

Resumen

En este artículo se analiza el impacto de la crisis de la COVID-19 sobre la evolución económica y financiera de las empresas no financieras españolas. Los resultados evidencian que la crisis ha impactado con intensidad sobre la actividad de las empresas españolas, aunque con efectos muy heterogéneos dentro del sector corporativo. Las políticas económicas desplegadas por las autoridades en distintos ámbitos, como por ejemplo el programa de avales gestionados por el ICO, habrían facilitado que muchas empresas pudieran cubrir sus mayores necesidades de liquidez mediante la asunción de nuevas deudas. Pero el mayor endeudamiento y el descenso de los resultados económicos habría aumentado los riesgos relacionados con la solvencia empresarial. Sin embargo, en el primer semestre de 2021 se ha observado una mejoría gradual de la situación económica y financiera de las empresas, que se espera que se prolongue durante los trimestres siguientes.

Palabras clave: COVID-19, necesidades de liquidez, períodos de cobro y pago, rentabilidad, endeudamiento, crédito, solvencia, viabilidad, vulnerabilidad.

Abstract

This article analyzes the impact of the COVID-19 crisis on the economic and financial situation of Spanish non-financial companies. The results show that the crisis has had an intense impact on the activity of Spanish companies, although with very heterogeneous effects within the corporate sector. The measures adopted by economic policy authorities, such as the ICO guarantee facilities, have made it easier for many companies to cover their greater liquidity needs by assuming new debts. But the higher indebtedness and the decline in the operating profits would have led to a worsening of their solvency. However, in the first half of 2021, a gradual improvement in the financial situation of firms has been observed and it is expected to continue in the following quarters.

Keywords: COVID-19, liquidity needs, solvency, cost effectiveness, indebtedness, credit, viability, vulnerability.

JEL classification: E51, E52, G21.

LOS EFECTOS DE LA CRISIS DE LA COVID-19 SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Roberto BLANCO
Sergio MAYORDOMO
Álvaro MENÉNDEZ
Maristela MULINO

Banco de España

I. INTRODUCCIÓN

ESPAÑA ha sido una de las economías avanzadas más afectadas por la crisis de la COVID-19, con una caída del PIB del 10,8 por 100 en 2020. Aunque las medidas adoptadas por las autoridades económicas han contribuido a mitigar los efectos de la crisis sobre la situación económica y financiera de los distintos sectores, ello no ha evitado que se produzca un impacto acusado sobre la actividad de la mayoría de las empresas. El retroceso de la actividad se ha reflejado en un deterioro de su situación económica y financiera, con un aumento de las compañías que presentan un endeudamiento elevado. El análisis del deterioro de la situación financiera de las empresas es relevante ya que en función de cuál sea su magnitud y duración podrían derivarse implicaciones negativas más o menos relevantes para las perspectivas de recuperación económica. Estos efectos se pueden producir a través de distintas vías. Por una parte, la persistencia de compañías con un endeudamiento elevado contribuye a un menor dinamismo en las decisiones de inversión y de contratación

de empleo ya que estas empresas se suelen enfrentar a unas mayores dificultades para expandir su actividad. Por otra, algunas empresas con problemas de solvencia podrían quebrar, lo que se traduciría en una pérdida de tejido productivo y de empleo. Además, en circunstancias extremas, los impagos de esta deuda podrían impactar de forma significativa sobre las entidades bancarias y reducir la oferta de crédito, con el consiguiente efecto adverso que ello tendría sobre el gasto agregado de la economía.

En este artículo se analizan los efectos de la crisis de la COVID-19 sobre la evolución económica y financiera del sector corporativo español a partir tanto de la información disponible en la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT), que incluye unas 800 compañías fundamentalmente de gran dimensión, como de ejercicios de microsimulación para una muestra amplia de empresas que cubren el período 2020-2023 (1).

En las tres secciones siguientes se analizan, respectivamente, los impactos sobre la liquidez,

rentabilidad y endeudamiento de las empresas. Finalmente, la última sección resume las principales conclusiones. Asimismo, dado el importante papel que han desempeñado las políticas públicas para mitigar los efectos económicos de la crisis sanitaria, al final de este documento se incluye un anexo en el que se describen las principales medidas de política económica adoptadas en distintos ámbitos y su papel en la mitigación de estos efectos.

II. IMPACTO SOBRE LA LIQUIDEZ

1. La situación de liquidez en 2020

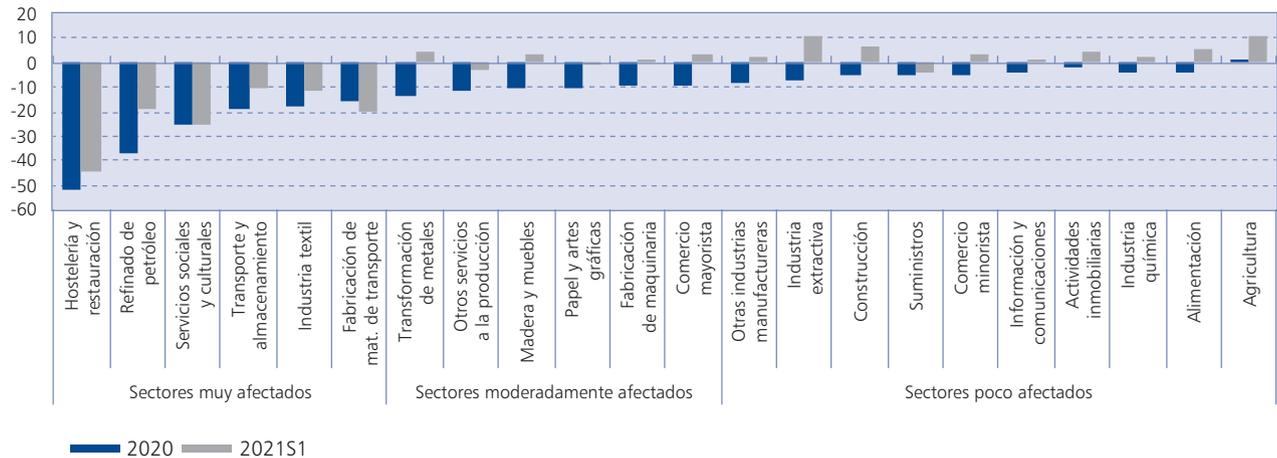
La caída de la demanda de bienes y servicios, asociada al aumento de la incertidumbre y a las medidas restrictivas de la actividad adoptadas por las autoridades para frenar el avance de la pandemia, ha supuesto un retroceso notable de la facturación de la mayoría de las empresas (véase el anexo para más detalle sobre estas

medidas). Estos efectos han sido muy heterogéneos dentro del sector corporativo. De acuerdo con la información de la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT), el descenso de los ingresos ha sido especialmente acusado en la hostelería y la restauración (con una caída superior al 50 por 100, en 2020), la industria de refinado de petróleo, los servicios sociales y culturales, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte, sectores todos ellos con caídas superiores al 15 por

