

**EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA  
EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL**

**THE ECONOMIC IMPACT OF THE PANDEMIC  
ON SPANISH CAPITAL MARKET**

Javier Pérez García<sup>1</sup>  
Facultad de Ciencias Económicas, Empresariales y Turismo,  
Universidad de Alcalá (Madrid)  
Experto Contable Acreditado ECA  
ORCID: 0000-0002-3871-5680

Andrea Rodríguez Infante<sup>2</sup>  
Máster en Contabilidad, Auditoría y Mercados de Capitales (UAM-UAH)

**Área temática:** Información Financiera y Normalización Contable  
**Thematic area:** Financial Reporting and Accounting Standards

**Palabras Clave:** impacto del COVID-19; ROA; EBITDA; IBEX-35  
**Keywords:** COVID-19 impact; ROA; EBITDA; IBEX-35

---

<sup>1</sup> Es profesor titular de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad de Alcalá, Plaza de la Victoria s/n 28002 Alcalá de Henares (Madrid), +34 918 85 42 93, +34 645 98 26 36

<sup>2</sup> Es estudiante del Máster en Contabilidad, Auditoría y Mercados de Capitales (UAM – UAH), Calle de las Delicias, 9, 5C, 28045 (Madrid), +34 685 80 37 85

# **EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA PANDEMIA EN EL MERCADO DE CAPITALES ESPAÑOL**

## **THE ECONOMIC IMPACT OF THE PANDEMIC ON SPANISH CAPITAL MARKET**

### **RESUMEN**

En este estudio se analiza el impacto de la pandemia en una selección de medidas de rendimiento económico calculadas para las entidades no financieras de mayor capitalización bursátil incluidas en el IBEX-35. El objetivo de estudio, se concreta en valorar el impacto de la primera fase de la crisis sanitaria, caracterizada por las restricciones a la actividad comercial y a la movilidad consecuencia del estado de alarma, en la rentabilidad económica, generación de recursos (EBITDA) y valor añadido generado. El estudio constata que el sector de servicios de consumo, relacionado con el transporte, ocio, turismo y hostelería, ha sido el más perjudicado por la pandemia observando un deterioro significativo en las variables de rendimiento económico y, en consecuencia, en su solvencia y viabilidad financiera.

### **ABSTRACT**

This paper analyzes the impact of the pandemic on a selection of economic performance measurement calculated for the non-financial entities with the highest market capitalization included in the IBEX-35. The objective is specified in assessing the impact of the first phase of the health crisis, characterized by restrictions on commercial activity and mobility, on ROA, EBITDA and added value. We find that the consumer services sector, related to transport, tourism and hospitality, has been the most affected by the pandemic, observing a significant impairment in the economic performance measurement and, consequently, in its solvency and financial viability.

## **1. El impacto económico de la pandemia en las entidades no financieras del IBEX-35**

Desde que el pasado 14 de marzo de 2020 se decretara el estado de alarma en España, con la finalidad de combatir la expansión del Covid-19, la economía española se ha visto profundamente dañada<sup>3</sup>. En efecto, la crisis sanitaria que derivó en el confinamiento total de la población en el segundo trimestre de 2020, imponiendo la distancia social y severas restricciones a la actividad empresarial y a la movilidad, provocó un impacto económico sin precedentes que se concretó, a modo de síntesis, en la paralización de la actividad económica de la mayoría de los sectores, consecuencia del desplome en la demanda, con la correspondiente caída de la cifra de negocios en la mayor parte de las empresas españolas.

En este sentido, como si de un efecto domino se tratase, las entidades han visto desplomarse sus resultados empeorando, con carácter generalizado, los indicadores de rentabilidad, solvencia y liquidez. En el inicio de la crisis sanitaria, de acuerdo con Gonzalo y Pérez (2020), algunas entidades mostraban preferencia por calcular el denominado EBITDAC<sup>4</sup>, optando por la ilusión de hacer desaparecer las pérdidas del coronavirus, como si nada hubiese pasado y todo fuese un mal sueño del que despertaríamos en pocos meses. Lamentablemente, la realidad se impone limitando el diseño a medida de las variables de rendimiento empresarial de forma oportunista en función de las circunstancias.

La duración y virulencia de la pandemia ha motivado la realización de múltiples estudios sobre el impacto del COVID-19. En esta línea, autores como Baker et al (2020) analizaron los movimientos significativos del mercado de valores estadounidense desde 1900 hasta 2020 relacionados con alguna pandemia así como las respuestas políticas derivadas de las mismas, concluyendo que las restricciones gubernamentales impuestas sobre la actividad comercial y la distancia social voluntaria, que afectan sobremanera a una economía de servicios, son las principales razones de que el mercado de valores estadounidense se haya visto mucho más afectado por el COVID-19 que por el efecto de ninguna otra pandemia previa<sup>5</sup>. Otro de los motivos es la amplitud de la información y la rapidez con la que se propaga entre los agentes del mercado.

---

<sup>3</sup> El Banco de España, en su informe sobre el impacto del COVID-19 en la economía española, apunta a que el PIB de España sufrió la mayor contracción inter trimestral de su historia en el primer semestre de 2020.

<sup>4</sup> “*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization and Coronavirus*”.

<sup>5</sup> Es importante destacar que en el periodo de tiempo del estudio tuvo lugar la gripe española de 1918-1920 y la pandemia de influenza asiática en 1957-58. Del estudio realizado se deriva que

En el caso español, no cabe duda que las medidas adoptadas por el gobierno, las restricciones a la actividad comercial a la movilidad o el distanciamiento social son factores que afectan sobremanera a la economía española caracterizada por el predominio del sector servicios y una elevada dependencia del turismo y hostelería.

