
14.10.2020

Riesgos y vulnerabilidades del sector empresarial derivados de la crisis del Covid-19: la experiencia de España*

V Conferencia anual: perspectivas de la UE y de EEUU: How to Spend it/SUERF
(Foro Europeo de Dinero y Finanzas)

Pablo Hernández de Cos
Gobernador

*Traducción al español del discurso original en inglés

Señoras y señores, buenos días o buenas tardes, según la zona horaria en la que se encuentren. En primer lugar, quisiera dar las gracias a los organizadores por su amable invitación a participar en esta conferencia.

Mi presentación se va a centrar en el impacto de la crisis del Covid-19 sobre los riesgos y las vulnerabilidades del sector de empresas no financieras, en el papel que han desempeñado las políticas aplicadas para abordar estos riesgos y en los principales retos que nos aguardan. Ilustraré estos retos y vulnerabilidades centrandome en el caso de España.

Esta discusión es muy relevante porque la actividad del sector empresarial se ha visto particularmente afectada por la crisis y, de hecho, muchas de las medidas adoptadas se han dirigido a apoyar la viabilidad de las empresas que, aun siendo solventes, su posición de liquidez se ha deteriorado como consecuencia de la crisis.

La rápida 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 permanente de capacidad productiva.

Con todo, estas políticas no han logrado evitar un aumento del endeudamiento de muchas empresas desde el inicio de la crisis, y la manera en que abordemos este deterioro de sus balances tendrá repercusiones importantes para las perspectivas macroeconómicas en el corto y en el medio plazo. Es cierto que las empresas más vulnerables financieramente suelen invertir y contratar menos que aquellas con una situación financiera sólida¹. En casos extremos, las vulnerabilidades de este sector podrían conducir al cierre de empresas, algo que afectaría negativamente al crecimiento económico derivado de la posible destrucción de parte del tejido productivo y de las consiguientes pérdidas de empleo.

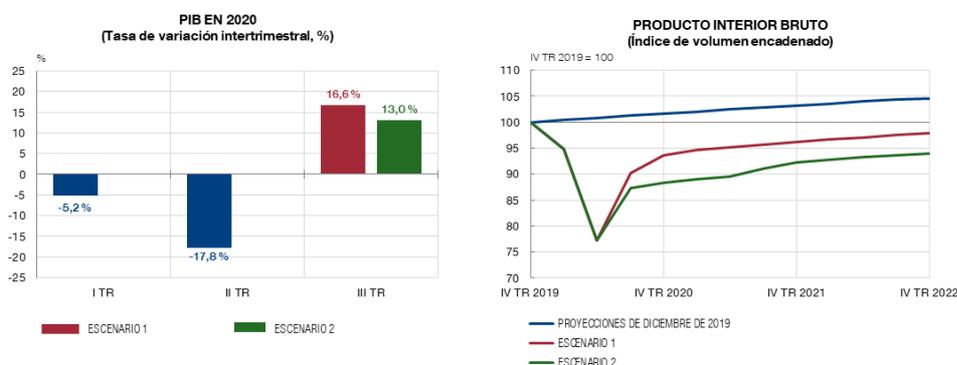
Al mismo tiempo, ya hay indicios de que la pandemia puede generar algunos cambios estructurales, aunque en estos momentos resulte difícil delimitar su magnitud total. Es fundamental identificar con prontitud estos cambios y daños estructurales, ya que la política económica no puede sostener indefinidamente a un sector abocado 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.

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.

El impacto de la crisis del Covid-19 en la economía española

DESPUÉS DE REGISTRAR UN FUERTE RETROCESO EN LA PRIMERA MITAD DE 2020, EL PIB HA INICIADO UNA TENDENCIA GRADUAL DE RECUPERACIÓN QUE, SIN EMBARGO, NO SE COMPLETARÁ ANTES DEL FINAL DE 2022

BANCO DE ESPAÑA
Eurozona



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas del Banco de España (septiembre de 2020) e INE.

Para poner en contexto la discusión sobre los riesgos y vulnerabilidades del sector empresarial, primero analizaré brevemente el impacto de la crisis del Covid-19 en España. La economía española ha sido una de las economías avanzadas más afectadas por la pandemia, con una contracción intertrimestral del PIB sin precedentes (5,2% y 17,8% en el primer y segundo trimestres, respectivamente). Se espera que, en el tercer trimestre, la actividad económica haya experimentado una recuperación parcial, aunque la información más reciente apunta a un debilitamiento del ritmo de crecimiento desde finales de julio, como consecuencia del empeoramiento de la crisis sanitaria durante los meses de verano.