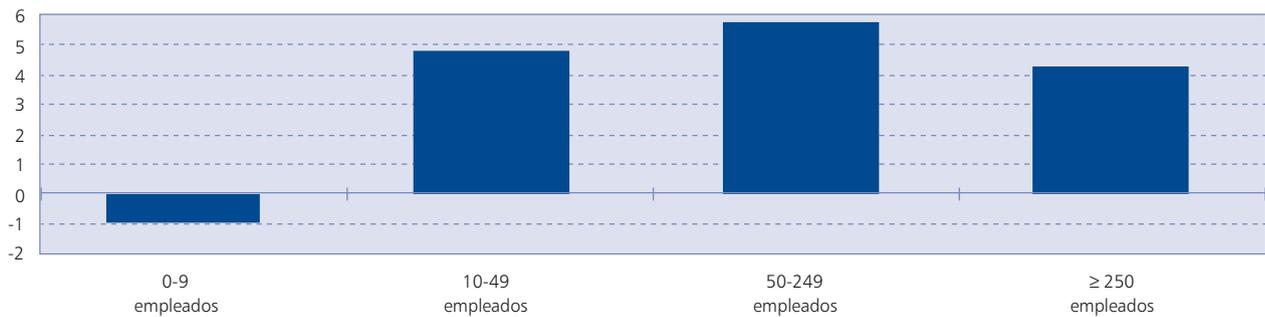
GRÁFICO 1

EL IMPACTO DE LA COVID-19 SOBRE LOS INGRESOS EMPRESARIALES

1. EVOLUCIÓN DE LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR SECTORES
Variación con respecto al mismo período de 2019 (porcentaje)



2. FACTURACIÓN EMPRESARIAL EN 2020, POR TAMAÑO
Variación interanual –en diferencia sobre media sector– (p. p.)



Fuente: Agencia Estatal de Administración Tributaria.

100 en 2020 (véase gráfico 1.1). En este artículo, estos sectores se clasifican dentro del grupo de los muy afectados por la pandemia, mientras que aquellos otros con disminuciones de las ventas en 2020 de entre el 15 por 100 y el 8 por 100 forman el grupo de los sectores moderadamente afectados. El resto de actividades, con caídas inferiores al 8 por 100, se incluyen en el grupo de los sectores menos afectados. Los sectores más afectados representaban en torno al 24 por 100 del empleo en 2019, los moderadamente afectados, el 27 por 100, y los poco afectados, el 49 por 100 restante.

Por tamaños, dentro de cada rama, las microempresas (empresas de menos de diez trabajadores)

han sido las que han presentado una mayor caída de sus ventas. Concretamente, su facturación retrocedió en 2020 entre 5 y 7 p. p. (puntos porcentuales) más que el resto de compañías de su mismo sector (véase gráfico 1.2). Dentro de cada sector y tamaño, se observa también una elevada dispersión en la evolución de los ingresos de las empresas en 2020.

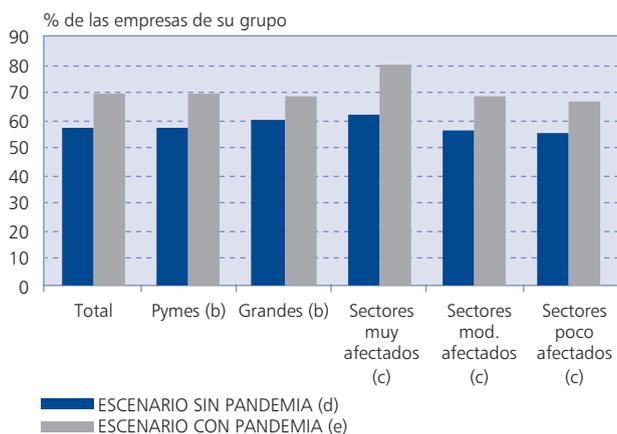
La fuerte reducción de los ingresos de la mayoría de las empresas, unida a los costes fijos existentes, dio lugar a un aumento de la proporción de compañías que generaron déficits en su actividad de explotación; es decir, que no tuvieron ingresos suficientes para cubrir los pagos corrientes por suministros, alqui-

leres, gastos financieros y costes de personal. A estos déficits hay que añadir las necesidades de liquidez derivadas de la inversión en activos fijos y de la amortización de la deuda viva. Todo ello se tradujo en un aumento de las necesidades de liquidez, entendidas como la suma de los tres componentes anteriores.

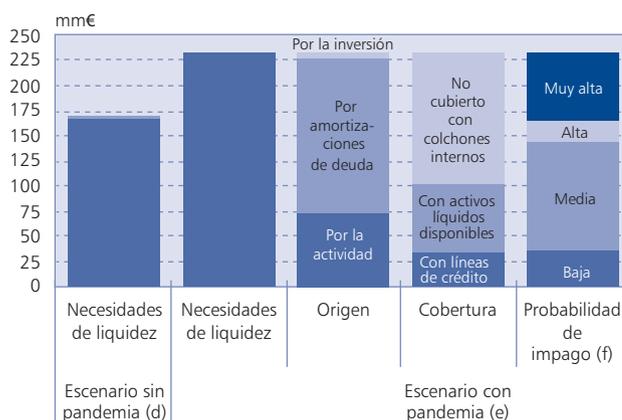
De acuerdo con los resultados basados en las microsimulaciones realizadas, el 70 por 100 de las empresas españolas habría presentado déficits de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020. Esta proporción supone casi trece p. p. más que la que se habría registrado en un escenario contrafactual sin pandemia (véase gráfico 2.1).

GRÁFICO 2
RIESGOS DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

1. PORCENTAJE DE EMPRESAS CON NECESIDADES DE LIQUIDEZ. II TR-IV TR 2020 (a)



2. LIQUIDEZ: NECESIDADES, ORIGEN, COBERTURA Y PROBABILIDAD DE IMPAGO DE LAS EMPRESAS. II TR-IV TR 2020 (a)



- a. Excluye *holdings* y empresas del sector de servicios financieros.
- b. La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- c. Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 por 100 en 2020; como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 8 por 100 y un 15 por 100; y como poco afectados el resto.
- d. Escenario contrafactual en el que el crecimiento del PIB está en línea con el escenario publicado por el Banco de España en diciembre de 2019.
- e. Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de 100 microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- f. Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si esta es superior al 5 por 100, alta si está entre el 3 por 100 y el 5 por 100, media si está entre el 0,5 por 100 y el 3 por 100, y baja si es inferior al 0,5 por 100.

Fuente: Banco de España.

En línea con la elevada dispersión en la evolución de los ingresos de las empresas comentado anteriormente, el impacto de la crisis sobre las necesidades de liquidez de las empresas habría sido muy heterogéneo. Por tamaños, el aumento del porcentaje de compañías con necesidades de liquidez, en comparación con un escenario sin pandemia, habría sido más elevado en las pymes (13 p. p.) que en las empresas de mayor dimensión (9 p. p.). El desglose por sectores evidencia que en el grupo de los más afectados por la pandemia el aumento en la proporción de compañías con necesidades de liquidez sería de casi 18 p. p., frente a incrementos de 12 y 11 p. p. que se habrían registrado en los sectores moderadamente y poco afectados, respectivamente.

El volumen de las necesidades de liquidez agregadas del sector corporativo se habría situado, entre abril y diciembre de 2020, en unos 233.000 millones de euros, lo que supone casi 70.000 millones de euros más en comparación con un escenario contrafactual sin pandemia (véase gráfico 2.2).

Las empresas disponían de distintas opciones para cubrir estas necesidades de liquidez. Por una parte, podían recurrir a sus activos líquidos y al importe no dispuesto de sus líneas de crédito, vías que no dependen de la decisión de un tercero. En este sentido, hay que tener en cuenta que las compañías, en especial las de menor dimensión, habían venido acumulando antes de la pandemia un volumen creciente de activos líquidos. A pesar de ello, los resultados de las simulaciones rea-

lizadas evidencian que, aunque las empresas hubieran hecho un uso completo de sus activos líquidos y de sus líneas de crédito, solo habrían podido cubrir, como máximo, algo más del 40 por 100 de sus necesidades, en términos agregados.