Ramelli y Wagner (2020), en su estudio sobre el impacto del Covid-19 en el valor de las entidades<sup>6</sup>, concluyen que mientras en el periodo inicial, en el que China estaba cerrada, la preocupación se centraba en el comercio internacional y, en consecuencia, la caída en el rendimiento de las acciones estaba relacionada con dicha incertidumbre, a medida que el virus avanzaba por Europa los analistas centraron su atención en aquellas entidades con elevado apalancamiento trasladándose la preocupación en la incertidumbre sobre la continuidad de entidades con dificultades de liquidez.

Autores como Ashraf (2020) centraron su estudio en la reacción del mercado de valores ante los casos confirmados de Covid-19 y de fallecimientos por la pandemia. Los resultados confirman que el rendimiento de los mercados de valores disminuye en mayor medida cuando aumentan los casos confirmados de coronavirus que cuando se producen fallecimientos por la pandemia.

Considerando la situación sin precedentes en la que nos encontramos, éste estudio se centra en analizar cómo ha afectado la pandemia mundial, en su primera fase, en el rendimiento de las entidades no financieras de mayor capitalización bursátil españolas que integran el IBEX-35 como índice bursátil de referencia de la bolsa española.

En el estudio realizado, se analiza el impacto de la crisis sanitaria en la evolución de variables económicas tales como la rentabilidad, generación de EBITDA y valor añadido generado en las entidades no financieras del IBEX-35. En síntesis, el objetivo del estudio se concreta en valorar el impacto de la primera fase de la pandemia en las variables citadas, identificando aquellos sectores que, por sus características propias, se han visto más perjudicados señalando las medidas que se han visto obligadas a adoptar para paliar los efectos negativos en la rentabilidad, liquidez y solvencia.

---

desde el 24 de febrero de 2020 hasta finales de abril hubo 27 movimientos bruscos en los mercados, de los cuales se atribuyen 23 o 24 a noticias sobre el coronavirus.

<sup>6</sup> Para realizar dicho estudio dividieron los acontecimientos en tres periodos: *Incubation* (del jueves 2 de enero al viernes 17 de enero), *Outbreak* (del lunes 20 de enero al viernes 21 de febrero) y *Fever* (del lunes 24 de febrero al viernes 20 de marzo).

Una vez concretado el objeto del estudio, pasamos a exponer la metodología seguida en el mismo, identificando las variables, entidades y periodo objeto de análisis para finalizar presentando, a modo de síntesis, los resultados obtenidos en la evolución de las distintas variables de rendimiento estimadas para cada una de las entidades, señalando aquellas entidades y sectores más afectados. El estudio finaliza con las conclusiones sobre el impacto de la fase inicial de la pandemia, caracterizada por el decreto del estado de alarma, en la muestra seleccionada.

## **2. Metodología del estudio: selección de la muestra y determinación de las variables económicas**

Para llevar a cabo el estudio se han seleccionado la práctica totalidad de las empresas no financieras que componían el IBEX-35, comparando los resultados publicados en el primer semestre del ejercicio 2020 y, a efectos comparativos, la información publicada en los dos mismos periodos anteriores<sup>7</sup>. En el CUADRO 1, se presenta el conjunto de entidades analizadas, clasificadas en sectores y subsectores.

Del conjunto de entidades, y con el fin de evitar distorsiones en el análisis se han excluido aquellas que en 2019, ejercicio de normalidad inmediatamente anterior a la Pandemia, obtuvieron valores negativos en alguna de las variables objeto de estudio, analizando la rentabilidad económica, como medida de rentabilidad de las inversiones, los recursos generados en la explotación a través del análisis del EBITDA, como proxy a la tesorería generada en las operaciones y el valor añadido generado, como muestra del excedente del valor de la producción sobre los consumos intermedios que, en términos agregados para el conjunto de todas las entidades, conformaría el producto interior bruto del país conectando. Para ello, se parte de la información contenida en los estados financieros intermedios semestrales correspondientes al primer semestre de los ejercicios 2020 –inicio de la Pandemia a nivel mundial- y, a efectos comparativos, los dos periodos intermedios equivalentes de los ejercicios 2019 y 2018, publicados en la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

---

<sup>7</sup> Excluyendo Siemens Gamesa puesto que su informe semestral se presenta en marzo y, en consecuencia, no era posible observar los efectos de la pandemia.

Por otra parte, y de forma complementaria, en el estudio se analiza el impacto en las ratios de viabilidad financiera<sup>8</sup>, estimando qué parte del EBITDA se destina a atender la carga financiera, y autonomía financiera<sup>9</sup>, como medida de la capacidad de la entidad para absorber pérdidas con sus recursos propios, así como de la dependencia de la financiación ajena.

