

## El peso en deuda de la COVID-19

La COVID-19 nos ha sacudido de arriba abajo y se ha impuesto como una protagonista más de nuestras vidas. Ha zarandeado nuestras costumbres y ha cambiado el mundo en el que vivimos. Desde lo pequeño a lo grande: de desplazar el fútbol o el tiempo como tema de conversación informal (y formal) hasta hundir la economía mundial en la peor recesión de los tiempos modernos. La COVID-19 también moldeará el mundo del futuro. En estas páginas hemos hablado del teletrabajo, la digitalización o el comercio internacional.<sup>1</sup> Otro de sus tentáculos será una gran mochila de deuda. ¿Cuánto pesará y cómo nos condicionará en el mundo de mañana? Lo exploraremos en las siguientes páginas de este Dossier pero, primero, empecemos por los datos.

### Tamaño, alcance y velocidad

Ante un golpe excepcional, el incremento de la deuda será también excepcional: en tamaño, velocidad y alcance. El sector público, por su capacidad de endeudarse más y con mejores condiciones (tipos de interés más bajos y vencimientos más largos), absorberá el grueso de un incremento que, como muestra la tabla, nos situará en unos niveles de deuda prácticamente nunca vistos (los precedentes históricos se encuentran estrechamente vinculados a grandes guerras).<sup>2</sup> Además, el aumento será extraordinariamente abrupto. Por ejemplo, en Italia y España se prevé un salto de +25 p. p. de PIB en tan solo un año, cuando, tras la crisis financiera de 2007-2008, se tardaron cinco y tres años, respectivamente, en acumular un incremento parecido (y eso que se partía de un mayor margen de maniobra fiscal).

Es más, la tabla también muestra que el repunte de la deuda pública será generalizado entre las economías avanzadas y emergentes. De hecho, aunque los incrementos sean algo menores entre los emergentes, su situación es particularmente delicada porque tienen menos margen fiscal, dependen más de la financiación exterior y son más propensos a sufrir crisis de deuda. Por esta razón son especialmente importantes los programas de alivio de la deuda que han puesto en marcha el G-20, el FMI y otros organismos internacionales.<sup>3</sup>

Mientras que el incremento de deuda pública se produce desde un punto de partida ya elevado, en general las familias parten de niveles de deuda claramente inferiores a los que ostentaban en la antesala de la crisis financiera de 2007-2008 (véase el primer gráfico), lo que al menos sugiere que encaran las turbulencias de la COVID-19 con balances más saneados. Sin embargo, la situación de la deuda empresarial es algo más mixta. A lo largo de la última década, las empresas se han desendeudado claramente en países como España, Italia y Portugal, y han mantenido niveles de deuda relativamente moderados en EE. UU. y Alemania y elevados en Francia. Pese a ello, han emergido vulnerabilidades como el deterioro de la calidad de la deuda corporativa en EE. UU., especialmente por el número relativamente elevado de empresas susceptibles de ser un «ángel caído» (empresas cuya deuda es aparentemente de buena calidad, pero que con una pequeña rebaja de su nota crediticia pasarían a tener un *rating* de grado especulativo) y el crecimiento de la deuda entre empresas que ya partían de niveles de endeudamiento elevados.<sup>4</sup> Además, entre las economías emergentes se ha producido un crecimiento muy fuerte de la deuda corporativa en China, que se ha más que triplicado desde 2008.<sup>5</sup>

Primero, empecemos por los datos.

### Primeras pistas en los datos

Precisamente, China es uno de los primeros países para los que tenemos datos sobre el impacto de la COVID-19 en la deuda privada,<sup>6</sup> y las magnitudes son significativas: mientras que el endeudamiento de los hogares apenas aumentó en 2 p. p. de PIB en el

