumentaría cerca de 7 puntos porcentuales para el conjunto del sector empresarial, siendo este aumento mucho más intenso dentro del grupo de las empresas que desarrollan su actividad en las ramas más golpeadas por la pandemia. En términos de la ratio de deuda sobre resultados, la proporción de empresas en situación de mayor vulnerabilidad aumentaría de forma más significativa, debido a la fuerte caída de los ingresos, si bien este indicador tiende a sobreestimar el deterioro de la solvencia de las empresas en la situación actual porque, en muchos casos, el nivel de beneficios en 2020 no es representativo de los beneficios futuros esperados.

El aumento del endeudamiento y la caída de los ingresos afectan a la capacidad de amortización de la deuda de algunas empresas. Con todo, la ampliación del plazo de vencimiento y los tipos de interés más bajos de los nuevos préstamos concedidos durante la crisis con respecto a los de la deuda preexistente son importantes factores mitigadores, ya que contribuyen a reducir la carga financiera de las empresas. En el futuro, la capacidad de repago de las deudas dependerá principalmente de la magnitud de la recuperación económica.

⁶ Se considera un endeudamiento elevado cuando la ratio entre la deuda neta y los activos netos es mayor o igual que 0,75.

Políticas económicas para abordar los retos de futuro

Actualmente, la economía está experimentando una recuperación que es incompleta, desigual y que está sujeta a un elevado grado de incertidumbre relacionada, en su mayor parte, con la evolución de la pandemia. Esto implica que los riesgos del sector empresarial seguirán siendo relevantes hasta que la pandemia esté controlada, sobre todo para las empresas más afectadas por la perturbación. Permítanme ahora resumir las líneas de actuación que, en mi opinión, se deberían seguir en el entorno macroeconómico actual.

POLÍTICAS ECONÓMICAS PARA ABORDAR LOS RETOS QUE NOS AGUARDAN

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- **Políticas de apoyo a las empresas:**
 - Estas políticas están justificadas en el complejo entorno macroeconómico actual.
 - Las políticas deberían ajustarse de modo que se centren en las empresas más afectadas por la perturbación.
 - Se debería considerar la aplicación de un enfoque más selectivo que priorice el apoyo a proyectos empresariales viables.
 - Habría que dar prioridad al apoyo a través de inyecciones temporales de capital o de ayudas directas en detrimento del basado en la deuda.
- **Resolución de problemas de deuda:**
 - Se debería facilitar la reestructuración de la deuda de empresas muy endeudadas con modelos de negocio viables.
 - En el caso de empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado.
- **Otras políticas estructurales** pueden impulsar el cambio en la composición del pasivo de las empresas en favor de un mayor peso del capital:
 - Tratamiento fiscal más neutral de la deuda frente al capital en el impuesto sobre sociedades.
 - Desarrollo de los mercados de renta variable.

En primer lugar, las políticas económicas deberían continuar proporcionando apoyo a la economía. En particular, deberíamos evitar una retirada prematura de las medidas de apoyo y los responsables de la política económica deberían vigilar los riesgos y estar preparados para introducir estímulos adicionales si las perspectivas macroeconómicas siguen deteriorándose.

En el caso concreto de las políticas micro- y macroprudenciales, como ha reiterado el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los bancos deberían utilizar durante esta crisis los colchones de capital y de liquidez introducidos por Basilea III para absorber perturbaciones financieras y apoyar a la economía real concediendo financiación a hogares y a empresas solventes. En este sentido, los supervisores darán tiempo suficiente a las entidades para que restituyan sus colchones, tomando en consideración las condiciones económicas y de mercado, así como las circunstancias de cada entidad.

Asimismo, las políticas de reparto de dividendos y de remuneración de las entidades deberían seguir siendo muy prudentes hasta que disminuya la incertidumbre actual y se afiance una recuperación económica sólida, con independencia de las decisiones que se adopten sobre la prolongación de las recomendaciones actualmente vigentes a nivel europeo. En paralelo, es preciso velar por que las distintas medidas de flexibilidad aplicadas no den lugar a una demora en el reconocimiento del deterioro efectivo de la calidad de las exposiciones crediticias, y proporcionar a los bancos los incentivos necesarios para mantener unos estándares crediticios adecuados.