**CUADRO 1. División por Sectores y Subsectores**

<b>SECTORES</b>	<b>SUBSECTORES</b>	<b>ENTIDADES</b>
Petróleo y energía	Petróleo Electricidad y gas Electricidad y gas Electricidad y gas Electricidad y gas Electricidad y gas	REPSOL ENAGAS ENDESA IBERDOLA NATURGY R.E.C
Materiales básicos, industria y construcción	Mineral, metales y transformación Construcción Construcción Construcción Fabricación y montaje de bienes de equipo Mineral, metales y transformación Mineral, metales y transformación	ACERINOX ACCIONA ACS FERROVIAL SIEMENS GAMESA ACELORMITTAL CIE. AUTOMOV
Bienes de consumo	Productos farmacéuticos y biotecnología Productos farmacéuticos y biotecnología Alimentación y bebidas Textil, vestido y calzado Productos farmacéuticos y biotecnología	ALMIRALL GRIFOLS VISCOFAN INDITEX PHARMAMAR
Servicios de consumo	Ocio, turismo y hostelería Transporte y distribución Transporte y distribución	MELIA HOTELS AENA IAG
Tecnología y telecomunicaciones	Electrónica y software Telecomunicaciones y otros Electrónica y software Telecomunicaciones y otros	INDRA TELEFÓNICA AMADEUS CELLNEX
Servicios inmobiliarios	SOCIMI SOCIMI	MERLIN INM. COLONIAL

*Fuente: Elaboración de los autores a partir de la información extraída en la Bolsa de Madrid*

### **3. Análisis de los resultados**

A continuación, se presentan los resultados obtenidos para la generación de EBITDA, rentabilidad económica, valor añadido generado por la empresa, así como el impacto de la pandemia en la viabilidad financiera y solvencia.

<sup>8</sup> Relacionando los gastos financieros con el EBITDA con el fin de comprobar el efecto de la carga financiera en proporción a la generación de recursos que, como consecuencia de la pandemia, se ha visto reducida en la mayor parte de las entidades en 2020.

<sup>9</sup> Patrimonio neto / Financiación total.

### **3.1. Impacto del estado de alarma en la generación de recursos: EBITDA**

En el CUADRO 2, se muestran las variaciones intersemestrales relativas de la generación de EBITDA, con el fin de evaluar el impacto en el primer semestre de 2020<sup>10</sup>, afectado por las restricciones impuestas a la movilidad y actividad comercial<sup>11</sup>. Para facilitar la interpretación de la información, se presenta el listado de entidades a modo de *ranking*, ordenado en función de la variación en la generación de EBITDA del primer semestre de 2020 en relación con el mismo semestre del ejercicio anterior.

Como cabía esperar, observamos como **la mayor parte de las entidades han obtenido un EBITDA inferior en el primer semestre de 2020 que en el mismo semestre del ejercicio anterior –en términos medios observamos una caída del EBITDA del 45%–, siendo el principal motivo de tal reducción la significativa caída de actividad, consecuencia del descenso de la demanda, unida a la imposibilidad manifiesta de ajustar, de forma simétrica, los gastos de explotación** aun considerando los planes de choque implantados por la mayor parte de las entidades para controlar los costes.

Como no podía ser de otra forma, **constatamos que las entidades en las que más ha caído la generación de recursos, con descensos superiores al 100% del EBITDA, han sido IAG y Meliá pertenecientes al sector servicios de consumo, y más concretamente al subsector de transporte, ocio, turismo y hostelería, cuya actividad tiene una dependencia absoluta del turismo.** Para dichas entidades, se produjo un desplome de la actividad en el primer semestre de 2020, que supera el 50% con respecto al idéntico periodo del ejercicio previo, no compensada por el ajuste de los gastos de explotación, lo que ha provocado que el EBITDA tornara valores negativos consecuencia de las fuertes restricciones impuestas.

Otras entidades como Repsol (sector petróleo y energía), Amadeus (tecnología aplicada a reservas de viajes) o Aena (también perteneciente a servicios de consumo), cuya facturación está también ligada estrechamente en gran medida a la movilidad, han

---

<sup>10</sup> Se ha eliminado del CUADRO la entidad Pharmamar al partir de un EBITDA negativo en 2019 que, de otro modo, distorsionarían la interpretación de la variación.

<sup>11</sup> Salvo en las actividades consideradas como esenciales.

sufrido disminuciones en la generación de recursos próximas al 100%, consecuencia de la notable caída en su actividad.

**CUADRO 2. Variaciones en la generación de EBITDA (en millones de €<sup>12</sup>)**

Nº	ENTIDAD	2020	VAR (%)	2019	VAR (%)	2018
1	IAG	-2.192	-203%	2.130	-9%	2.353
2	MELIA HOTELS	-44	-120%	216	27%	170
3	REPSOL	91	-97%	2.767	-8%	3.003
4	AMADEUS	194	-84%	1.185	10%	1.078
5	AENA	319	-73%	1.193	7%	1.120
6	INDITEX	1.303	-62%	3.392	46%	2.317
7	ACELORMITTAL	1.591	-56%	3.605	-37%	5.691
8	CIE. AUTOMOV	153,51	-50%	308	11%	277,54
9	INDRA	80	-43%	140	44%	97
10	ACCIONA	420	-33%	626	8%	579
11	NATURGY	1.672	-19%	2.069	9%	1.902
12	TELEFÓNICA	7.075	-19%	8.702	7%	8.101
13	GRIFOLS	539	-16%	643	9%	588
14	MERLIN	184	-15%	217	8%	201
15	ACERINOX	148	-14%	173	-37%	273
16	ACS	1.293	-9%	1.419	33%	1.064
17	ENAGAS	397	-7%	428	-11%	481
18	R.E.C	770	-2%	783	1%	778
19	IBERDROLA	4.883	-1%	4.912	13%	4.344
20	INM. COLONIAL	137	2%	134	5%	128
21	ALMIRALL	130	10%	118	55%	76
22	VISCOFAN	116	21%	96	-14%	111
23	CELLNEX	494	60%	308	36%	227
24	FERROVIAL	217	136%	92	-25%	123
25	ENDESA	889	145%	363	19%	304
	<b>Media</b>	<b>799</b>	<b>-45%</b>	<b>1.441</b>	<b>2%</b>	<b>1.415</b>
	Desv. STD	1.739	-13%	1.999	0%	1.998

Fuente: Elaboración de los autores

	Variación negativa
	Variación positiva

### 3.2. El desplome de la Rentabilidad económica consecuencia de la crisis sanitaria

<sup>12</sup> Los datos figuran expresados en millones de euros, a excepción de Acelormittal que se presenta en millones de dólares.