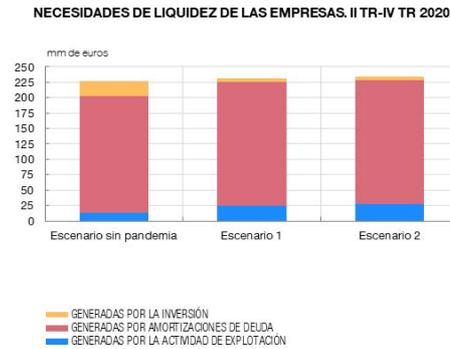
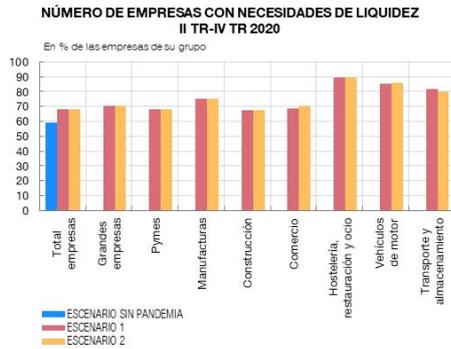
De cara al futuro, las perspectivas de la economía española siguen estando muy condicionadas por la evolución de la situación epidemiológica, sobre la que persiste un alto grado de incertidumbre. En todo caso, el último ejercicio de proyección del Banco de España apunta a una intensa caída del PIB en el conjunto de 2020, que podría fluctuar entre el 10,5% y el 12,6%, dependiendo de cómo evolucione la pandemia y, por consiguiente, de la severidad de las medidas que sea necesario adoptar para contenerla. En cualquiera de los dos escenarios considerados, la contracción del PIB iría seguida de una recuperación bastante dinámica en 2021 y 2022. Con todo, la recuperación sería incompleta, lo que significa que, al final del horizonte de proyección, el nivel del PIB español continuaría siendo inferior al registrado antes de la pandemia.

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 TANTO DE OFERTA COMO DE DEMANDA...

BANCO DE 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.



Fuente: Banco de España.

Permítanme analizar ahora los principales riesgos que afrontan las empresas en este entorno tan complejo. Los dos riesgos más importantes son los de liquidez y de solvencia. Empezaré por el riesgo de liquidez, que surge de la tensión entre la menor disposición de los prestamistas a conceder préstamos y las mayores necesidades de financiación de las empresas. La pandemia ha acrecentado percepción del riesgo de crédito por parte de los prestamistas, lo que, unido a la mayor incertidumbre económica, podría desincentivar la concesión de préstamos. Algunos prestamistas podrían reaccionar exigiendo una prima de riesgo más elevada al tipo de interés aplicado a sus operaciones de financiación, mientras que otros podrían optar por reducir el importe que están dispuestos a prestar. Este patrón se ha observado en episodios anteriores de crisis y, en particular, durante la gran crisis financiera.

Para las empresas, la perturbación supone una caída significativa de su volumen de ingresos derivada de las medidas de confinamiento introducidas por las autoridades para impedir la propagación del virus. Este menor volumen de negocio, unido a los costes fijos existentes, se traduce en un incremento de las necesidades de liquidez de las empresas. Es posible que cubran parte de dichas necesidades 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 podrán no ser suficientemente elevados en muchos casos. Por lo tanto, las empresas tratarán de satisfacer sus necesidades de liquidez restantes solicitando nueva financiación. El resultado será un incremento de la demanda de préstamos en un contexto de posible contracción de la oferta de crédito.

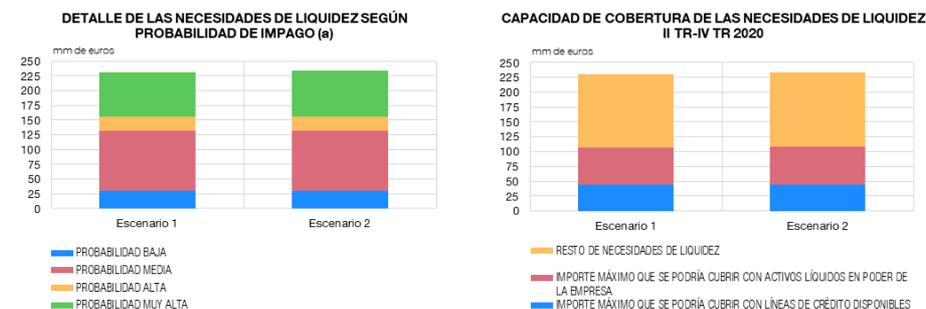
La gravedad de los riesgos de liquidez de las empresas depende del importe y de la composición de los déficits de liquidez y de los colchones de los que disponen para cubrirlos. Según los resultados de las microsimulaciones realizadas por el Banco de

España, el 68% de las empresas tendrían déficits de liquidez² entre abril y diciembre de 2020, casi 10 puntos porcentuales (pp) mayores que en un escenario contrafactual sin pandemia³.

... ASÍ COMO A LA COMPOSICIÓN DE LOS DÉFICITS DE LIQUIDEZ Y LA CAPACIDAD DE LAS EMPRESAS PARA CUBRIRLOS CON COLCHONES INTERNOS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Más de la mitad de las necesidades de liquidez de las empresas no se podría cubrir con colchones internos.
- Una parte importante de las necesidades de liquidez agregadas de las empresas se generarían por compañías con baja calidad crediticia



Se estima que, entre el segundo y el cuarto trimestres de 2020, el déficit total de liquidez del sector empresarial ascenderá a unos 230 mm de euros. Si no se tienen en cuenta las necesidades de liquidez asociadas a la inversión en activos fijos —que son menos relevantes para los riesgos de liquidez, dado que este gasto comporta un menor grado de compromiso y puede evitarse con más facilidad—, se calcula que el déficit de liquidez durante ese mismo período sería de alrededor de 25 mm de euros más que en el escenario contrafactual sin pandemia.