Los resultados anteriores apuntan, por tanto, a que las empresas debían cubrir una parte de sus necesidades de liquidez mediante el recurso a la financiación externa. En este sentido, hay que tener en cuenta que una parte destacada del déficit de liquidez (algo menos de 90.000 millones de euros) habría sido generado por compañías con una baja calidad crediticia (con probabilidad de impago alta o muy alta [2]), las cuales se enfrentan generalmente a mayores dificultades de acceso a la financiación externa, especialmente en situaciones de elevada incertidumbre como la que se generó tras el estallido de la pandemia.

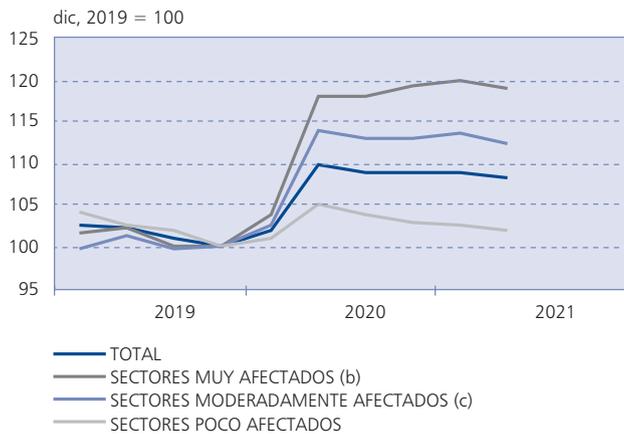
Estos resultados ponen de manifiesto los elevados riesgos de liquidez a los que se enfrentaban las empresas españolas tras el estallido de la pandemia. No obstante, la rapidez y contundencia de las medidas desplegadas por las autoridades económicas permitieron que, tras la tensión inicial, se observara una mejora de las condiciones de financiación tanto en los mercados de crédito bancario como en los de renta fija. Así, la *Encuesta sobre préstamos bancarios* muestra que, en el segundo trimestre de 2020, las entidades de crédito españolas relajaron los criterios de concesión de préstamos a las empresas. Sin embargo, entre el tercer trimestre de 2020 y el primero de 2021 se habría producido

un cierto endurecimiento, como resultado de la mayor preocupación de las entidades financieras por los riesgos, proceso que se detuvo en el segundo trimestre de 2021, en línea con la mejoría de las perspectivas macroeconómicas y el descenso de la incertidumbre (3). Asimismo, en los mercados de renta fija, las condiciones crediticias, que se endurecieron de forma considerable entre finales de febrero y mediados de marzo de 2020, comenzaron a mejorar después de que se anunciase la puesta en marcha del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (*PEPP*, por sus siglas en inglés) el 18 de marzo, lo que se reflejó en un descenso de los costes de financiación con valores de renta fija (4).

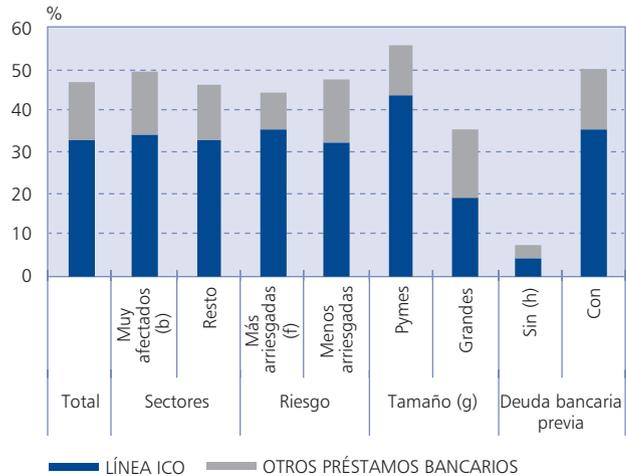
Las favorables condiciones que ofrecían los mercados financieros propiciaron el recurso de las empresas a la financiación ajena y, en especial, a los préstamos bancarios, para cubrir sus necesidades de liquidez. Concretamente, la financiación bancaria neta obtenida por el sector corporativo se elevó en 2020 a los 38,7 mil millones de euros, lo que presenta un crecimiento del saldo del 8,5 por 100. Esta evolución contrasta con la amortización neta de préstamos bancarios observada durante los años precedentes. El desglose por ramas evidencia que la financiación bancaria creció en mayor medida en aquellas que se han visto más afectadas por la pandemia, ya que son las que presentaban unas mayores necesidades de financiación. Concretamente, en los sectores muy afectados por la pandemia, el saldo de préstamos bancarios creció un 17,9 por 100 en 2020; en los moderadamente afectados, lo hizo en un 10,6 por 100;

GRÁFICO 3
COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

1. CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS POR SECTOR (a)



2. COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SEGÚN SECTOR, TAMAÑO Y RIESGO. MARZO-DICIEMBRE DE 2020 (d) (e)



- a. Se excluye el sector de la intermediación financiera.
- b. Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15 por 100 en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- c. Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8 por 100, pero menos de un 15 por 100, en 2020, esto es: transformación de metales, otros servicios a la producción, madera y muebles, papel y artes gráficas, fabricación de maquinaria y comercio mayorista.
- d. Incluye nuevas operaciones de crédito (dispuesto y disponible), pero no la disposición de líneas de crédito previamente concedidas.
- e. Solo se consideran las operaciones crediticias con vencimiento posterior a 2020, ya que aquellas que vencen dentro de 2020 tendrían que volver a refinanciarse. Las necesidades de liquidez de las empresas se definen a partir de la simulación de la actividad ordinaria de la empresa durante 2020 y de la amortización de las deudas entre marzo y diciembre de 2020.
- f. Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya probabilidad de impago es superior al 5 por 100.
- g. La definición de tamaño está en línea con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE. Las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se clasifican como pymes.
- h. Las empresas sin deuda previa con entidades de crédito son aquellas que no habían dispuesto de ningún crédito ni tenían líneas de crédito a comienzos de febrero de 2020, según la información disponible en el Registro de Crédito del Banco de España.

Fuente: Banco de España.

y en el resto, un 2,6 por 100 (véase gráfico 3.1).

El mayor dinamismo de la financiación bancaria se ha visto favorecido por las medidas de apoyo al crédito y, en especial, por el despliegue de los programas de avales gestionados por el ICO (Instituto de Crédito Oficial). Los préstamos acogidos a estos programas explican el aumento del crédito concedido a las empresas españolas desde febrero de 2020, mientras que el resto de la financiación bancaria

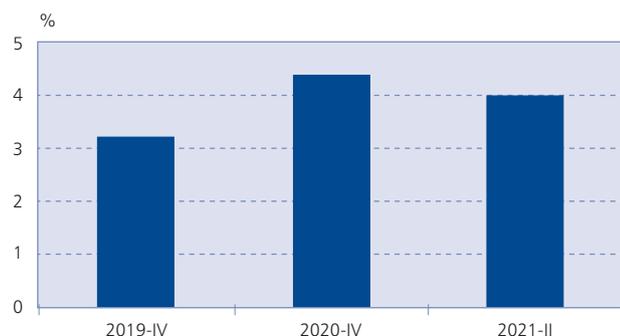
tuvo una contribución negativa al avance de la deuda de las empresas.