En el ámbito de la política monetaria, la fragilidad y heterogeneidad de la recuperación del área del euro y una previsión de inflación a medio plazo muy por debajo de nuestro objetivo nos permiten concluir que no hay margen para la complacencia. Será necesario por tanto ajustar nuestros instrumentos para responder a la situación actual y asegurar que las condiciones de financiación continúen siendo favorables a fin de apoyar la recuperación económica y contrarrestar el impacto negativo de la pandemia en la senda de inflación proyectada. Ello seguirá permitiendo otorgar margen de actuación para que las autoridades fiscales sigan desplegando las medidas necesarias para apoyar a las empresas y las familias, evitará la aparición de episodios de fragmentación financiera y promoverá la convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo de medio de plazo de manera sostenida, en línea con nuestro compromiso de simetría.

En segundo lugar, en la fase actual de la crisis en la que los problemas están más concentrados en sectores concretos, las políticas dirigidas a apoyar a las empresas deberían ajustarse de modo que se centren en las que se han visto más afectadas por la perturbación. Además, se debería considerar la aplicación de un enfoque más selectivo que priorice el apoyo a proyectos empresariales viables. En el caso concreto de los programas de avales públicos a los préstamos, puede que sea necesario ajustar algunos de sus parámetros para incentivar la concesión de financiación bancaria a empresas viables. Encontrar el equilibrio correcto entre seguir proporcionando la protección necesaria y mantener un grado suficiente de selectividad exigirá la evaluación y la adaptación prácticamente continuas de estos instrumentos en los próximos trimestres.

En tercer lugar, hasta el momento, el apoyo fiscal se ha centrado en evitar la materialización de los riesgos de liquidez. Esta estrategia ha sido exitosa, pero, como resultado, las empresas han acumulado más deuda. Una mayor acumulación de deuda podría resultar insostenible para empresas con un nivel de endeudamiento elevado. Aunque la extensión del período de carencia y de vencimiento de los préstamos de las líneas ICO de avales, aprobado por el gobierno este mismo mes, contribuirá a aliviar la presión financiera soportada por muchas compañías, en algunos casos sería aconsejable también reforzar su posición de solvencia mediante instrumentos de capital. El fondo gestionado por la SEPI con 10.000 millones de euros permite recapitalizar empresas grandes estratégicas, pero resulta conveniente complementarlo con nuevas herramientas encaminadas a reforzar la posición de solvencia de las empresas de menor dimensión.

Para aquellas empresas muy endeudadas, pero con un negocio viable, la reestructuración de la deuda podría ser una opción ventajosa tanto para prestamistas como para prestatarios. Para facilitar este proceso, los marcos de insolvencia deberían mejorarse con el fin de aumentar su eficiencia. En España, estos procedimientos suelen dilatarse mucho en el tiempo —una media de tres años y medio⁷—, destruyendo el valor empresarial en el proceso y, en la mayoría de las ocasiones, conducen, en última instancia, a una liquidación de la empresa. Para evitar la saturación de los tribunales podrían potenciarse los acuerdos extrajudiciales de pagos. Para ello, debería valorarse la conveniencia de incluir, bajo ciertas condiciones, algunas deudas de derecho público en estos acuerdos y que la posición del sector público en estos procesos favorezca que se alcance con rapidez un acuerdo de reestructuración de las deudas. Ello podría conseguirse, por ejemplo, otorgando incentivos al resto de acreedores para que apoyen los acuerdos. Esto último afectaría no solo a las

⁷ García-Posada, M. y R. Vegas Sánchez (2018): «Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience», *International Review of Law and Economics*, 55, pp. 71–95.

deudas de derecho público sino también a las exposiciones que resulten de la eventual ejecución de algunos de los avales concedidos a las empresas y los autónomos en el marco de las líneas del ICO. Asimismo, a medio y a largo plazo, se podrían incrementar los recursos de los tribunales especializados con el fin de acelerar la resolución de estos procesos.

En cuanto a las empresas con modelos de negocio no viables, debería facilitarse su salida ordenada del mercado. Una rápida resolución de estos procesos favorecerá el ajuste estructural de la economía y la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas.

En cuarto lugar, nuestro objetivo debería ser evitar que la crisis actual provoque un daño grave a nuestro sistema financiero. En el contexto de recuperación desigual e incierta que he descrito, no podemos descartar la posibilidad de que los riesgos identificados se materialicen o de que su impacto y persistencia sean mayores de lo esperado.

En este sentido, en el ámbito bancario, la respuesta ante la posible materialización de estos riesgos solo puede ser europea, dado el compromiso con la Unión Bancaria. En esta respuesta, la culminación de la Unión Bancaria con la puesta en marcha de un fondo de garantía de depósitos europeo plenamente mutualizado sería una contribución decisiva para garantizar la estabilidad financiera del área del euro. Además, es fundamental analizar en qué medida la normativa europea en materia de resolución y liquidación de entidades de crédito es adecuada para una hipotética crisis de naturaleza sistémica, o el posible papel de las empresas de gestión de activos en caso de que se produzca un grave deterioro de los balances de las entidades financieras europeas.