Adicionalmente, los resultados muestran que 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 que previsiblemente tendrán 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 irrupción de la pandemia generó sustanciales riesgos de liquidez para las empresas españolas. Las políticas económicas nacionales y supranacionales en sus distintos ámbitos (fiscal, monetario y financiero) reaccionaron con rapidez y contundencia para abordar estos riesgos en España y en otros países. Ahora pasaré a revisar las principales medidas adoptadas y sus objetivos principales.

² 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.

³ Véase Blanco R., S. Mayordomo, A. Menéndez y M. Mulino (2020): «Spanish non-financial corporations' liquidity needs and solvency after the COVID-19 shock»; Documento Ocasional n.º 2020, Banco de España.

1. Política fiscal:

- Moratorias de impuestos y un programa de regulación temporal de empleo con condiciones ventajosas para tratar de reducir las necesidades de liquidez de las empresas a corto plazo.
- Programa de avales públicos a los préstamos con una dotación de 140 mm de euros para incentivar la concesión de financiación bancaria a las empresas y a los autónomos.

2. Política monetaria:

- Financiación a los bancos en condiciones muy favorables para fomentar la concesión de préstamos bancarios.
- Aumento del volumen de compras de activos con el objetivo de relajar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y de evitar su fragmentación.

3. Políticas financieras:

- Flexibilización de la regulación de capital y liquidez.
- Cambios en el cálculo del capital regulatorio.
- Interrupción del pago de dividendos hasta el 1 de enero de 2021.
- Adaptación de las normas contables.

En el área de la política fiscal, el Gobierno español introdujo moratorias de impuestos para las empresas y un programa de regulación temporal de empleo (ERTE) con condiciones ventajosas con el fin de tratar de reducir las necesidades de liquidez de las empresas a corto plazo. Asimismo, el Gobierno puso marcha un programa de avales públicos a los préstamos con una dotación de 140 mm de euros para incentivar la concesión de financiación bancaria a las empresas y a los autónomos. En el marco de este programa, el Gobierno cubre hasta el 80% de las pérdidas crediticias en préstamos otorgados por bancos comerciales a pymes y a autónomos, y hasta el 60%-70% —dependiendo de si se trataba de una renovación o de una nueva operación— en el caso de los concedidos a las grandes empresas.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE adoptó varias medidas dirigidas a prestar apoyo a los préstamos bancarios proporcionando financiación a las entidades de crédito en condiciones muy favorables. Concretamente, introdujo nuevas operaciones de financiación «puente» para los bancos, mejoró las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés) existentes (que proporcionan incentivos para que los bancos concedan préstamos a la economía real) y relajó el marco de activos de garantía para aumentar los fondos que las entidades de crédito pueden obtener en estas operaciones.

Asimismo, con el objetivo de relajar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y de evitar su fragmentación, el BCE incrementó la dotación del programa de compra de activos vigente en 120 mm de euros e introdujo un nuevo programa (el programa de compras de emergencia frente a la pandemia o PEPP) por un importe de hasta 1,35 billones de euros. Para que este programa sea más eficiente, su diseño permite una mayor flexibilidad en la distribución de las adquisiciones a lo largo del tiempo y entre regiones.

Por último, las políticas financieras también han contribuido a apoyar el crédito bancario. En concreto, se relajaron los requerimientos de capital y de liquidez —tanto macroprudenciales como microprudenciales— de las entidades de crédito europeas. Además, se reformó la regulación europea sobre requerimientos de capital, modificando normas que afectan a las exposiciones soberanas, a los deterioros de valor de las exposiciones que no están en situación de impago (*default*), a los factores de apoyo a

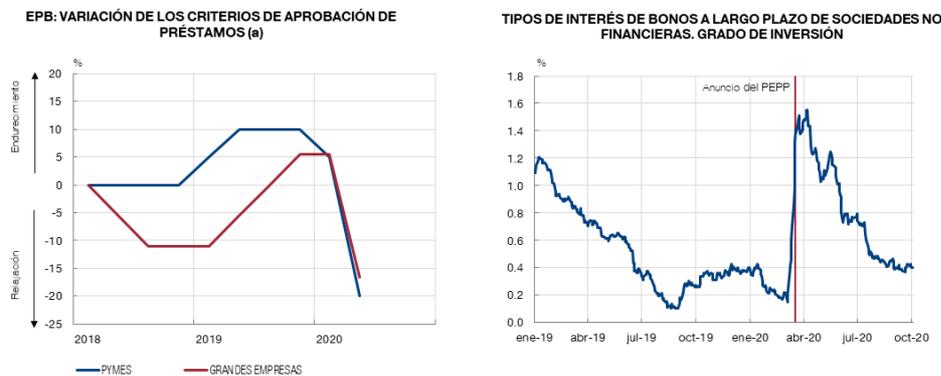
pymes y a las deducciones por desarrollo de *software*, entre otros elementos del cálculo del capital bancario. En general, estas últimas modificaciones regulatorias implican un incremento de las ratios de capital de los bancos.