Se estima que, entre marzo y diciembre de 2020, el conjunto de las empresas no financieras españolas habría cubierto el 48 por 100 de sus necesidades de liquidez mediante préstamos bancarios que vencen más allá de 2020, de los cuales 34 p. p. se explican por los préstamos acogidos a los programas de avales públicos (véase gráfico 3.2). Para las compañías con un acceso *a priori* más

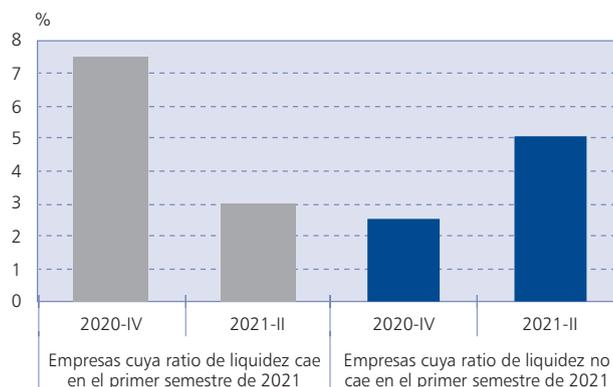
difícil a la financiación externa, como las de menor tamaño y las que presentan un mayor riesgo de crédito, la proporción que representan los préstamos acogidos a los programas de avales gestionados por el ICO sobre el total de fondos brutos captados es comparativamente más alta. Esta evidencia sugiere, por tanto, que estos programas habrían favorecido el acceso al crédito para este tipo de compañías. En cambio, las empresas sin deuda bancaria previa apenas habrían cubierto el 8 por 100 de sus necesidades

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

1. RATIO DE LIQUIDEZ MEDIANA (a)



2. RATIO DE LIQUIDEZ MEDIANA DE LAS EMPRESAS, CLASIFICADAS SEGÚN LA EVOLUCIÓN DE DICHA RATIO (a)



a. La ratio de liquidez se define como efectivo y otros activos líquidos equivalentes / Activo total. Cálculos realizados con datos de la Central de Balances Trimestral (CBT).

Fuente: Banco de España.

de liquidez mediante préstamos bancarios, de los cuales algo más del 60 por 100 estaban avalados por las líneas del ICO. Por tanto, estos resultados apuntan a que estas habrían cubierto previsiblemente una parte destacada de sus necesidades financieras mediante el uso de sus colchones de liquidez.

Las empresas, especialmente las de mayor dimensión, también financiaron una parte de sus necesidades financieras recurriendo a las emisiones de valores de renta fija. Con todo, los recursos captados por las empresas en este mercado fueron inferiores a los obtenidos en el período anterior a la crisis, particularmente en el caso de las pertenecientes a los sectores más afectados y en el de las de tamaño comparativamente más reducido (5). Concretamente, la financiación neta captada por las empresas y sus filiales residentes en 2020 ascendió a 9,7 mil millones de euros, frente a los 15,2 mil millones de euros en 2019.

La información disponible sobre la evolución de los activos líquidos de las empresas en 2020, correspondiente a la CBT, evidencia que, durante el año pasado, la ratio mediana de liquidez (6) de esta muestra se elevó en 1,1 p. p., hasta situarse en el 4,4 por 100 (véase gráfico 4.1). Esta evolución es consistente con la intensa aceleración de los depósitos del conjunto de las empresas no financieras españolas durante 2020, cuya tasa de crecimiento interanual pasó del 2,8 por 100 en febrero de 2020 al 13,1 por 100 en diciembre del mismo año. No obstante, los microdatos de la CBT muestran que esta evolución fue compatible con la existencia de una elevada heterogeneidad, que refleja las situaciones distintas a las que se enfrentaron las empresas durante el pasado año. En particular, se observa que alrededor del 60 por 100 de ellas aumentaron su ratio de liquidez. Dicho incremento se habría financiado en gran medida recurriendo a financiación ajena, como sugiere el

hecho de que el endeudamiento mediano en este grupo de empresas creció casi 3 p. p., frente a un aumento de la ratio de liquidez de 4,6 p. p. Ello sugiere que el repunte de esta ratio se explica fundamentalmente por motivos precautorios. En particular, dado el contexto de elevada incertidumbre, estas empresas habrían aprovechado las favorables condiciones de financiación para aumentar sus colchones de liquidez recurriendo a la deuda. Por el contrario, alrededor del 40 por 100 de las empresas de esta muestra redujeron su ratio de liquidez durante el mismo período. Este último grupo se caracterizaba por presentar unos niveles de rentabilidad más reducidos y unas mayores necesidades de liquidez, lo que apunta a que la principal motivación para utilizar sus colchones de liquidez habría sido la cobertura de una parte de sus necesidades de financiación. Estas compañías redujeron, en promedio, su endeudamiento, lo que apunta a que habrían utilizado una parte de sus activos

líquidos para cubrir los vencimientos de su deuda.

2. La situación de liquidez en 2021

De acuerdo con las simulaciones realizadas, en 2021 el porcentaje de empresas con déficit de liquidez se reduciría hasta el 66 por 100, casi 4 p. p. menos que en los tres últimos trimestres de 2020, pero todavía 9 p. p. por encima del dato de 2019. La reducción de estos porcentajes sería similar en todos los sectores y tamaños de empresas. En términos del volumen agregado, los déficits de liquidez se situarían en una media trimestral de 66.000 millones de euros, 10.000 millones de euros por debajo de las correspondientes a los tres últimos trimestres de 2020. Este descenso es el resultado, por una parte, de la recuperación prevista de los ingresos de las empresas, como consecuencia de la mejoría macroeconómica que se anticipa, y, por otra, del cambio en el perfil de vencimientos de la deuda viva, que ha supuesto una reducción del importe de las amortizaciones de deuda para este año en comparación con el ejercicio anterior. Esta última evolución se explica, fundamentalmente, por las características de los préstamos que se han generado dentro del programa de avales, que presentan un período de carencia de hasta veinticuatro meses y un plazo de vencimiento de hasta diez años.

Las menores necesidades de liquidez de las empresas, junto, en algunos casos, los mayores colchones de liquidez con los que contaban, como evidencia la CBT, hace que las empresas afronten una situación de liquidez más holgada en 2021. En

este contexto, la última información disponible de la CBT, correspondiente al segundo trimestre de 2021, pone de manifiesto que la ratio mediana de liquidez de las empresas de esta muestra se redujo levemente durante la primera mitad de 2021, lo que es consistente con la desaceleración de los depósitos del conjunto de empresas no financieras durante el mismo período (véase gráfico 4.1). Ello fue, nuevamente, el resultado de una evolución heterogénea a nivel individual. Se observa que alrededor del 47 por 100 de las empresas redujeron sus tenencias de activos líquidos durante los seis primeros meses de 2021. Estas compañías se caracterizaban por presentar, a finales de 2020, unos niveles comparativamente elevados de esta ratio (7,5 por 100, frente al 2,5 por 100 del resto) (véase gráfico 4.2). Entre estas, la gran mayoría (68 por 100) habían aumentado su liquidez el ejercicio anterior, lo que sugiere que estas empresas habrían revertido los movimientos del año previo, una vez que se ha empezado a reducir el nivel de incertidumbre sobre la evolución macroeconómica futura. Las compañías que aumentaron sus ratios de liquidez durante el primer semestre de 2021 se caracterizaban por presentar, a finales de 2020, unos niveles comparativamente reducidos de este indicador, por lo que una de las motivaciones detrás de esta evolución podría ser la restitución de los colchones de liquidez, que en algunos casos se redujeron significativamente durante 2020 (véase gráfico 4.2). Todos estos movimientos se tradujeron en una cierta convergencia en los niveles medianos de las ratios de liquidez de los dos grupos, reduciéndose las diferencias entre ellos desde los 5 p. p. hasta los 2,1 p. p. (7).

