

Las vulnerabilidades de la deuda corporativa ante un *shock* histórico

- La paralización de la actividad económica conllevará una caída del PIB mundial no vista desde 1930. ¿Hay fragilidades financieras latentes que puedan amplificar esta caída?
- En un entorno financiero más exigente, se pondrán a prueba los elevados niveles de deuda, se deteriorará su calidad y pueden activarse mecanismos de amplificación de las tensiones debido a las interconexiones entre distintos activos.
- Frente a estos riesgos, la política económica ha reaccionado de manera rápida y contundente, especialmente desde el flanco de los bancos centrales, que todavía podrían tener que redoblar esfuerzos.

El impacto de la COVID-19 sobre la economía es de una magnitud histórica y el propio FMI ha pronosticado que la caída del PIB mundial este año será la mayor desde la Gran Depresión. Aunque, a diferencia de la recesión de 2008, esta crisis no tenga su origen en una toma de riesgos excesiva y un *boom* del crédito, la parálisis de la actividad tensionará la salud financiera de muchas empresas. Además, las fuertes turbulencias de los mercados (con caídas históricas de las bolsas) y el endurecimiento generalizado de las condiciones financieras pueden activar vulnerabilidades latentes que amplifiquen el *shock* inicial. En este entorno, ¿cómo impactará la COVID-19 sobre los balances empresariales?, ¿qué vulnerabilidades financieras latentes nos deben preocupar? y ¿qué protección ofrece la respuesta de política económica?

La crisis económica de la COVID-19 afecta especialmente a la liquidez de las empresas, pero la solvencia también podría verse condicionada

La paralización de la actividad económica reduce la generación de ingresos de muchos negocios. Sin embargo, los costes de las empresas no se reducen en la misma cantidad, pues algunos de ellos no están directamente ligados a la producción, lo que genera tensiones de liquidez a corto plazo. Así lo ilustra la rebaja del 25% y el 20% de las expectativas de beneficios empresariales de 2020 del Eurostoxx 600 y el S&P 500, respectivamente. Además, la COVID-19 también ha provocado un endurecimiento generalizado de las condiciones financieras que puede dificultar el acceso de las empresas a sus fuentes de liquidez. Como podemos ver en el segundo gráfico, la capacidad de las empresas de abastecerse de liquidez en los mercados mayoristas ha sido dispar: en marzo, las emisiones de deuda con mejor calidad crediticia fueron las mayores registradas en los últimos años, mientras que en el mercado de deuda de menos calidad las emisiones se congelaron. Por ello, muchas de las medidas ofrecidas por los distintos gobiernos de las economías avanzadas se han destinado a ofrecer liquidez a las empresas (por ejemplo, con líneas de créditos y avales públicos o diferimientos en el pago de impuestos) e **intentar que aquellas que eran solventes antes de la paralización de la economía lo continúen siendo cuando se reactive.**

EE. UU.: condiciones financieras

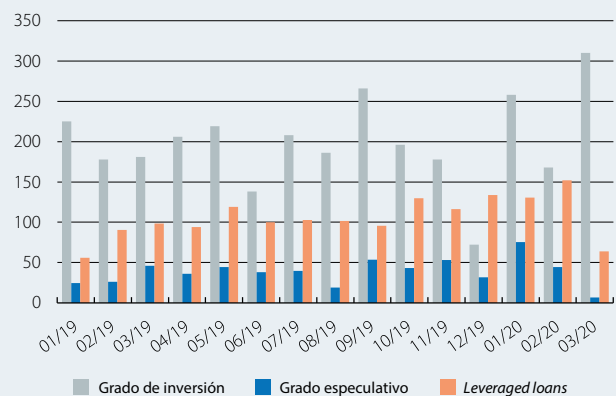
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago.

Mundo: emisiones de deuda corporativa por segmento

(Miles de millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

Sin embargo, el cambio de entorno también puede condicionar la solvencia de algunas empresas a medio plazo. Pese a los esfuerzos de los bancos centrales para mantener un entorno acomodaticio, el coste de financiación para las empresas más frágiles es probable que aumente, lo que presionará todavía más sus balances. Las diferencias entre sectores también son notables. Y es que todo apunta a que la normalización de la actividad será más gradual en sectores como las actividades de ocio y el turis-

mo. El sector energético también está sufriendo de forma especial debido al desplome del precio del petróleo.