Para que los bancos conserven los recursos de absorción de pérdidas en el futuro próximo, el BCE y las autoridades nacionales les instaron a interrumpir el pago de dividendos hasta el 1 de enero de 2021, así como a abstenerse de recomprar acciones y a aplicar políticas moderadas de remuneración variable.

Las normas contables se han adaptado para permitir el reconocimiento pleno de los beneficios de las políticas de apoyo crediticio como los avales públicos a préstamos y para evitar la reclasificación mecanicista como dudosos de los préstamos concedidos a prestatarios que experimentan presiones de liquidez transitorias, pero que tienen una posición de solvencia sólida.

LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS HAN CONTRIBUIDO A RELAJAR LAS CONDICIONES DE FINANCIACION DE LAS EMPRESAS

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Fuentes: Banco de España, Dealogic, Bloomberg Data Licensed.
a. Porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2$ porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2$ porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$.

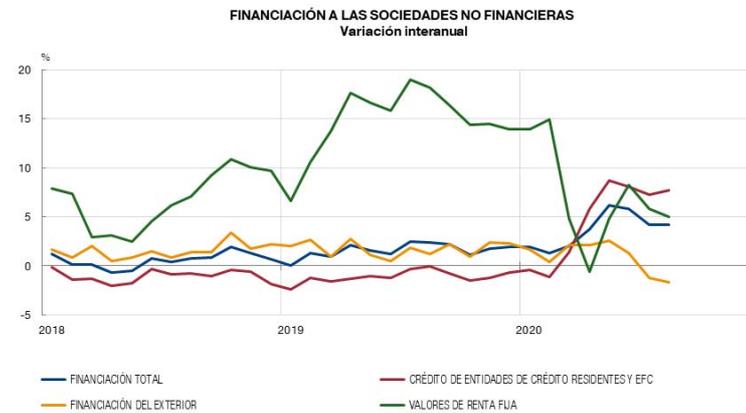
La evidencia disponible sugiere que estas medidas han contribuido a relajar las condiciones de financiación de las empresas. Por ejemplo, los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios muestran que, en el segundo trimestre de este año, las entidades de crédito españolas relajaron los criterios de concesión de préstamos a empresas. Este comportamiento contrasta con el considerable endurecimiento de esos criterios observado después de la quiebra de Lehman en octubre de 2008. Aparte de la respuesta de política económica rápida y contundente, el hecho de que, esta vez, la provisión de crédito haya reaccionado de manera diferente, puede estar relacionado también con la mejor situación financiera de partida del sistema bancario y, en particular, con los mayores colchones de capital acumulados por las entidades en los últimos años que les permiten absorber pérdidas crediticias. Asimismo, es probable que la distinta naturaleza de la crisis actual haya influido. La crisis del Covid-19 no tuvo su origen en la economía ni en el sistema financiero, mientras que la gran crisis financiera estalló como resultado de los desequilibrios del sistema financiero.

En los mercados de renta fija, las condiciones crediticias, que se endurecieron de forma considerable entre finales de febrero y mediados de marzo, comenzaron a mejorar después

de que se anunciase la puesta en marcha del PEPP el 18 de marzo. Concretamente, la rentabilidad media de los bonos a largo plazo con calificación de grado de inversión emitidos por empresas españolas cayó en torno a 100 puntos básicos (pb) posteriormente, y en la actualidad se sitúa 20 pb por encima del nivel anterior a la crisis.

LAS EMPRESAS HAN RECURRIDO A LA DEUDA PARA CUBRIR PARTE DE SUS NECESIDADES DE LIQUIDEZ

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

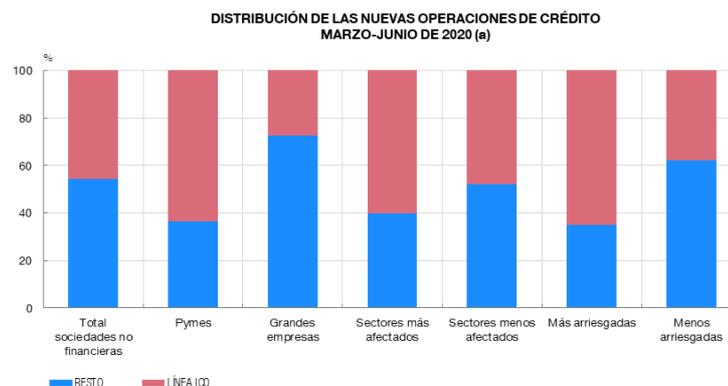


Fuente: Banco de España. Última observación: agosto de 2020.