En el CUADRO 3 se presenta, a modo de síntesis, la evolución de la rentabilidad económica obtenida por las entidades<sup>13</sup>, como medida del rendimiento de la inversión, en los tres periodos analizados, reflejando asimismo la variación relativa. Al igual que en el apartado anterior, el listado de entidades se encuentra ordenado a modo de ranking, atendiendo a la tasa de variación inter semestral calculada entre el primer semestre de 2020 y el primer semestre del ejercicio inmediato anterior.

**En términos medios del total de las 24 entidades que configuran la muestra analizada, observamos como la rentabilidad económica media, situada en el primer semestre de 2019 en el 3,85%, se redujo como consecuencia del estado de alarma en un 83% hasta situarse en tasas próximas al 0,65%.**

**Estos valores medios no son representativos del conjunto en tanto que la crisis sanitaria se ha dejado notar con mayor virulencia en el negocio de aquellas entidades más afectadas por las restricciones a la movilidad, llegando incluso a generar descensos en la rentabilidad superiores al 100%, en entidades pertenecientes principalmente al subsector de transporte, ocio, turismo y hostelería, petróleo y productos de consumo, alcanzando una rentabilidad económica negativa al situarse los gastos de explotación por encima de la cifra de negocios alcanzada en el primer semestre de 2020.**

El descenso generalizado en la rentabilidad económica se explica principalmente por la fuerte caída de márgenes, excepto para aquellas entidades que pertenecen al sector inmobiliario, para las cuales la explicación se localiza en la disminución de la rotación.

De la observación del CUADRO 3, las entidades en las que más ha disminuido la rentabilidad económica han sido nuevamente IAG y Meliá. Y es que, aunque ambas entidades presentaban datos de rotación y margen positivos y constantes en los ejercicios anteriores, las restricciones a la movilidad impuestas por el estado de alarma unida a su dependencia del turismo provocaron descensos en su actividad históricos superiores al 50% haciendo que sus gastos de explotación superasen a los ingresos operativos hasta situarlas en márgenes negativos.

---

<sup>13</sup> Se han eliminado del CUADRO las entidades Pharmamar y Ferrovial al partir de una rentabilidad económica negativa en 2019 que, de otro modo, distorsionarían la interpretación de la variación.

La tercera posición del ranking la ocupa Acerlormittal, entidad cuya actividad se centra en la fabricación de productos de acero para la industria perteneciente al sector materiales básicos, industria y construcción. El impacto de la crisis derivó a que la entidad presentara márgenes negativos, siendo la principal causa la caída de las ventas debida, por una parte, al ajuste en los precios del acero y, por otra, a la reducción de la demanda justificada por la pandemia.

También la rentabilidad económica tornó a valores negativos, con caídas superiores al 100%, en entidades cuya actividad ha estado fuertemente afectada por las restricciones a la movilidad como Repsol, Amadeus, INDITEX y AENA con márgenes negativos debido a la notable caída de sus ingresos por la actividad que superó al esfuerzo realizado en la contención de los gastos de explotación.

**CUADRO 3. Impacto del estado de alarma en la Rentabilidad económica (en porcentaje)**

Nº	ENTIDAD	2020	VAR (%)	2019	VAR (%)	2018
1	IAG	-13,84%	-476%	3,68%	-47%	6,91%
2	MELIA HOTELS	-8,41%	-472%	2%	-32%	3,33%
3	ACELORMITTAL	-0,88%	-209%	0,81%	-85%	5,46%
4	REPSOL	-2,52%	-188%	2,88%	-23%	3,73%
5	AMADEUS	-2,19%	-123%	9,47%	-16%	11,31%
6	INDITEX	-0,93%	-109%	10,03%	-21%	12,69%
7	AENA	-0,41%	-107%	5,88%	12%	5,26%
8	INDRA	0,21%	-92%	2,76%	5%	2,62%
9	ACCIONA	1,02%	-67%	3,12%	35%	2,31%
10	CELLNEX	0,52%	-64%	1,46%	112%	0,69%
11	CIE. AUTOMOV	2,22%	-61%	5,64%	2%	5,55%
12	GRIFOLS	2,87%	-36%	4,45%	-8%	4,84%
13	ACERINOX	1,84%	-34%	2,77%	-47%	5,19%
14	IBERDROLA	2,70%	-32%	3,06%	10%	2,78%
15	TELEFÓNICA	1,34%	-28%	1,85%	-33%	2,78%
16	NATURGY	3,01%	-21%	3,83%	-144%	-8,78%
17	R.E.C	4,11%	-21%	5,18%	-1%	5,23%
18	ACS	3,55%	-21%	4,47%	64%	2,72%
19	ALMIRALL	3,88%	-19%	4,79%	22%	3,93%
20	MERLIN	1,27%	-18%	1,54%	-33%	2,29%
21	ENAGAS	3,05%	-12%	3,48%	-6%	3,72%
22	INM. COLONIAL	1,11%	-4%	1,16%	4%	1,12%
23	VISCOFAN	7,68%	29%	5,96%	-32%	8,79%
24	ENDESA	4,38%	143%	1,80%	-6%	1,92%
	<b>Media</b>	<b>0,65%</b>	<b>-83%</b>	<b>3,85%</b>	<b>-4%</b>	<b>4,02%</b>