### Deuda pública: previsiones para 2020 y máximos históricos

	Incremento previsto (p. p.)	Nivel previsto (%)	Máximo histórico (según datos disponibles)
Avanzadas	17	122	Año 1835 (165%)
EE. UU.	22	131	Año 2020
Japón	15	252	Año 2020
Reino Unido	10	96	Año 1947 (264%)
Eurozona	16	101	–
Alemania	12	72	Año 2020
España	25	121	Año 1880 (162%)
Francia	21	119	Año 1921 (237%)
Italia	25	160	Año 1920 (160%)
Países Bajos	11	60	Año 1834 (247%)
Portugal	23	140	Año 2020
Emergentes	9	62	Año 1882 (108%)
China	11	65	Año 2020
Brasil	9	98	Año 1884 (121%)
México	8	61	Año 1986 (78%)
Europa emergente	7	37	–

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de previsiones propias (España y Portugal), del consenso de Focus Economics de septiembre de 2020 (resto de la eurozona) y el Fiscal Monitor de abril de 2020 del FMI (resto). Datos históricos del FMI (Historical Public Debt Database).

1. Véase el Dossier «El mundo después de la COVID-19» en el IM05/2020 y el Dossier «Teletrabajo, una herencia de la pandemia» en el IM09/2020.

2. La magnitud final es incierta en tanto que depende de cuánto termine cayendo el PIB en 2020 (determinará el tamaño final de los estabilizadores automáticos, las medidas discrecionales y las garantías públicas al crédito que se ejecuten).

3. Véase Arellano, C. *et al.* (2020). «Deadly Debt Crises: COVID-19 in Emerging Markets». NBER Working Paper.

4. A principios de año, entre un 10% y un 15% de la deuda corporativa con calidad de 'grado de inversión' estaba a tan solo uno o dos peldaños de caer a 'grado especulativo'. Recientemente, analizamos ambas vulnerabilidades en el Focus «Las vulnerabilidades de la deuda corporativa ante un shock histórico», en el IM05/2020.

5. Analizamos sus vulnerabilidades en el Focus «La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?» en el IM10/2016.

6. En China, el batacazo económico de la COVID-19 se concentró en el 1T 2020, último trimestre para el que el BIS publica datos de calidad para la deuda en una comparativa internacional.

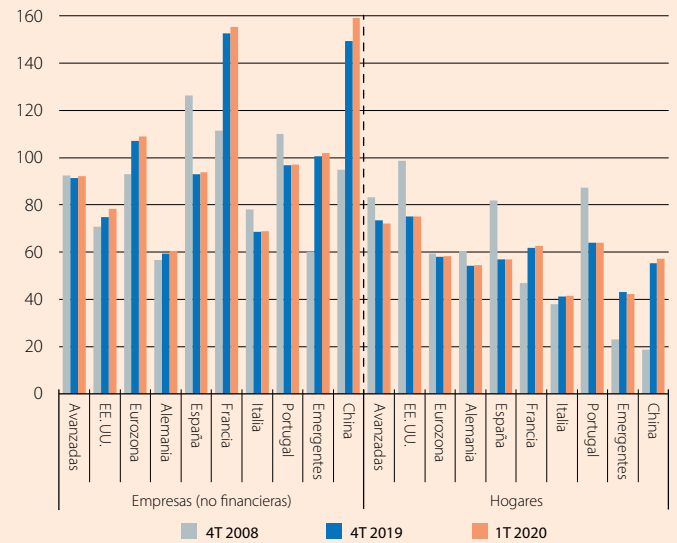
1T 2020, la deuda empresarial (no financiera) repuntó en 10 p. p. y volvió a situarse cerca de los máximos que tanto habían preocupado en 2015 y 2016. Entre las economías avanzadas, la información es todavía escasa porque el castigo de la COVID-19 se concentró en el 2T 2020, pero los primeros datos disponibles para EE. UU.<sup>7</sup> muestran un salto en la deuda corporativa y una relativa normalidad entre los hogares: entre enero y junio, la deuda empresarial no financiera aumentó un 9,4% (aproximadamente el doble del incremento total registrado en 2019), mientras que el endeudamiento de los hogares se mantuvo mucho más estable (+1,9%, una cifra parecida a la registrada en el mismo periodo del año pasado). De hecho, cuando se desagregan estos datos, se ve claramente que medidas como las moratorias sobre los préstamos (especialmente los hipotecarios) y los avales públicos a líneas de crédito han evitado un tensionamiento de los balances de las familias y las empresas. Es más, fruto de las ayudas recibidas, el ahorro precautorio y la recuperación de las cotizaciones financieras, el hogar promedio estadounidense en realidad ha mejorado sus colchones financieros. De todos modos, y aunque la gran batería de medidas económicas contra la COVID-19 hace prever que el grueso del endeudamiento sea público, la mejora en los balances de los hogares es probablemente temporal y, en el conjunto de empresas y familias, mucho dependerá de la evolución de la actividad y el mercado laboral en los próximos trimestres.