La situación más holgada de liquidez de las empresas en 2021 también se confirma al analizar la evolución de los períodos medios de pago a los proveedores de las empresas de la CBT. Como se aprecia en el gráfico 5, durante el segundo trimestre de 2020 se produjo un repunte en estos períodos, aproximado por la mediana de la distribución, en comparación con la situación anterior a la pandemia. Este movimiento fue comparativamente más intenso en las empresas pertenecientes a los sectores más afectados por la crisis de la COVID-19, en las que contaban con menos colchones de liquidez y en las de mayor riesgo, lo que sugiere que estos grupos de empresas habrían experimentado unas mayores tensiones de liquidez. A partir del tercer trimestre de 2020, los períodos medios de pago a proveedores tendieron a revertir hacia los niveles de 2019, de modo que, en el segundo trimestre de 2021, se situaban ya en torno a los registros del mismo período de 2019 en casi todos los grupos de empresas, salvo el que incluye a las pertenecientes a las ramas más afectadas por la crisis, para el que estos períodos todavía se encontraban algo por encima de los valores anteriores a la pandemia.

III. IMPACTO SOBRE LA RENTABILIDAD

El acusado retroceso de los ingresos de la mayoría de las empresas también se tradujo en una notable caída de la rentabilidad empresarial. De acuerdo con los ejercicios de simulación, el descenso de la rentabilidad en 2020 habría afectado a la mayoría de las compañías, aunque de nuevo con una heterogeneidad elevada. Tal como se aprecia en el

GRÁFICO 5

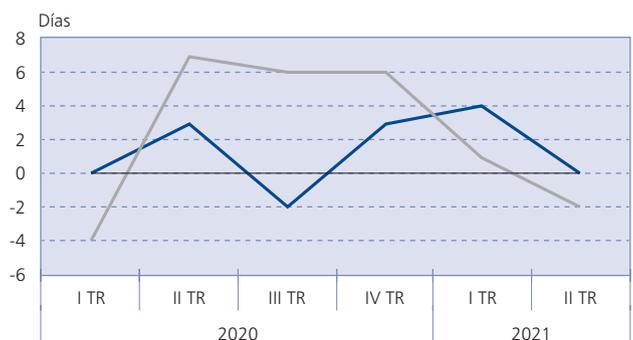
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PERÍODOS MEDIOS DE PAGO Y COBRO

1. VARIACIÓN CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DE 2019 DE LA MEDIANA DE LOS PERÍODOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES Y DE COBRO A CLIENTES



— PERÍODO MEDIO DE PAGO (a) — PERÍODO MEDIO DE COBRO (b)

2. VARIACIÓN CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DE 2019 DE LA MEDIANA DE LOS PERÍODOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES. DESGLOSE POR RATIO DE LIQUIDEZ (c)



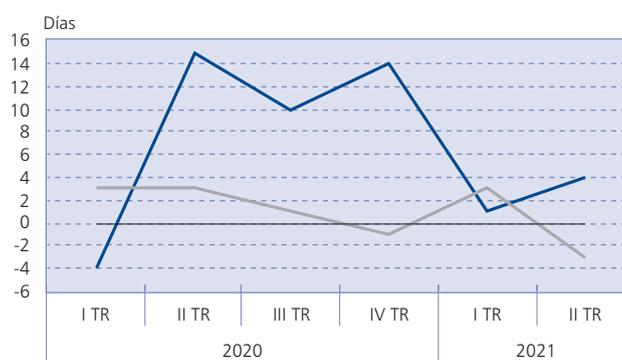
— RATIO DE LIQUIDEZ ELEVADA (d) — RATIO DE LIQUIDEZ BAJA (e)

3. VARIACIÓN CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DE 2019 DE LA MEDIANA DE LOS PERÍODOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES. DESGLOSE POR SECTOR (c) (e)



— MUY AFECTADOS — MODERADAMENTE AFECTADOS
— POCO AFECTADOS

4. VARIACIÓN CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DE 2019 DE LA MEDIANA DE LOS PERÍODOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES. DESGLOSE POR PROBABILIDAD DE IMPAGO (c) (f)



— ALTA — BAJA

- a. El período de pago a proveedores se define como el cociente entre los proveedores y las compras de cada trimestre anualizadas, por 365.
 b. El período de cobro a clientes se define como el cociente entre los clientes y las ventas de cada trimestre analizadas, por 365.
 c. El cálculo se realiza a partir de una muestra común de empresas.
 d. Se define ratio de liquidez como el cociente entre el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y el activo total. Se considera que una empresa tiene una ratio de liquidez elevada si en el cuarto trimestre de 2019 dicha ratio es superior a su valor mediano.
 e. Se definen como sectores muy afectados por la crisis del COVID-19 aquellos en los que las ventas en 2020 habrían caído más de un 15 por 100; moderadamente afectados aquellos en los que las ventas habrían caído entre un 8 por 100 y un 15 por 100; y poco afectados el resto.
 f. La probabilidad de impago se ha estimado con un modelo que incorpora ratios financieras de cada empresa en 2019. Se considera probabilidad alta de impago si es superior al 1 por 100.

Fuente: Banco de España.

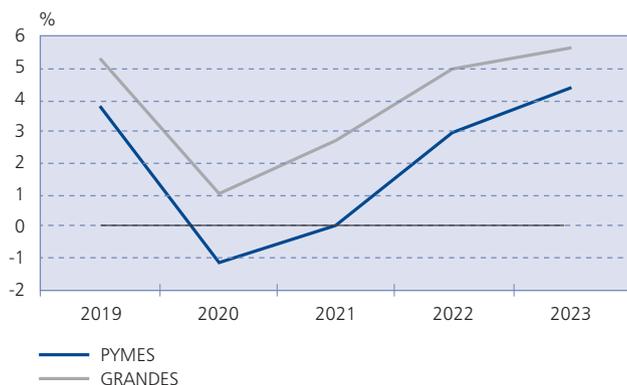
el gráfico 6.1, la caída habría sido más intensa en el segmento de las pymes, con una disminución de la rentabilidad mediana del activo de 5 p. p., frente al retroceso de 4,3 p. p. en el caso de las compañías grandes. Por sec-

tores, las que operan en los más golpeados por la crisis habrían experimentado una evolución más desfavorable. Concretamente, en los muy afectados, la rentabilidad mediana habría pasado del 4,1 por 100 al -9,4 por 100

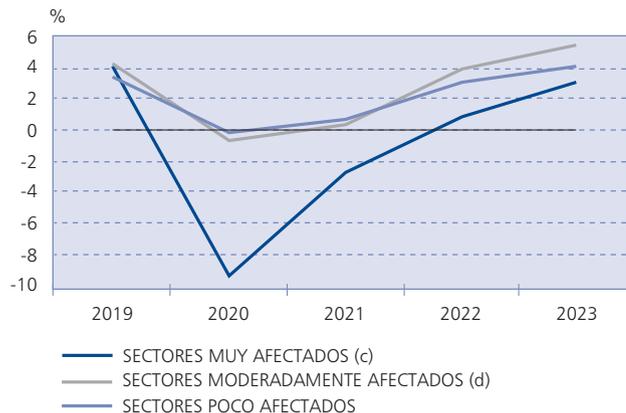
(véase gráfico 6.2). En cambio, en las ramas moderadamente y poco afectadas, la rentabilidad mediana habría disminuido en menor medida (5 p. p. y 3,5 p. p., hasta el -0,7 por 100 y -0,1 por 100, respectivamente).