Desv. STD	4,35%	<b>85%</b>	2,36%	<b>-41%</b>	4,01%
-----------	-------	------------	-------	-------------	-------

*Fuente: Elaboración de los autores*

	Rentabilidad económica positiva
	Rentabilidad económica negativa
	Variación negativa

### 3.3. El impacto de la pandemia en la generación de Valor Añadido

Con el cálculo del valor añadido bruto generado (VA) por cada entidad, conectamos la contabilidad empresarial con la contabilidad nacional. En este sentido, el valor añadido calculado por diferencia entre el valor de la producción y los consumos intermedios en los que la entidad ha incurrido para alcanzar tales ingresos, nos ofrece información útil de la contribución que la entidad realiza, con el desarrollo de su actividad, al Producto Interior Bruto de la economía del país.

En el CUADRO 4<sup>14</sup>, de forma análoga a las anteriores variables alternativas de rendimiento objeto del estudio, se presenta el ranking, ordenado en función de la variación entre el primer semestre de 2020 e idéntico periodo del ejercicio precedente.

**Aunque la reducción de valor añadido generado ya comenzaba a atisbarse en 2019, consecuencia de la ralentización en el crecimiento económico con una variación media del -4%, el impacto de la crisis sanitaria exacerbó la caída hasta alcanzar tasas medias de decrecimiento del valor añadido del 33%.**

**No obstante, y en la misma línea del resto de variables de rendimiento analizadas, la variación media del valor añadido no es representativa del conjunto de la muestra al presentar un elevado grado de dispersión, no afectando de igual forma a todas las entidades.** En este sentido, las tres entidades más afectadas en el ranking de caídas del valor añadido generado por la empresa han sido Acelormittal –con un descenso del VA próximo al 200% llegando a tornarse negativo–, IAG y Meliá Hotels. El denominador común de todas ellas vuelve a ser la caída de la actividad que no ha sido compensada por el ajuste efectuado en los consumos intermedios.

En Repsol, al igual que sucede en la práctica totalidad de las entidades, la disminución del valor añadido generado se explica por la disminución en el valor de la producción.

<sup>14</sup> Se ha eliminado del CUADRO la entidad Pharmamar al partir de una cifra de valor añadido generado negativa en 2019 que, de otro modo, distorsionarían la interpretación de la variación.

Así, en el primer semestre de 2020 el valor añadido generado representaba un 6% sobre el total de ingresos frente al 15% del mismo semestre del ejercicio anterior.

Por otra parte, AENA, entidad perteneciente al sector servicios de consumo con gran dependencia del turismo, cuyo valor añadido bruto generado en el primer semestre de 2020 representaba un 51% de los ingresos frente al 68% del mismo semestre del ejercicio anterior. La causa es, nuevamente, la disminución de los ingresos generados por la actividad en el periodo en mayor proporción que el ajuste de los consumos intermedios.

Cabe destacar también la reducción en la generación de valor añadido de Inditex, englobada dentro del sector bienes de consumo afectado por las restricciones a la movilidad, que pasó de los 3.461 millones de euros del primer semestre de 2019 a 1.492 en el mismo periodo en 2020, lo que supuso un descenso interanual del 57% consecuencia de la significativa caída en su actividad superior al 50%. En INDITEX, el valor añadido generado sobre la cifra de negocio en el primer semestre de 2020 se situó en un 19% frente al 27% del periodo precedente.

**CUADRO 2. Impacto del estado de alarma en el Valor añadido generado (millones de €<sup>15</sup>)**

Nº	ENTIDAD	2020	VAR (%)	2019	VAR (%)	2018
1	ACELORMITTAL	-606	-199%	611	-84%	3.930
2	IAG	314	-95%	5.715	10%	5.173
3	MELIA HOTELS	84	-82%	476	15%	414
4	REPSOL	919	-75%	3.653	-6%	3.877
5	AENA	559	-60%	1.402	6%	1.320
6	INDITEX	1.492	-57%	3.461	47%	2.358
7	AMADEUS	929	-52%	1.937	11%	1.751
8	CIE. AUTOMOV	372	-32%	550	12%	489
9	GRIFOLS	412	-24%	542	7%	506
10	ACCIONA	1.220	-14%	1.424	5%	1.360
11	MERLIN	193	-14%	225	-24%	298
12	TELEFÓNICA	9.110	-13%	10.501	0%	10.547
13	ALMIRALL	230	-11%	258	25%	207
14	NATURGY	2.369	-10%	2.629	7%	2.447
15	ENAGAS	464	-6%	494	-12%	559
16	ACS	5.248	-5%	5.533	11%	4.970
17	IBERDROLA	7047	-2%	7.168	9%	6.601

<sup>15</sup> Los datos figuran expresados en millones de euros, a excepción de Acelormittal que se presenta en millones de dólares.