Las vulnerabilidades de la deuda corporativa: cantidad, calidad e interconexiones

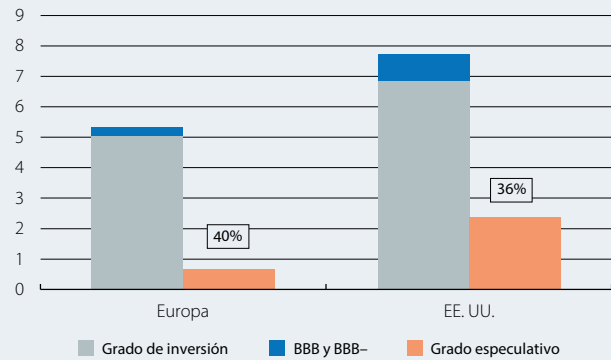
Las dificultades de liquidez y solvencia pueden sacar de nuevo a la luz distintas vulnerabilidades existentes en la deuda corporativa no financiera. Por un lado, **la cantidad de deuda corporativa se encuentra en niveles históricamente elevados**. Según los datos del BIS, en EE. UU. la deuda corporativa se encuentra en un máximo histórico del 75% del PIB, mientras que en la eurozona supone el 107%, ligeramente por debajo del máximo histórico del 111%.

Asimismo, en algunos segmentos preocupa la calidad de esta deuda. Una de las principales vulnerabilidades son los llamados ángeles caídos, aquellas empresas cuya deuda es aparentemente de buena calidad (tiene *rating* de grado de inversión), pero que con una pequeña rebaja de su nota crediticia pasarían a tener un *rating* de grado especulativo. Dado que muchos fondos tienen límites sobre los activos con grado de especulación que pueden tener en cartera, cuando un ángel cae, se suelen producir ventas forzosas, añadiendo así más presión a la caída de su precio. Además, esta situación aumenta la oferta de activos de este segmento e incrementa el coste de financiación y refinanciación tanto de los ángeles caídos como del resto de las empresas con deuda de grado especulativo. En el tercer gráfico podemos ver la deuda corporativa de Europa y EE. UU. que actualmente es susceptible de ser un ángel caído (es decir, la que ahora se encuentra en los dos últimos peldaños del grado de inversión, BBB y BBB-/Baa2 y Baa3). La magnitud de los posibles nuevos ángeles caídos es preocupante teniendo en cuenta que, en situaciones de estrés pasadas, entre un 2% y un 4% del total de la deuda con grado de inversión cayó a grado especulativo. En los niveles actuales, esto equivaldría a 160.000 millones de euros en Europa y 230.000 millones de dólares en EE. UU. No obstante, en la actualidad la fracción podría ser incluso mayor porque hay una concentración de deuda más elevada en los peldaños más bajos del grado de inversión.

Otra vulnerabilidad relacionada con la calidad de la deuda corporativa proviene del nuevo crédito concedido a empresas altamente endeudadas (conocido como *leveraged loans*), que representa cerca de 1,2 billones de dólares en EE. UU. y cerca de 0,2 billones de euros en la UE (o aproximadamente un 8% de la deuda corporativa en las economías avanzadas).¹ El principal riesgo de este segmento de deuda corporativa es que, en situaciones de estrés financiero, suele sufrir más rebajas del *rating*, desendeudamientos forzados y mayores impagos. De momento, la caída del precio de estos activos ha sido aproximadamente la mitad que la de la Gran Recesión (véase el cuarto gráfico).

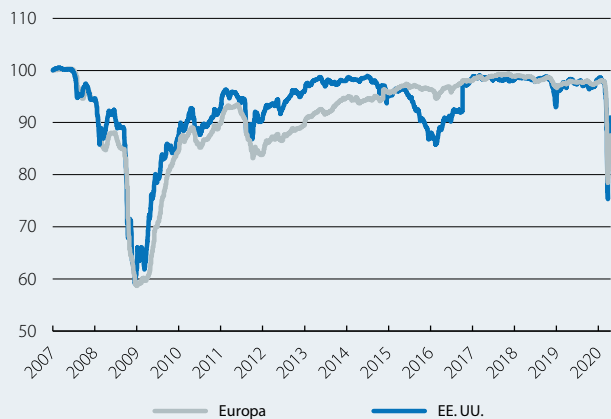
1. Financial Stability Board (2019). «Vulnerabilities Associated with Leveraged Loans and Collateralised Loan Obligations».

Europa y EE. UU.: deuda corporativa
(Billones de euros y dólares)



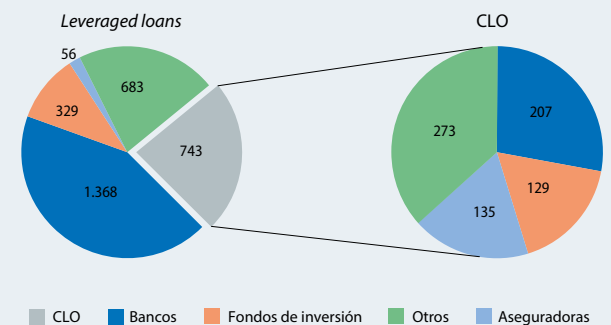
Nota: En los recuadros se muestra el porcentaje de deuda con grado BBB y BBB- con respecto al mercado total de grado especulativo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Europa y EE. UU.: precio de leveraged loans
Índice (100 = enero 2017)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tenedores de leveraged loans y CLO
(Miles de millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Financial Stability Board.