GRÁFICO 6
RENTABILIDAD MEDIANA DEL ACTIVO (ROA)

1. DESGLOSE DEL ROA POR TAMAÑO DE EMPRESA (a) (b)



2. DESGLOSE DEL ROA POR SECTOR (a)

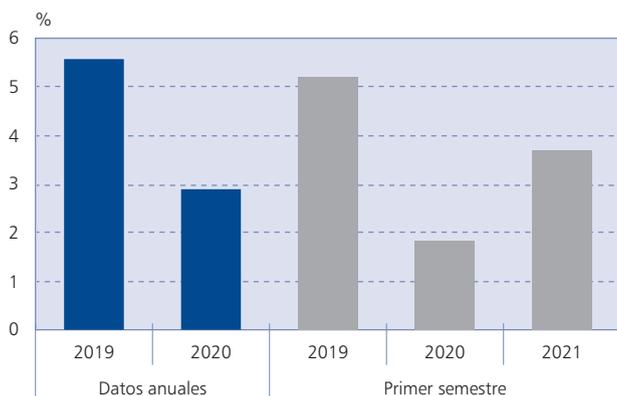


- a. Rentabilidad del activo (ROA) = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste. Resultados basados en microsimulaciones consistentes con el escenario macroeconómico central de las previsiones del Banco de España de marzo de 2021.
- b. La definición de tamaño está en línea con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- c. Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15 por 100 en 2020, esto es: hostelería y restauración, refinado de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- d. Los sectores moderadamente afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 8 por 100, pero menos de un 15 por 100, en 2020, esto es: transformación de metales, otros servicios a la producción, madera y muebles, papel y artes gráficas, fabricación de maquinaria y comercio mayorista.

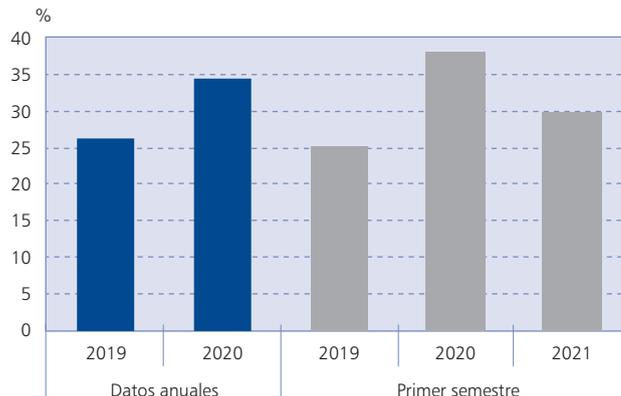
Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 7
RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO DE LAS EMPRESAS DE LA CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL

1. RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO. MEDIANA (a)



2. PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTABILIDAD NEGATIVA



- a. La rentabilidad ordinaria del activo se define como (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.

Fuente: Banco de España.

El descenso de la rentabilidad empresarial habría provocado un incremento significativo de las empresas con valores negativos en este indicador en 2020, de modo que, según las simulaciones realizadas, más de la mitad de las compañías (concretamente un 55 por 100) se encontrarían en esta situación, 24 p. p. más que en 2019.

Los gráficos 6.1 y 6.2 muestran que, a partir de 2021, y en línea con la recuperación macroeconómica que se anticipa, se produciría un aumento gradual de los niveles medianos de rentabilidad, que se situarían en 2023 por encima de los registros anteriores a la crisis, a excepción del grupo de empresas de los sectores más afectados, cuya rentabilidad podría situarse, en ese año, todavía algo por debajo de los niveles de 2019. En consonancia con esta evolución, también se reduciría el porcentaje de empresas con rentabilidades negativas.

La información disponible sobre la rentabilidad de las empresas, basada en la muestra de la CBT, confirma un marcado retroceso de este indicador en 2020, en sintonía con las simulaciones anteriores (véase gráfico 7.1). Concretamente, la rentabilidad mediana del activo de las empresas de esta muestra retrocedió en 2020 en más de 2 p. p. Esta evolución fue resultado de la fuerte contracción de la actividad, que no se vio suficientemente compensada por el descenso de los gastos de personal, y del notable retroceso de los ingresos financieros, como consecuencia, fundamentalmente, de los menores dividendos recibidos. Por su parte, el porcentaje de empresas con rentabilidad negativa aumentó en 2020 en 8 p. p., hasta el 34 por 100 (véase gráfico 7.2).

La información del primer semestre de 2021 (última disponible) de la CBT evidencia una pauta de recuperación de los resultados ordinarios de esta muestra que es consistente con el crecimiento de la facturación de las empresas que recogen los datos de la AEAT (véase gráfico 1.1) y con las simulaciones anteriores. Concretamente, el resultado ordinario neto (RON) de las compañías de la CBT creció durante este período un 70,5 por 100, en términos interanuales, lo que permitió que se registrara un aumento de 1,9 p. p. de la rentabilidad mediana del activo de estas empresas, y un descenso de casi 8 p. p. en el porcentaje de empresas con resultados negativos, en comparación con un año antes. A pesar de esta evolución positiva de la actividad empresarial, la rentabilidad mediana del activo de las empresas de la CBT en el primer semestre de 2021 se situaba un punto y medio por debajo del nivel del mismo período de 2019.

IV. IMPACTO SOBRE EL ENDEUDAMIENTO

Como se ha comentado en la segunda sección, las empresas recurrieron a la financiación ajena para cubrir una parte de sus mayores necesidades de financiación, lo que se ha traducido en un aumento de la deuda agregada del sector corporativo. En esta sección, para caracterizar la situación de endeudamiento, se utilizan dos indicadores. El primero, de carácter más estructural, relaciona la deuda financiera neta (definida como deuda financiera bruta menos activos líquidos) con el valor de esta deuda más el patrimonio neto de cada empresa. El segundo, que se calcula como el cociente entre la deuda financiera neta y

los resultados corrientes (definidos como resultado económico bruto más ingresos financieros), mide la capacidad de las compañías para hacer frente a su endeudamiento financiero con los beneficios del ejercicio generados por la actividad.

Los cuatro paneles del gráfico 8 muestran cómo habría variado, entre 2019 y 2023, la proporción de empresas con mayor vulnerabilidad financiera, entendidas como aquellas en las que las ratios de endeudamiento habrían superado ciertos umbrales. De acuerdo con estos resultados, el porcentaje de compañías en las que el peso de la deuda neta en el balance es superior al 75 por 100 habría aumentado en 7 p. p. en 2020, hasta el 22 por 100 (véase gráfico 8.1). La proporción de compañías cuya ratio de deuda sobre resultados corrientes es superior a 10 o tienen excedentes negativos habría crecido en mayor medida, unos 15 p. p., hasta el 33 por 100 (véase gráfico 8.2). El mayor impacto que se observa en este último indicador se explicaría por el fuerte descenso de los resultados, denominador de la ratio. Este aumento en el grado de vulnerabilidad sería algo más intenso en las pymes y, sobre todo, en las ramas más afectadas por la crisis (véanse gráficos 8.3 y 8.4).