18	INDRA	1.025	-1%	1.038	11%	938
19	R.E.C	846	-1%	853	1%	847
20	ACERINOX	413	3%	400	-14%	466
21	INM. COLONIAL	155	5%	147	5%	140
22	VISCOFAN	222	16%	192	3%	186
23	CELLNEX	572	53%	374	11%	337
24	FERROVIAL	672	79%	375	-84%	2.407
25	ENDESA	971	111%	461	23%	375
	<b>Media</b>	<b>1.355</b>	<b>-33%</b>	<b>2.017</b>	<b>-4%</b>	<b>2.100</b>
	Desv. STD	2.298	-13%	2.640	4%	2.531

Fuente: Elaboración de los autores

	Variación negativa
	Variación positiva

#### 4. Impacto de la pandemia en la solvencia y viabilidad financiera

Como ya se ha advertido, aunque los efectos económicos de la pandemia en el primer semestre de 2020 han afectado con carácter general a la mayor parte de las entidades, el impacto se exacerbó en el sector servicios de consumo, asociado con el transporte, ocio, hostelería y restauración, viéndose afectado sobremanera por su elevada dependencia de la actividad turística.

El desplome de la actividad, unido a la incapacidad de adaptación a corto plazo de la estructura de costes, ha provocado caídas, en mayor o menor medida, en todas las variables económicas manejadas: rentabilidad de las inversiones, generación de recursos y valor añadido generado erosionando, en consecuencia, la solvencia y viabilidad financiera de las entidades más afectadas.

En este sentido, y como complemento al estudio, en los CUADROS 5 y 6 mostramos, por una parte y a modo de síntesis la evolución de la ratio de autonomía financiera, como indicador de la solvencia en la medida que muestra el peso del patrimonio neto sobre el total de la financiación y, por otra, los efectos de la crisis en la viabilidad financiera, entendida como la capacidad de absorción de gastos financieros con el EBITDA valorando, alternativamente y de forma complementaria, el excedente de recursos generados que permitiría hacer frente a impuestos, cubrir el CAPEX de mantenimiento y vencimientos de la deuda financiera.

En efecto, los fondos propios constituyen recursos con la capacidad para absorber pérdidas, configurándose como una garantía de distancia a la quiebra, aproximándose a ésta en la medida que las pérdidas consumen el capital y las reservas. En el CUADRO 5 se observa la evolución de la autonomía financiera<sup>16</sup> ordenando la muestra analizada, de mayor a menor, en función de la variación observada entre el primer semestre de 2020 y 2019.

**En la mayor parte de las entidades se observa el impacto negativo de la pandemia en la solvencia, originadas por las pérdidas sufridas en algunas entidades, perteneciendo las dos entidades más afectadas al sector servicios de consumo.**

Así, mientras IAG reduce su solvencia en un -87%, pasando de alcanzar un 18% en el primer semestre de 2019 a un preocupante 2% en 2020 que exige reforzar el capital en la confianza de que se recupere la situación, Melia Hotels disminuye su autonomía financiera en un 31%. En ambas entidades, las pérdidas del ejercicio minoran el patrimonio neto<sup>17</sup>, a la vez que aumenta la deuda reduciendo, por tanto, su solvencia.

**CUADRO 3. Evolución de la autonomía financiera (PN/PN+PASIVO)**

Nº	ENTIDAD	2020	VAR (%)	2019	VAR (%)	2018
1	IAG	2,45%	-87%	18,24%	-30%	26,24%
2	MELIA HOTELS	17,69%	-31%	25,70%	-30%	36,72%
3	ACS	10,98%	-27%	15,10%	119%	6,89%
4	TELEFÓNICA	17,66%	-18%	21,55%	1%	21,37%
5	ACERINOX	35,89%	-16%	42,82%	1%	42,55%
6	FERROVIAL	18,14%	-16%	21,64%	-15%	25,61%
7	REPSOL	42,80%	-13%	49,11%	-4%	51,29%
8	R.E.C	26,06%	-10%	29,05%	5%	27,65%
9	CIE. AUTOMOV	21,18%	-9%	23,15%	13%	20,46%
10	NATURGY	31,96%	-7%	34,54%	-6%	36,59%
11	ACCIONA	20,23%	-7%	21,76%	1%	21,61%
12	MERLIN	47,35%	-7%	50,73%	2%	49,78%
13	INDRA	16,26%	-5%	17,18%	16%	14,87%
14	VISCOFAN	67,50%	-5%	70,87%	-2%	72,48%
15	IBERDROLA	37,57%	-3%	38,87%	-44%	69,15%
16	ACELORMITTAL	46,25%	-3%	47,76%	-2%	48,68%

<sup>16</sup> Se ha eliminado del CUADRO la entidad Pharmamar al partir de un porcentaje de autonomía financiera negativo en 2019 al ser el Patrimonio Neto de 2019 negativo que, de otro modo, distorsionarían la interpretación de la variación.

<sup>17</sup> El Patrimonio Neto de IAG en el primer semestre de 2019 era de 6.580 millones euros, mientras que en el ejercicio 2020 es de 785 millones de euros. Para Meliá el patrimonio neto en el primer semestre de 2019 era de 1.176 millones de euros, frente a los 743 millones de euros del ejercicio 2020.