Las empresas han aprovechado la mejora de las condiciones de financiación registrada tanto en los mercados de crédito bancario como en los de renta fija y han recurrido a la deuda para cubrir parte del aumento de sus necesidades de liquidez. La tasa de crecimiento interanual de la deuda se incrementó desde el 1,3% en febrero hasta el 6,2% en mayo. Desde entonces se ha observado cierta desaceleración y el dato más reciente, correspondiente a agosto, arroja una tasa interanual del 4,2%. El detalle por instrumentos señala que el grueso de la deuda nueva corresponde a préstamos bancarios concedidos por bancos nacionales.

EL PROGRAMA DE AVALES PÚBLICOS A LOS PRÉSTAMOS HA DESEMPEÑADO UN PAPEL IMPORTANTE EN LA MEJORA DEL ACCESO DE LAS EMPRESAS AL CRÉDITO BANCARIO

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Fuente: Banco de España.

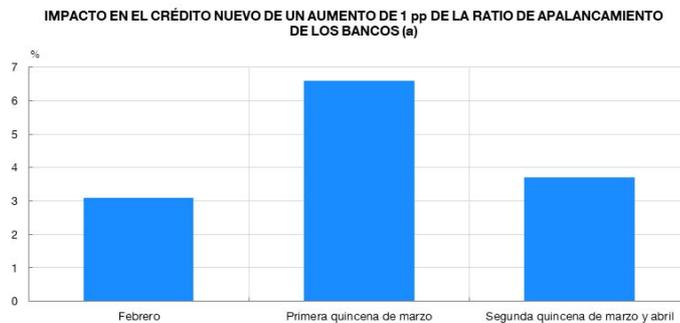
a. Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya probabilidad de impago es superior al 2%. Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son: transporte y almacenamiento, hostelería, restauración, ocio y vehículos de motor.

El programa de avales públicos a los préstamos parece haber desempeñado un papel importante en la mejora del acceso de las empresas al crédito bancario. Hasta finales de septiembre, el programa se utilizó para conceder préstamos a 541.000 empresas y autónomos por un importe superior a los 102 mm de euros. El 62% de este importe se ha destinado a pymes, el 31% a grandes empresas y el 7% restante a autónomos.

Los datos más detallados, disponibles hasta junio, muestran que el 46% de los nuevos créditos concedidos a empresas entre marzo y junio se otorgaron en el marco del programa de avales públicos. Como era de esperar, el uso de los avales públicos fue particularmente elevado entre las empresas con más dificultades potenciales para acceder a financiación externa en la coyuntura actual, como, por ejemplo, las pymes, las empresas de mayor riesgo y las pertenecientes a los sectores más expuestos a la perturbación, y la proporción de préstamos avalados en relación con los préstamos totales fue del 64%, 65% y 60%, respectivamente.

ESTE PROGRAMA HA CONTRIBUIDO A AUMENTAR LA PROVISIÓN DE CRÉDITO GRACIAS A LA RELAJACIÓN DE LAS RESTRICCIONES DE CAPITAL

BANCO DE ESPAÑA
Eurozona



Fuente: Banco de España.
a. La ratio de apalancamiento se define como capital sobre activo total.

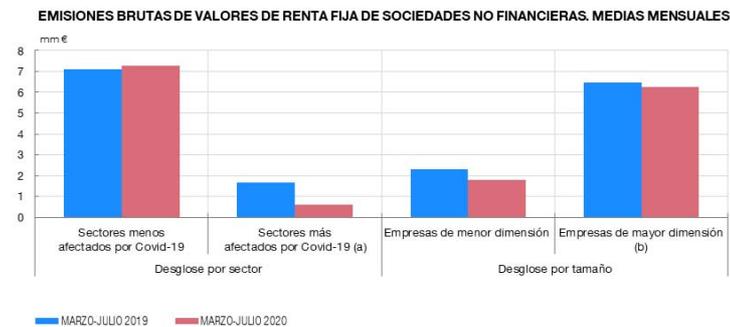
Los trabajos de investigación con microdatos realizados por el Banco de España muestran que, en la primera quincena de marzo, justo después de la irrupción de la pandemia, la sensibilidad del volumen de los nuevos préstamos concedidos por cada entidad a su ratio de capital se duplicó, lo que señalaba que los bancos necesitaban aumentar su nivel de solvencia para mantener un flujo constante de nuevo crédito. Sin embargo, desde la segunda mitad de marzo, tras la introducción de los programas de avales públicos y la mayor flexibilidad permitida por la regulación prudencial, esta sensibilidad retornó a su nivel anterior a la crisis. La evidencia sugiere que estas medidas han contribuido a aumentar la provisión de crédito gracias a la relajación de las restricciones de capital.



Fuente: Banco de España.

Adicionalmente, las condiciones de los préstamos otorgados en el marco del programa de avales públicos han sido más ventajosas que las de operaciones de préstamo comparables sin esta garantía formalizadas tanto antes como durante la pandemia. Concretamente, los tipos de interés de los préstamos avalados son más bajos que los aplicados a otros préstamos, y tienen un vencimiento medio de tres años más. Esta modificación del perfil de vencimientos de los pasivos de las empresas les ayudará a reducir los riesgos de refinanciación en los próximos años.