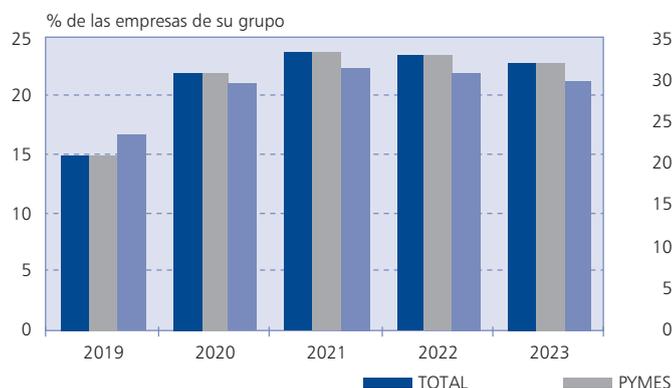
De acuerdo con las simulaciones realizadas, el porcentaje de empresas más vulnerables según el indicador basado en el peso de la deuda en los balances volvería a aumentar en 2021, aunque de forma más moderada, y empezaría a descender a partir de 2022. En 2023 se situaría en niveles claramente superiores a los existentes antes de la crisis. En cambio, la proporción de empresas más vulnerables según el indica-

GRÁFICO 8

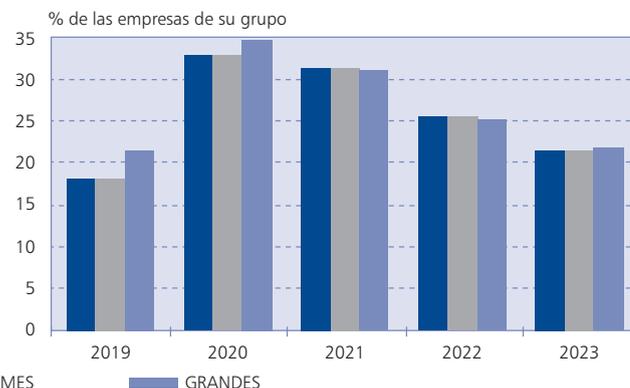
VULNERABILIDAD DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DEL COVID-19

1. DESGLOSE POR TAMAÑO (a) (c)

1.1. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



1.2. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)

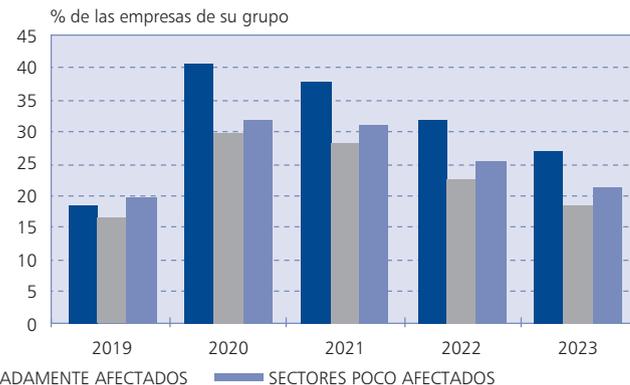


2. DESGLOSE POR SECTOR (b) (c)

2.1. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



2.2. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)



- a. El total excluye *holdings*, sector de servicios financieros, promoción inmobiliaria y compraventa de inmuebles por cuenta propia. La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- b. Se definen como sectores más afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 por 100 en 2020; como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 por 100 y un 15 por 100; y como poco afectados el resto.
- c. Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de 100 microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de estas para cada sector y tamaño de empresa.
- d. La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos los activos líquidos y las inversiones financieras a corto plazo. Se definen como empresas más vulnerables aquellas en que la ratio Deuda financiera neta / (Deuda financiera neta + Patrimonio neto) es mayor de 0,75 o en que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

Fuente: Banco de España.

dor basado en la relación entre la deuda y los resultados mostraría una pauta de recuperación más rápida, que se iniciaría en 2021. Ello refleja la fuerte recuperación

que se anticipa en los beneficios corporativos a partir de este año.

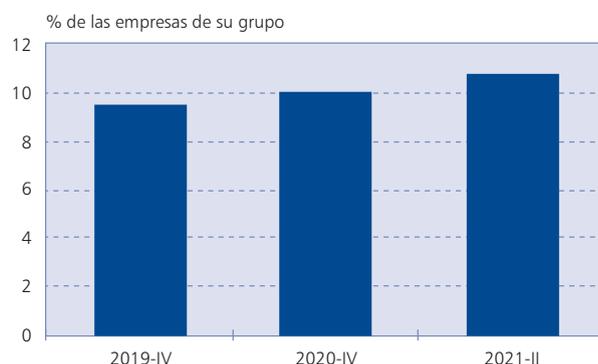
La información disponible sobre los balances de las em-

presas, basada en la CBT, es consistente con las simulaciones anteriores. En particular, el gráfico 9 muestra que, en 2020, aumentó ligeramente (0,6 p. p.)

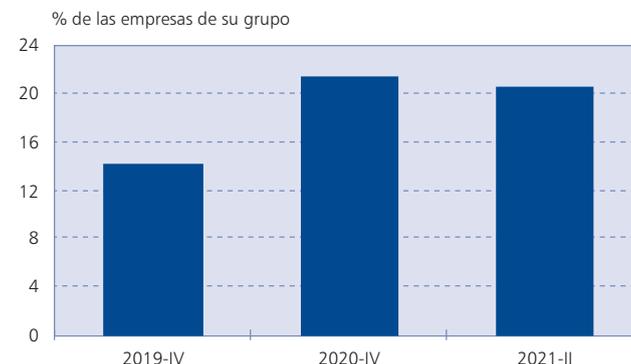
GRÁFICO 9

VUNERABILIDAD DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA CENTRAL DE BALANCES TRIMESTRAL COMO CONSECUENCIA DE LA CRISIS DE LA COVID-19

1. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (DEUDA FINANCIERA NETA + PATRIMONIO NETO) (d)



2. EMPRESAS MÁS VULNERABLES DE ACUERDO CON LA RATIO DEUDA FINANCIERA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS) (d)

a. Excluye *holdings*.

d. La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes. Se definen como empresas más vulnerables aquellas en que la ratio Deuda financiera neta / (Deuda financiera neta + Patrimonio neto) es mayor de 0,75 o en que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con Deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

Fuente: Banco de España.

el porcentaje de empresas con un peso elevado de la deuda neta sobre el activo (por encima de 0,75), mientras que la proporción de compañías con una ratio de deuda neta sobre resultados por encima de 10 se incrementó en mayor medida (7 p. p.). Durante el primer semestre de 2021 (última información disponible) ha seguido creciendo la proporción de empresas con un peso elevado de la deuda neta sobre activo (0,7 p. p.), mientras que, en cambio, el porcentaje de compañías cuya ratio de deuda neta está por encima de 10 ha empezado a descender, lo que está vinculado a la progresiva recuperación de los beneficios empresariales.

V. CONCLUSIONES

La crisis de la COVID-19 ha impactado significativamente

sobre la actividad de la mayoría de las empresas, lo que se reflejó en un aumento de sus necesidades de liquidez en 2020. Una parte destacada de estas necesidades se han cubierto mediante el recurso a la deuda, lo que se ha visto favorecido por las medidas desplegadas por las autoridades económicas y, en especial, por el programa de avales públicos. En 2021, el sector corporativo afronta, en conjunto, una posición de liquidez más holgada debido a la recuperación prevista de la actividad, que tenderá a reducir los déficit de explotación, y a la mejora en la estructura de vencimientos de la deuda viva. Con todo, algunas empresas podrían encontrar algunas dificultades para cubrir sus necesidades financieras, y en especial aquellas que redujeron sus colchones de liquidez durante 2020 y cuya recuperación de la actividad sea insuficiente para

volver a generar superávits en el corto plazo.

Por otra parte, el aumento del endeudamiento y la reducción de los resultados económicos han supuesto un deterioro de la situación de solvencia de muchas empresas, como ilustra el aumento del porcentaje de compañías con unas ratios elevadas de endeudamiento. De acuerdo con las simulaciones presentadas en este artículo, la proporción de empresas con un riesgo de solvencia elevado tenderá a reducirse a partir de este año a medida que se consolide la recuperación económica. En todo caso, estos porcentajes seguirían siendo en 2023 todavía más elevados que los observados antes de la pandemia. No obstante, hay que tener en cuenta que estas simulaciones no recogen los efectos de las medidas de apoyo a la solvencia empresarial aprobadas

por el Gobierno, por lo que la evolución observada dependerá también de la efectividad de estos programas.