17	AENA	37,24%	-3%	38,37%	8%	35,54%
18	INM. COLONIAL	52,01%	-1%	52,28%	5%	49,73%
19	AMADEUS	36,37%	7%	33,96%	-4%	35,54%
20	ENDESA	41,05%	8%	38,16%	-22%	48,63%
21	INDITEX	51,75%	9%	47,28%	-23%	61,16%
22	ENAGAS	33,19%	10%	30,04%	-2%	30,56%
23	ALMIRALL	57,07%	17%	48,97%	-17%	58,97%
24	GRIFOLS	45,14%	23%	36,67%	6%	34,73%
25	CELLNEX	33,60%	26%	26,74%	118%	12,25%
	<b>Media</b>	<b>34%</b>	<b>-4%</b>	<b>35%</b>	<b>-6%</b>	<b>38%</b>

Fuente: Elaboración de los autores

	Variación negativa
	Variación positiva

## 5. Impacto de la pandemia en la viabilidad financiera

Por último, en el CUADRO 6, se muestra la ratio de viabilidad financiera para las entidades en los tres periodos semestrales objeto de análisis. Este indicador, frecuentemente utilizado como *covenant* en los préstamos, conjuntamente con otros observando la proporción entre la carga financiera y el EBITDA o viceversa, muestra la capacidad de la entidad para atender la carga financiera, siendo frecuente establecer un límite próximo al 25% como referencia aceptable en la práctica profesional, así como en los *covenants* establecidos en los contratos de préstamo, a partir del cual se reduciría la capacidad de atender los vencimientos de la deuda y el pago de dividendos.

Del análisis de la viabilidad financiera excluimos aquellas entidades que presentan EBITDA negativo por no tener capacidad de atender siquiera su carga financiera con la generación de recursos del periodo, entre las que encuentran dos de las entidades del sector servicios de consumo cuya generación de recursos se ha visto seriamente afectada comprometiendo su viabilidad financiera, reduciendo la muestra a 23 entidades (véase CUADRO 6).

Atendiendo exclusivamente a la variación experimentada en el primer semestre de 2020 con respecto a idéntico periodo del ejercicio anterior, y considerando sólo aquellas entidades con EBITDA positivo, observamos como Repsol experimenta el mayor deterioro en su viabilidad financiera pasando de un 4% en el primer semestre de 2019 a un 140%, en idéntico periodo de 2020, consecuencia del fuerte descenso en la generación de EBITDA sin que el incremento de la carga financiera en tan solo un 2% sea significativa en la evolución de la viabilidad financiera.

En el caso de Amadeus, afectada severamente por las restricciones a la movilidad, también se observa una fuerte caída en la generación de EBITDA a la vez que aumentó la carga financiera en un 33% con el consecuente deterioro de su viabilidad financiera que pasa de un 2% estabilizado en periodos de normalidad a un 17% en 2020. Cie Automotive, muestra asimismo un deterioro notable en su viabilidad financiera consecuencia exclusivamente de la disminución en la generación de EBITDA a pesar del esfuerzo realizado en la reducción de los gastos financieros.

Otras entidades pertenecientes al sector servicios de consumo y al sector bienes de consumo, como AENA e INDITEX, sufrieron caídas notables en su actividad que ocasionaron reducciones simétricas en su generación de EBITDA, penalizando la ratio de viabilidad aun reduciendo la carga financiera.

**CUADRO 4. Efecto de la pandemia en la viabilidad financiera (GF/EBITDA)**

Nº	ENTIDAD	2020	VAR (%)	2019	VAR (%)	EBITDA
	IAG	(EBITDA)	(EBITDA)	13%	180%	2.353
	MELIA HOTELS	(EBITDA)	(EBITDA)	16%	94%	170
	PHARMAMAR	1,99%	(EBITDA)	(EBITDA)	(EBITDA)	7
1	REPSOL	139,56%	3014%	4,48%	-55%	3.003
2	AMADEUS	17,05%	711%	2,10%	2%	1.078
3	AENA	18,60%	215%	5,90%	9%	1.120
4	INDITEX	4,68%	134%	2,00%	100%	2.317
5	CIE. AUTOMOV	15,74%	78%	8,85%	-224%	278
6	MERLIN	39,00%	68%	23,19%	-25%	201
7	INDRA	29,05%	67%	17,44%	-18%	97
8	ALMIRALL	6,77%	65%	4,10%	56%	76
9	ACELORMITTAL	14,27%	63%	8,74%	54%	5.691
10	ACCIONA	31,71%	56%	20,34%	-35%	579
11	ACERINOX	8,41%	10%	7,67%	62%	344
12	NATURGY	19,68%	9%	18,03%	-5%	1.901
13	R.E.C	9,79%	8%	9,07%	-2%	778
14	IBERDROLA	22,06%	5%	21,09%	-7%	4.344
15	TELEFÓNICA	19,32%	2%	18,96%	16%	8.101
16	ACS	11,96%	-10%	13,29%	-16%	1.325
17	INM. COLONIAL	36,98%	-12%	41,97%	-10%	128
18	GRIFOLS	23,45%	-16%	27,95%	21%	588
19	CELLNEX	28,86%	-19%	35,78%	6%	227
20	ENAGAS	13,61%	-26%	18,40%	14%	481
21	VISCOFAN	0,64%	-35%	0,98%	40%	111
22	FERROVIAL	58,06%	-59%	140,22%	55%	123
23	ENDESA	9,90%	-64%	27,55%	35%	304



<b>Media</b>	<b>25%</b>	21%	<b>21%</b>	44%	<b>1.443</b>
--------------	------------	-----	------------	-----	--------------

*Fuente: Elaboración de los autores*

	Menos viabilidad
	Más viabilidad

## 6. Conclusiones

El inicio de la crisis sanitaria en marzo de 2020, que introdujo en la mayor parte de los países el distanciamiento social, restricciones severas a la movilidad y a la actividad comercial, provocó una caída en la cifra de negocio generalizada y sin precedentes.