Por último, desde una perspectiva más a medio plazo, otras políticas estructurales pueden facilitar el cambio en la composición del pasivo de las empresas para otorgar mayor peso al capital, como la reforma del tratamiento del pasivo en el impuesto sobre sociedades y los avances en el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales que facilitaría la integración y el desarrollo de los mercados de capitales en la UE.

La evolución de los mercados de renta variable puede aportar diversos beneficios al sector empresarial y al conjunto de la economía. El recurso a la financiación mediante acciones refuerza la solidez de los balances de las empresas, dado que una mayor proporción de estos instrumentos de capital reduce la vulnerabilidad de las empresas ante perturbaciones adversas, como un aumento de los tipos de interés o una caída de los ingresos⁸.

⁸ Véase, por ejemplo, Kraus, A. y R. H. Litzenberger, (1973): «A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage», *Journal of Finance*. 28: 911-922.

- **Las empresas no financieras se han visto seriamente afectadas por la crisis del Covid-19**, aunque las **políticas económicas implementadas han evitado la materialización de una oleada de impagos** derivados de problemas de liquidez a corto plazo.
- No obstante, **algunas empresas han experimentado un deterioro de su posición de solvencia** como resultado de la caída de sus ingresos y del aumento de su endeudamiento.
- **Las políticas deberían seguir prestando apoyo a las empresas, pero deben reorientarse** en distintas direcciones teniendo en cuenta la fase actual de la crisis.
- **Las políticas estructurales** pueden contribuir a incrementar el peso del capital en la composición del pasivo de las empresas.
- Se hace necesario incardinar todas estas actuaciones en una **agenda ambiciosa de reformas dirigida a afrontar los problemas estructurales** de nuestra economía. Y, en paralelo, se hace necesario **diseñar una estrategia creíble de reducción gradual, pero sostenida, de los desequilibrios fiscales**, para su implementación una vez que se haya superado la pandemia y la recuperación económica esté sólidamente asentada.

Quisiera concluir señalando que la pandemia de Covid-19 ha provocado una contracción económica sin precedentes en España y en otras economías. Las empresas no financieras se han visto seriamente afectadas, aunque las contundentes medidas adoptadas por las autoridades económicas nacionales y supranacionales han evitado la materialización de una oleada de impagos derivados de problemas de liquidez a corto plazo. No obstante, algunas empresas han experimentado un deterioro de su solvencia como resultado de la caída de sus ingresos y del aumento de su endeudamiento.

La fase actual de la crisis, caracterizada por una recuperación económica incompleta y desigual, justifica el mantenimiento del apoyo público a las empresas. No obstante, estas políticas deberían ajustarse para que se centren más en empresas de sectores que siguen viéndose muy afectados por la crisis, y por vías diferentes a la acumulación de mayor deuda. La eficiencia de los mecanismos de reestructuración de la deuda debería mejorarse, con el fin de resolver con prontitud los problemas de insolvencia que están experimentando algunas empresas. Otras políticas estructurales también podrían contribuir a reforzar la composición del pasivo de las empresas para otorgar mayor peso al capital, entre ellas la eliminación del tratamiento fiscal preferente de la deuda frente al capital y los avances en el desarrollo de los mercados de renta variable en Europa.

Finalmente, como he mencionado en distintas ocasiones, se hace necesario incardinar todas estas actuaciones en una agenda ambiciosa de reformas dirigida a afrontar los problemas estructurales de nuestra economía, entre los que destacan el elevado desempleo, la dualidad del mercado de trabajo y la baja productividad de nuestras empresas. Y, en paralelo, se hace necesario diseñar una estrategia creíble de reducción gradual, pero sostenida, de los desequilibrios fiscales, para su implementación una vez que se haya superado la pandemia y la recuperación económica esté sólidamente asentada. Esta estrategia comportaría beneficios importantes a través del incremento del crecimiento potencial de la economía generado por las reformas y de la mejora en la credibilidad sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, lo que ampliaría, a su vez, el margen fiscal existente y potenciaría los efectos expansivos de las actuaciones fiscales actuales.

En suma, para dotarnos del espacio fiscal necesario para poder incrementar las medidas de apoyo a la economía en el caso de que la evolución de la pandemia así lo requiriese, se necesitaría ejecutar con decisión la agenda de reformas, planear el proceso de consolidación fiscal y reformar los instrumentos de apoyo para hacerlos más flexibles y focalizados.

Muchas gracias por su atención.