**¿Una carga menos pesada de lo que aparenta?**

En las próximas páginas de este Dossier analizaremos las lecciones que nos ofrecen otros episodios históricos y las posibles consecuencias de este incremento de la deuda fuerte, abrupto y generalizado. Pero, antes, es importante recalcar que el incremento

**Deuda privada a nivel global**

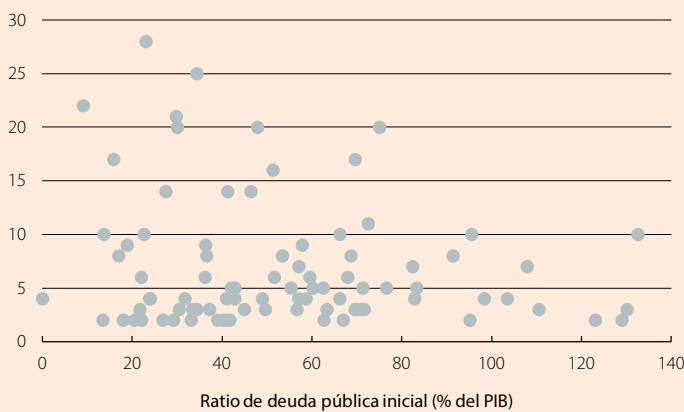
(% del PIB)



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

**Deuda pública y r-g**

Duración del episodio  $r-g < 0$  (años)



Nota: Muestra de 17 economías avanzadas entre los años 1950 y 2016. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Jordà et al. (2017). «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts». NBER Macroeconomics Annual.

refinanciar deudas antiguas. Sin embargo, la clave es que la recuperación de la economía sea lo más dinámica y sostenible posible: si la actividad se enquistaba y sufre daños permanentes, los ingresos de familias, empresas y gobiernos sufrirán y la carga de la deuda pesará con más intensidad. Asimismo, siempre que la recuperación esté encauzada, también será clave encarar la reducción de la deuda. Puede ser tentador acomodarse en el colchón de un crecimiento de los ingresos (g) superior al pago de intereses (r), pero la experiencia histórica aconseja cautela: como mostramos en el último gráfico, estos periodos de  $r < g$  tienden a ser más cortos y menos frecuentes cuanto más elevado es el nivel de deuda.<sup>8</sup>

de la deuda es una reacción necesaria y eficaz para suavizar el daño de una caída sin precedentes en los ingresos de familias y empresas: endeudarse consiste en trocear esta caída excepcional en partes más pequeñas y distribuirlas a lo largo del tiempo. De hecho, la propia respuesta de la política económica incentiva y facilita incrementar la deuda, tanto pública (con un aumento muy importante del gasto a través de estabilizadores automáticos y medidas discrecionales) como privada (a través de las garantías y una política monetaria acomodaticia).

Al valorar el nuevo mundo de deuda que nos espera, hay que considerar el incremento en los niveles de la deuda (excepcional pero necesario y, como veremos, factible de gestionar), por un lado, y la carga de esta deuda (flujos de pagos de la deuda respecto a los flujos de ingresos de familias/empresas/gobiernos) por otro. En un entorno de bajos tipos de interés y una deuda financiada a vencimientos largos, esta carga de la deuda debería ser llevadera. E incluso puede aliviarse algo si se aprovechan los bajos tipos de interés para

Adrià Morron Salmeron y Javier Garcia-Arenas

7. El Informe trimestral sobre la deuda y el crédito a los hogares, de la Fed de Nueva York, y las Cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal en su conjunto.  
8. Véase Lian, W. et al. (2020). «Public Debt and r - g at Risk». IMF Working Paper. Los autores desarrollan y sustentan empíricamente esta fragilidad.