**La mayor parte de las entidades no financieras que integran el IBEX-35, considerando su elevada capitalización bursátil, han obtenido un EBITDA inferior en el primer semestre de 2020 que en el mismo periodo del ejercicio anterior observando, en términos medios, una caída del EBITDA del 45%, cuyo origen se explica por la significativa caída de actividad, consecuencia del descenso de la demanda, unida a la imposibilidad manifiesta de ajustar, de forma simétrica, los gastos de explotación aun considerando el esfuerzo realizado para ajustar los costes a la nueva situación, a menudo insuficiente, optimizando asimismo la gestión del capital circulante, debiendo recurrir en algunos casos a reforzar el capital, con la finalidad de no comprometer la continuidad de la empresa, así como a reestructurar la deuda financiera con la finalidad de adaptar el calendario de vencimientos a la reducción en la generación de recursos sobrevenida, llegando incluso a bloquear temporalmente el pago de dividendos.**

Por otra parte, **constatamos que las entidades en las que más ha caído la generación de recursos, con descensos superiores al 100% del EBITDA, pertenecen al sector servicios de consumo, y más concretamente al subsector de transporte, ocio, turismo y hostelería, cuya actividad tiene una elevada dependencia del turismo siendo más vulnerables a la pandemia.**

**Así mismo, observamos como la rentabilidad económica media, situada en el primer semestre de 2019 en el 3,85%, se redujo como consecuencia del estado de alarma en un 83% hasta situarse en tasas próximas al 0,65%. Estos valores medios**

no son representativos del conjunto en tanto que la crisis sanitaria se ha dejado notar con mayor virulencia en el negocio de aquellas entidades más afectadas por las restricciones a la movilidad, llegando incluso a generar descensos en la rentabilidad superiores al 100%, en entidades pertenecientes principalmente al subsector de transporte, ocio, turismo y hostelería, petróleo y productos de consumo

Aunque la reducción de valor añadido generado ya comenzaba a atisbarse en 2019, consecuencia de la ralentización en el crecimiento económico con una variación media del -4%, el impacto de la crisis sanitaria exacerbó la caída hasta alcanzar tasas medias de decrecimiento del valor añadido del 33%. No obstante, y en la misma línea del resto de variables de rendimiento analizadas, la variación media del valor añadido no es representativa del conjunto de la muestra al presentar un elevado grado de dispersión, no afectando de igual forma a todas las entidades.

En la mayor parte de las entidades se observa el impacto negativo de la pandemia en la solvencia, originadas por las pérdidas sufridas en algunas entidades, perteneciendo las dos entidades más afectadas al sector servicios de consumo.

Por último, del análisis viabilidad financiera excluimos aquellas entidades que presentan EBITDA negativo por no tener capacidad de atender siquiera su carga financiera con la generación de recursos del periodo, entre las que encuentran nuevamente dos de las entidades del sector servicios de consumo, relacionado con el transporte, ocio turismo y hostelería, cuya generación de recursos se ha visto seriamente afectada comprometiendo su viabilidad financiera al depender sobremanera de la actividad turística. Entre las restantes entidades, Repsol experimentó el mayor deterioro en su viabilidad financiera consecuencia de la notable caída en la generación de recursos

## **7. Referencias**

Armany Serrat, N., Moya Gutiérrez, S., & Viladecans Riera, C. (2015): Utilidad del Estado de Flujos de Efectivo para el análisis empresarial. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 20, 195-217.

Ashraf, B. N. (2020): Stock Markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities? *US National library of Medicine National Institutes of Health*.

Azcárate, F & Fernández, M (2013): El Estado de Valor Añadido: una propuesta alternativa para la diferenciación entre los posicionamientos bruto y neto. *Revista Contable* (16).

Banco de España, 2020. *Informe Anual 2019: el Impacto del COVID-19 en la Economía Española*.

Banco de España, 2020. *Documento Ocasional Nº 2020: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del COVID-19*.

Banco de España, 2020. *Informe Trimestral de la Economía Española*.

Bastidas, C (2007): EBITDA, ¿es un indicador financiero contable de agregación de valor? *Capiv Review* (5).

Bolsa de Madrid, BME. [Bolsa de Madrid \(bolsamadrid.es\)](http://bolsamadrid.es)

Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV. [CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores](http://www.cnmv.es)

Gonzalo, J. A.; Pérez, A.J. (2020): ¿Hay EBITDA después del coronavirus? *Cinco Días* 17-06-2020

Gironella, E. (2005): El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa. *Revista de Contabilidad y Dirección* (2), 71-91.

Gonzalo, J; Pérez, J (2017): Una propuesta de normalización relativa al valor añadido como medida alternativa de rendimiento empresarial. *Especial XIX Congreso Internacional AECA*.

International Accounting Standards Board (2001). *NIC 7 Estado de Flujos de Efectivo*.

Kilpatrick, J., Dess, J, & Barter, L. (2020): COVID-19: Gestión del flujo de efectivo durante periodos de crisis. *Revista de Deloitte*.

Baker, S., Bloom, N., Davis, S., Kost, K., Sammon, M. and Viratyosin, T. (2020): The unprecedented stockmarket impact of COVID-19. *National Bureau of Economic Research*, April

Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020): Feverish stock price reactions to COVID-19. *Discussion Paper Series*.

Tascón, M. T., & Amor, B. (2007): El nuevo estado de flujos de efectivo: ¿más información implica mayor utilidad para el usuario? *XIII Premio AECA de Artículos sobre Contabilidad y Administración de Empresas y del Sector Público* (79), 14-20.

Torres, R & Fernández, M. (2020): La política económica española y el COVID-19. *Cuadernos de Información Económica* (275), 1-7.

Zeren, F., & Hizarci, A. E. (2020): The Impact of COVID-19 coronavirus on stock markets: evidence from selected countries. *MUFIDER*, 78-84.