La mayor parte de esta deuda se encuentra en el balance del sector bancario, pero el quinto gráfico muestra cómo una porción nada menospreciable está en manos de instituciones financieras menos capitalizadas o empaquetada en los *collateralized loan obligations* (CLO), activos que se componen de conjuntos de otros activos con distintos

niveles de riesgo (deuda pública, deuda corporativa con nota crediticia alta, *leveraged loans* o incluso renta variable). Este proceso de empaquetamiento o titulación de los *leveraged loans* genera un sistema complejo de interconexiones en el sistema financiero (entre originadores de cada activo subyacente, originadores de cada CLO, compradores de CLO, etc.). En este sentido, preocupa la baja calidad de los activos subyacentes a las CLO (la gran mayoría con nota crediticia inferior al grado de inversión) y el fuerte crecimiento del mercado de CLO en la última década (se ha más que duplicado). Sin embargo, hay elementos técnicos gracias a los que las CLO son menos sensibles a cambios en el sentimiento de mercado que otros instrumentos que amplificaron las turbulencias en el pasado.² Además, en su conjunto, el mercado de activos de titulación apenas tiene la mitad del tamaño que alcanzó en los trimestres previos a la crisis financiera de 2008.

La respuesta de la política económica va en la buena dirección, pero ¿es suficiente?

Para que estos elementos de riesgo identificados no se conviertan en amplificadores del *shock*, es importante que el sector corporativo mantenga un acceso favorable a fuentes de financiación estables. En esta línea han actuado tanto los gobiernos como los principales bancos centrales, aunque el alcance de las medidas es distinto entre regiones. Por ejemplo, las medidas fiscales directas³ anunciadas en EE. UU. y Alemania representan el 8,6% y el 4,8% del PIB, respectivamente, mientras que en economías con menos espacio fiscal, como Italia o España, el grueso del estímulo se ha centrado en dimensiones como las garantías y los avales públicos. En EE. UU., además, la Fed y el Tesoro americano se han coordinado para fomentar el flujo de crédito y el buen funcionamiento de los mercados.⁴

Por su parte, los bancos centrales han sido especialmente agresivos para contener el estrés financiero, asegurar el buen funcionamiento de los mercados y garantizar que el crédito siga fluyendo en condiciones favorables.⁵ En lo que respecta a la deuda corporativa, los programas anunciados hasta la fecha pueden llevar al BCE y la Fed a adquirir alrededor de un 2% y un 7%⁶ de la deuda corporativa exis-

tente en sus respectivos mercados durante 2020. Además, tanto la Fed como el BCE han ayudado a relajar las tensiones en el mercado de ángeles caídos al anunciar que aceptarán como colateral la deuda que tenía grado de inversión a inicios de la crisis sanitaria incluso si cae a grado especulativo (siempre y cuando en el momento de la compra la nota no sea inferior a BB- y BB, respectivamente).

Con todo, el grueso de las medidas se circunscribe a deuda con grado de inversión. Pero, como hemos visto, hay vulnerabilidades destacables en la deuda de menor calidad, un segmento en el que las tasas de impago en las recesiones de 2001 y 2008 fueron del 9,6% y 13,4%, respectivamente, y que difícilmente escapará al efecto de la COVID-19.

Ricard Murillo Gili

2. Por ejemplo, las CLO no permiten reembolsos anticipados y su flujo de pagos no depende de fuentes con necesidades de refinanciación a vencimientos más cortos que los de los activos latentes.

3. Que incluyen esquemas similares a los ERTE o subvenciones a pequeñas y medianas empresas.

4. Véase el artículo «Políticas económicas frente a la COVID-19: ¿se romperán las fronteras de lo imposible?» en el Dossier de este mismo Informe Mensual para más detalles sobre la coordinación de la política monetaria y fiscal en la eurozona.

5. Reducción de los tipos de interés a niveles mínimos, aportaciones de liquidez al sistema financiero, promover el uso de los búferes de capital acumulados estos últimos años para absorber nuevos costes y grandes volúmenes de compras de deuda pública y corporativa.

6. Para el BCE, asumimos que destina a deuda corporativa un porcentaje parecido al realizado en el pasado sobre los actuales programas (20.000 millones mensuales más los 120.000 y 750.000 anunciados en marzo). En EE. UU., nos centramos en el Primary y Secondary Market Corporate Credit Facility (500.000 y 250.000 millones de dólares, respectivamente).