NOTAS

(1) Se simula a partir de la información de la Central de Balances Integrada para 2019 y de la Agencia Tributaria para 2020, así como de los cambios asociados con la evolución económica prevista de acuerdo con el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas en marzo de 2021 por el Banco de España, y elevando los resultados obtenidos al total del sector empresarial. Los resultados que se presentan reflejan la mediana de 100 micros simulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa. Para 2023 se supone que las empresas recuperan un nivel de ventas compatible con la evolución esperada del valor añadido bruto (VAB) sectorial en términos nominales entre 2019 y 2023. Entre 2021 y 2023 las ventas se interpolan entre sus niveles de 2020 y 2023 de acuerdo con el crecimiento del VAB sectorial. Las simulaciones tienen en cuenta los efectos de la mayoría de las medidas de apoyo a las rentas, pero no recogen el impacto de las medidas de apoyo a la solvencia, cuya implementación era todavía incipiente en el momento de escribir este artículo. Para más detalles sobre la metodología, véase BLANCO *et al.* (2021).

(2) Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si esta es superior al 5 por 100, alta si está entre el 3 por 100 y el 5 por 100, media si está entre el 0,5 por 100 y el 3 por 100, y baja si es inferior al 0,5 por 100. El umbral del 3 por 100 se corresponde con la categoría 7 y 8 de la escala de calidad crediticia (CQS, por sus siglas en inglés). Las probabilidades de impago se obtienen a partir de los resultados de los modelos estadísticos desarrollados por el Departamento de Riesgos Financieros del Banco de España para asignar calificaciones crediticias. Para más información, véase GAVILÁ, MALDONADO y MARCELO (2020).

(3) Para mayor detalle, véanse MENÉNDEZ (2020) y MENÉNDEZ y MULINO (2021a).

(4) Para mayor detalle, véase BANCO DE ESPAÑA (2020a).

(5) Para mayor detalle, véase BANCO DE ESPAÑA (2020a).

(6) Esta ratio se calcula como el cociente entre el efectivo y otros activos líquidos equivalentes y el total de activos.

(7) Para más detalles de la evolución reciente de las ratios de liquidez de las empresas, véase MENÉNDEZ y MULINO (2021c).

BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (2020a). Recuadro 6, El mercado español de deuda corporativa durante la crisis de la COVID-19, publicado en el Informe trimestral de la economía española, *Boletín Económico*, 3/2020.

BANCO DE ESPAÑA (2020b). Recuadro 1, El papel del programa de avales públicos en el dinamismo reciente del crédito a autónomos y a empresas no financieras, publicado en el artículo analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», *Boletín Económico*, 4/2020.

BANCO DE ESPAÑA (2021a). Recuadro 1.3., Las políticas económicas desplegadas para mitigar los riesgos de liquidez de las empresas y de los empresarios individuales en España, y su comparativa internacional, publicado en el *Informe Anual 2020*.

BANCO DE ESPAÑA (2021b). Recuadro 3.2., Medidas de política económica para reforzar la solvencia empresarial aprobadas en España durante la

crisis de la COVID-19, publicado en el *Informe Anual 2020*.

BLANCO, R., MAYORDOMO, S., MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021). El impacto de la crisis de la COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. *Documento Ocasional* de próxima publicación. Banco de España.

GAVILÁ, S., MALDONADO, A. y MARCELO, A. (2020). El sistema interno de evaluación del crédito del Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera*, 38.

MENÉNDEZ, Á. (2020). Encuesta sobre préstamos bancarios en España: junio de 2020, Artículos Analíticos. *Boletín Económico*, 3/2020. Banco de España.

MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021a). Encuesta sobre préstamos bancarios en España: julio de 2021. Artículos Analíticos. *Boletín Económico*, 3/2021. Banco de España.

MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021b). Recuadro 1, Evolución reciente del endeudamiento de sociedades no financieras, publicado en el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2020». Un avance de cierre de ejercicio. *Boletín Económico*, 2/2021. Banco de España.

MENÉNDEZ, Á. y MULINO, M. (2021c). Recuadro 1, Evolución reciente de la ratio de liquidez de las empresas de la Central de Balances Trimestral, publicado en el artículo analítico «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2021». *Boletín Económico*, 3/2021. Banco de España.

ANEXO

EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Las autoridades económicas han desplegado un conjunto de medidas en distintos ámbitos, tanto a escala nacional como supranacional, para mitigar los efectos de la crisis de la COVID-19 sobre distintos sectores económicos. Esta rápida y contundente reacción de las políticas económicas constituye un elemento diferencial de esta crisis en comparación con otros episodios históricos de crisis. A continuación, se resumen las actuaciones más relevantes que han afectado a las empresas españolas.

En el ámbito de la política fiscal destacan los programas de avales públicos para los préstamos bancarios 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 los sectores productivos (empresas y empresarios individuales), mientras que el destino principal del segundo, por importe máximo de 40.000 millones de euros, fue la inversión en activos fijos. En estos programas, el Estado asume una parte elevada (hasta el 80 por 100, en el caso de los préstamos concedidos a las pymes y los empresarios individuales) de las posibles pérdidas asociadas a estos préstamos, lo que constituye un incentivo para que las entidades financieras presten fondos a estos agentes (1).

En paralelo, se han desplegado políticas de apoyo a las rentas, como las condiciones más favorables para acogerse a los ERTE, que han permitido suspender temporalmente contratos de trabajo, o los aplazamientos de pago de alquileres, cotizaciones e impuestos. Estas medidas han impactado en las empresas a través de una contención de los costes soportados.

Asimismo, se han introducido varias medidas dirigidas a apoyar la solvencia de las empresas. Entre estas actuaciones se encuentra la creación de un fondo de 10.000 millones de euros, gestionado por la SEPI, cuyo objetivo es aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia de empresas no financieras afectadas por la pandemia de la COVID-19 y que sean consideradas estratégicas para el tejido productivo nacional o regional. Más recientemente, se ha creado otro fondo, gestionado por COFIDES y dotado con 1.000 millones de euros, para la recapitalización de empresas que no podían optar al fondo anterior. Otro fondo por 7.000 millones de euros se ha destinado a conceder ayudas directas a las empresas. El destino de estas ayudas es la reducción de la nueva deuda financiera y no financiera asumida tras el estallido de la crisis. Por último, se han dotado 3.000 millones de euros en otro fondo cuya finalidad es la reestructuración de la deuda de las empresas y los empresarios individuales (2).

En el ámbito de la política monetaria, el BCE adoptó varias medidas con el fin de estimular la financiación bancaria. Entre estas actuaciones se incluye la introducción de nuevas operaciones de financiación «puente» para los bancos, la mejora de las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*TLTRO III*, por sus siglas en inglés), y la relajación del marco de activos de garantía para aumentar el volumen de financiación que las entidades financieras pueden obtener en estas operaciones. Adicionalmente, el BCE tomó algunas medidas con el objetivo de relajar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y evitar su fragmentación. Concretamente, elevó el volumen del programa de compra de activos vigente en 120.000 millones de euros e introdujo un nuevo programa (el programa de compras de emergencia frente a la pandemia o *PEPP*) por un importe de hasta 1,85 billones de euros.

Por último, las políticas financieras también han contribuido a apoyar el crédito bancario. En concreto, se relajaron los requerimientos de capital y de liquidez de las entidades de crédito europeas, y se reformó la regulación europea sobre requerimientos de capital. Ello ha permitido que los bancos cuenten con más colchones para absorber las potenciales pérdidas sin que se vean forzados a restringir la nueva financiación concedida.

(1) Para más detalles sobre las medidas de apoyo a la liquidez y las rentas de las empresas, véase BANCO DE ESPAÑA (2021a).

(2) Para más detalles sobre estas medidas de apoyo a la solvencia de las empresas, véase BANCO DE ESPAÑA (2021b).