Las empresas, sobre todo las de mayor tamaño, también han cubierto parte de sus necesidades de financiación mediante la emisión de valores de renta fija tras la mejora de las condiciones crediticias en estos mercados. Con todo, la proporción de nuevos fondos procedentes de este mercado fue inferior a la observada en el período anterior a la crisis, especialmente en el caso de las empresas pertenecientes a los sectores más perjudicados por la crisis y en el de las empresas de tamaño comparativamente más reducido.



Fuentes: Banco de España, Dealogic, Bloomberg Data License.
a. Sectores más afectados: transporte y almacenamiento, hostelería, restauración y ocio, y vehículos de motor.
b. Una empresa es de mayor dimensión si el saldo vivo del total de sus emisiones está por encima del percentil 75 de la distribución de esta variable.

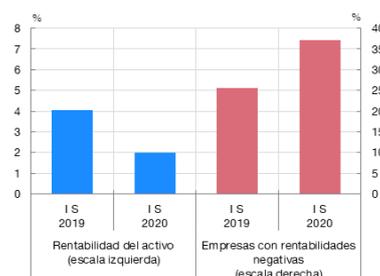
Por lo tanto, la evidencia anterior sugiere que las políticas económicas aplicadas a escala nacional y supranacional han logrado abordar los riesgos de liquidez a corto plazo de las empresas.

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

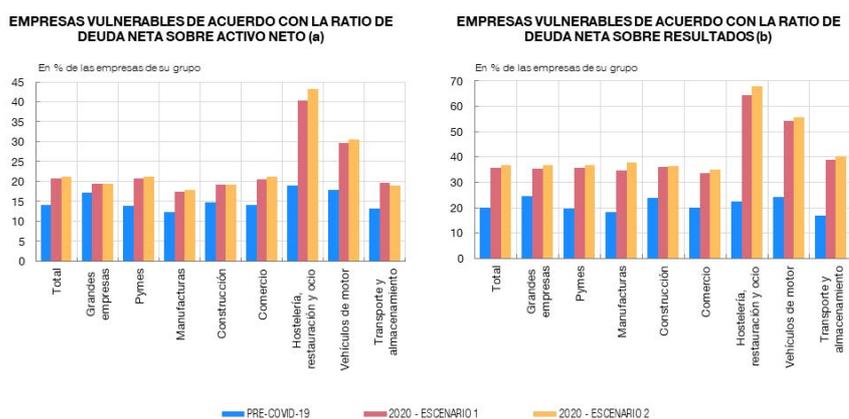
a. CBT: Encuesta trimestral de la Central de Balances.

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, que también han aumentado como consecuencia de la crisis del Covid-19. 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 (ROA, por sus siglas en inglés) 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%⁴. 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.

⁴ 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.



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.

Los ejercicios de microsimulación que ha llevado a cabo el Banco de España confirman estas tendencias para el conjunto del sector empresarial en 2020. Según los resultados de estos ejercicios, 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.

Se espera que el porcentaje de empresas con una ratio de deuda sobre activo elevada – aproximada como la deuda neta sobre activo neto⁵ superior a 0,75 –, aumente en unos 7 pp, un incremento no despreciable, aunque relativamente modesto dada la magnitud de la perturbación. Este resultado está determinado, en parte, por el proceso de desapalancamiento acometido por el sector empresarial en los años anteriores a la crisis, que redujo esta ratio hasta situarla en niveles moderados en la mayoría de los casos.

Las empresas que operan en los sectores más expuestos a la perturbación experimentarán un deterioro más acusado de su situación de solvencia, y la proporción de empresas con una ratio elevada de deuda sobre activo (de más de 20 pp) aumentará en algunos casos.

En términos de la ratio de deuda sobre resultados, la proporción de empresas en situación de mayor vulnerabilidad aumentará de forma más significativa, debido a la fuerte caída de los ingresos. En particular, el porcentaje de empresas con una deuda neta más de diez veces mayor que sus ingresos, o con una deuda neta positiva y resultados negativos, se incrementará en más de 15 pp. En los sectores más golpeados por la pandemia, esta cifra aumentará en más de 40 pp. En cualquier caso, este indicador tiende a sobreestimar el

⁵ La deuda neta es la deuda financiera (es decir, los recursos ajenos con coste financiero) menos los activos líquidos. Los activos líquidos son la suma del efectivo y otros activos líquidos equivalentes, las inversiones financieras a corto plazo en acciones (excluidas las acciones de empresas pertenecientes a un mismo grupo), las inversiones financieras a corto plazo en valores y otras inversiones financieras a corto plazo distintas de créditos. El activo neto es el activo neto total neto de deudas sin coste financiero.

deterioro de la solvencia de las empresas porque, en la mayor parte de los casos, el nivel de beneficios en 2020 no será representativo de los beneficios futuros.

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. Del mismo modo, muchos de los nuevos préstamos, en especial entre los otorgados en el marco del programa de avales públicos, incluyen un período de carencia de un año, lo que facilita en mayor medida la disminución de la carga financiera en el corto plazo. En el futuro, esta carga dependerá principalmente de la magnitud de la recuperación económica.

EL IMPACTO POTENCIAL DE REBAJAS MASIVAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EN PARTICULAR DE EMPRESAS CON CALIFICACIÓN BBB (POSIBLES «ÁNGELES CAÍDOS»), ES MOTIVO DE PREOCUPACIÓN

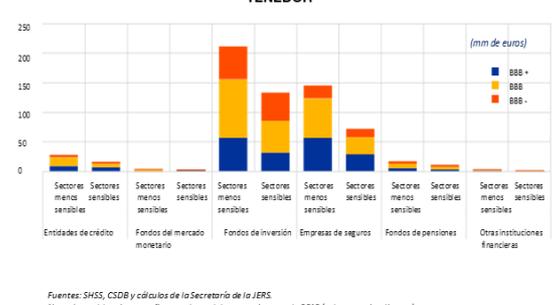
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

REBAJAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EN EL ÁREA DEL EURO



Fuente: Thomson Reuters.

SALDO VIVO DE BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS CON CALIFICACIÓN BBB, DESGLOSADOS POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y POR TIPO DE TENEDOR*



Fuentes: SHSS, CSDB y cálculos de la Secretaría de la JERS.
Nota: Los saldos vivos se refieren a datos del cuarto trimestre de 2019 (solo tenencias directas).
* Traducción del gráfico original en inglés.

Este deterioro de la calidad del crédito empresarial se ha plasmado en rebajas de la calificación crediticia que han afectado al 13% del saldo vivo de los valores de renta fija emitidos por las empresas españolas. De esta variación, más de 6 pp corresponden a rebajas en la categoría de grado de inversión, unos 5 pp a cambios en la categoría de alto riesgo (*high-yield*), y menos de 3 pp a una rebaja de la categoría de grado de inversión a alto riesgo. Estos recortes, que se han ralentizado en los últimos meses, han afectado a una proporción de empresas menor que en la crisis financiera global. A escala europea y mundial se observa una situación similar.

Aun así, no podemos descartar que se produzca otra oleada de rebajas de la calificación crediticia en caso de que las perspectivas económicas empeoren de forma significativa. La experiencia pasada muestra que las rebajas generalizadas de las calificaciones por debajo del grado de inversión en el sector empresarial pueden generar efectos de segunda vuelta adversos que agudizan las crisis. Un estudio reciente de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ilustra lo importante que puede ser este factor de vulnerabilidad⁶. En concreto, se estima que el grueso de la deuda empresarial con calificación BBB está en manos de fondos de inversión y de empresas de seguros, de la que una tercera parte está asociada a sectores considerados sensibles a la pandemia. Una rebaja a gran escala por debajo del

⁶ «A system-wide scenario analysis of large-scale corporate bond downgrades», European Systemic Risk Board Technical Note, julio de 2020.

grado de inversión de la calificación de esta deuda acarrearía unas pérdidas potenciales considerables para todo el sistema financiero de la Unión Europea.

Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel fundamental en este proceso. En consecuencia, al realizar sus valoraciones, deben tener en cuenta las perspectivas a largo plazo de las empresas afectadas y evitar un comportamiento excesivamente procíclico. Ciertamente, esta vez, las agencias parecen haber actuado con más cautela que en la crisis financiera global. En cualquier caso, los resultados de este ejercicio muestran la importancia sistémica de este factor de vulnerabilidad, así como la necesidad de estar preparados para dar una respuesta adecuada y coordinada a nivel internacional en función de cómo evolucione la pandemia en todo el mundo.

Políticas económicas para abordar los retos de futuro

La parte final de mi intervención se va a centrar en los retos que nos aguardan. Actualmente, la economía se está recuperando de forma gradual, pero, como he explicado al principio de mi presentación, la recuperación es incompleta, desigual y está sujeta a un elevado grado de incertidumbre relacionada, en su mayor parte, con la manera en que evolucione 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 la línea de actuación que, en mi opinión, se debería 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 por la posibilidad de que generen los denominados «efectos acantilado» (*cliff effects*). Los responsables de la política económica deberían vigilar los riesgos y estar preparados para introducir estímulos adicionales si las perspectivas macroeconómicas siguen deteriorándose. Sin duda, esto es especialmente importante en el ámbito de las medidas fiscales.

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. 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 adecuados.

En el ámbito de la política monetaria, la fragilidad y heterogeneidad de la recuperación del área del euro, una previsión de inflación a medio plazo muy por debajo de nuestro objetivo y una evolución del tipo de cambio efectivo nominal que en los últimos meses ha contrarrestado gran parte de las medidas de estímulo del BCE, nos permiten concluir que no hay margen para la complacencia. Será necesario mantener un estímulo monetario significativo hasta que logremos que una recuperación sólida. Además, no podemos descartar la posibilidad de que sea necesario recalibrar las medidas descritas anteriormente o introducir otras nuevas para cumplir con nuestro mandato de estabilidad de precios, entendido siempre de una forma simétrica. También es crucial mantener la flexibilidad en la ejecución de nuestros programas de compra de activos para evitar que aparezcan problemas de fragmentación financiera.

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 ampliar estas facilidades en el futuro, aunque algunos de sus parámetros (como el porcentaje del aval) podrían ajustarse 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 tenido mucho éxito, 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. En este sentido, el apoyo público a través de inyecciones temporales de capital podría ser una opción a explorar, especialmente en el caso de grandes empresas donde esta alternativa parece más factible. El Gobierno español ya ha creado un fondo público que puede usarse con esta finalidad. Para otras empresas se podría considerar la concesión de ayudas directas.

La reestructuración de la deuda podría ser una opción ventajosa tanto para prestamistas como para prestatarios en el caso de empresas muy endeudadas, pero con un negocio viable. 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 muchas ocasiones, conducen, en última instancia, a una liquidación fragmentada de la empresa. Para evitar la saturación de los tribunales podrían potenciarse los acuerdos extrajudiciales. 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 endurecimiento generalizado de las condiciones financieras y que dañe gravemente 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, tanto en los próximos meses como en un horizonte de medio plazo.

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. Los Estados miembros de la UE también deberían avanzar con rapidez para alcanzar un acuerdo que permita crear un procedimiento común europeo para la liquidación administrativa de las entidades de crédito. Este procedimiento se beneficiaría de los instrumentos desarrollados para la resolución de las entidades de crédito, con el fin de maximizar el valor de realización de los activos financieros que componen el grueso de los balances bancarios.

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. En la última parte de mi intervención me centraré en estas dos cuestiones.

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.

La normativa actual relativa al impuesto sobre sociedades en España y en otros países europeos da un trato preferente a la deuda frente al capital, ya que los pagos de intereses se deducen al calcular la base imponible de dicho impuesto. Este sesgo hace que a las empresas les resulte más atractivo emitir deuda que capital. En este sentido, un sistema del impuesto sobre sociedades más neutral, que trate de la misma manera ambos instrumentos, incentivaría un mayor recurso al capital.

Otro elemento de fricción que puede disuadir a las empresas de emitir capital es el insuficiente desarrollo de los mercados de renta variable en Europa frente a los de otras áreas como Estados Unidos. A este respecto, uno de los objetivos del proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales es potenciar el desarrollo de estos mercados a través de distintas actuaciones, entre ellas la eliminación de los obstáculos que impiden la integración y el desarrollo de los mercados de capitales.

La evolución de los mercados de renta variable puede aportar diversos beneficios al sector empresarial y a la economía más en general. 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. Ello se debe a que el capital es un pasivo no rescatable.

Además, el capital es un instrumento más adecuado para financiar proyectos de alto riesgo como los relacionados con la creación de nuevas empresas (*start-ups*), activos intangibles e innovación. El acceso al crédito bancario para financiar este tipo de actividades es más complicado porque los requerimientos de capital suelen ser más elevados y porque, con frecuencia, estos activos no se pueden aportar fácilmente como garantía⁹. Habida cuenta de que la productividad media de estas actividades es más elevada, como sugiere la evidencia empírica, el desarrollo de los mercados de renta variable puede contribuir positivamente al crecimiento económico¹⁰.

Por último, el desarrollo de los mercados de renta variable, junto con el menor sesgo nacional en las carteras de los inversores asociado a los progresos en la integración de los mercados financieros, mejoraría los canales privados de compartición de riesgos (*risk-sharing*) en el área del euro. La evidencia para Estados Unidos, donde estos mercados están más desarrollados y las carteras de los inversores están más diversificadas entre estados, pone de manifiesto que una parte considerable de las perturbaciones idiosincrásicas que afectan a un estado determinado se cubren mediante la diversificación de las carteras de valores. En consecuencia, se estima que, en Estados Unidos, solo alrededor del 25% de las perturbaciones idiosincrásicas se traducen directamente en una caída del consumo, mientras que, en el área del euro, este porcentaje sería dos veces superior¹¹.

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.

⁹ Véase, por ejemplo, Brown, J. R., G. Martinsson y B. C. Petersen (2012): «Do financing constraints matter for R&D?», *European Economic Review*, n.º 56, pp. 1512-1529.

¹⁰ Véase, por ejemplo, Brown, J. R., S. M. Fazzari y B. C. Petersen (2009): «Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom», *The Journal of Finance*, vol. LXIV, n.º 1.

¹¹ Véanse el artículo monográfico A titulado «Financial integration and risk sharing in a monetary union», *Financial Integration in Europe*, BCE, abril de 2016, y el recuadro 1 titulado «What could enhance private financial risk sharing in the euro area?», *Financial Integration in Europe*, BCE, mayo de 2018. Véanse también Asdrubali, P., B. Sorensen y O. Yosha (1996): «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *Quarterly Journal of Economics*, 111,

Conclusiones

CONCLUSIONES

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- **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.

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 para que den prioridad al apoyo a través de ayudas o de inyecciones temporales de capital en lugar del respaldo mediante 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.

Muchas gracias por su atención.

1081-1110, y Athanasoulis, S. y E. van Wincoop (2001): «Risk sharing within the United States: What do financial markets and fiscal federalism accomplish?», *Review of Economics and Statistics*, 83, 688-698.