

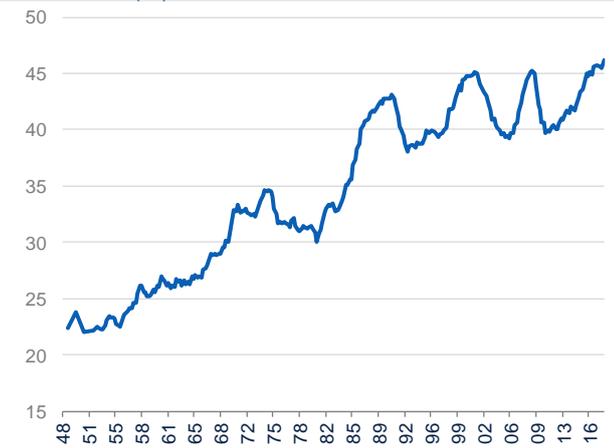
Deuda corporativa en el ocaso del ciclo de crédito

Filip Blazheski / Nathaniel Karp

- La deuda corporativa no financiera en relación con el PIB es alta, pero la deuda en relación con activos y la deuda en relación con beneficios sigue siendo moderada
- Los sólidos beneficios, las rebajas de impuestos y los reducidos tipos de interés en términos reales permiten a las sociedades atender sus deudas sin problemas
- No obstante, el endurecimiento de las condiciones financieras, la ralentización en el crecimiento de los beneficios y la mayor aversión al riesgo provocarán un aumento en los niveles de riesgo de impago de la deuda, así como un deterioro de la calidad de la deuda corporativa
- El aumento del riesgo asociado al apalancamiento de las empresas no financieras podría generar una recesión, si bien no causará una crisis financiera sistémica por sí solo

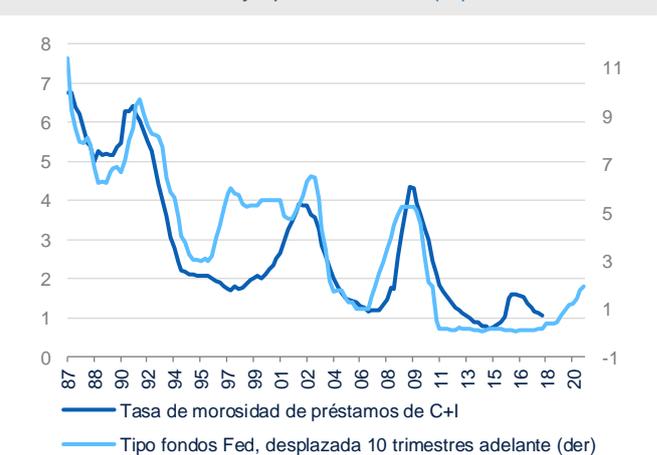
El período sin precedentes de políticas monetarias marcadamente acomodaticias y abundante liquidez vivido en los últimos diez años impulsó un repunte en la deuda corporativa no financiera. En el 2TR18, esta clase de deuda alcanzó un nuevo máximo de 9,4 billones de dólares, lo que supone un incremento de 3,3 billones de dólares, o un 53%, desde el 1TR10. La ratio de deuda corporativa no financiera en relación con el PIB se sitúa en el 46,2%, su máxima desde 1948, año en que comenzaron a registrarse estos datos en su forma actual (Gráfica 1). El elevado nivel de endeudamiento ha suscitado preocupación en torno a la salud financiera del sector empresarial, especialmente en un período de tipos de interés al alza, lo que en el pasado ha presagiado un incremento en los impagos de la deuda (Gráfica 2). Habida cuenta de que durante el ciclo actual se han asumido unos riesgos excesivos en los mercados de deuda corporativa debido a la mayor financiación de bonos basura y préstamos apalancados, la siguiente oleada de impagos podría tener consecuencias mucho más graves. En este informe analizamos las condiciones que subyacen tras los elevados niveles de deuda corporativa y consideramos su posible evolución durante los próximos trimestres.

Gráfica 1. Deuda corporativa no financiera en relación con el PIB¹ (%)



Fuente: BBVA Research, Reserva Federal y BEA

Gráfica 2. Morosidad y tipos de interés (%)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

1: la deuda incluye valores más préstamos.

Apalancamiento

Aunque la deuda corporativa no financiera ha alcanzado niveles récord en relación con el PIB, la ratio de deuda en relación con activos calculada a partir de los datos del informe «Flujo de fondos» de la Reserva Federal sugieren que el apalancamiento podría no ser tan excesivo (Gráfica 3). Un problema asociado a esta ratio es que asume valores de activos a su coste de mercado o de reposición, lo que podría distorsionar el nivel real de apalancamiento en caso de que los precios de los activos no sean coherentes con los fundamentales. Asimismo, cabe que las cifras agregadas enmascaren ciertos riesgos que podrían estar fraguándose bajo la superficie.

A fin de comprender mejor lo que sucede al tomar en cuenta los valores contables, así como de medir el apalancamiento en el sector corporativo, hemos recopilado un conjunto de datos sobre 2.670 empresas no financieras seleccionadas aleatoriamente de entre el universo de empresas domiciliadas en EE.UU. actualmente activas, o que han estado activas en algún momento desde 1987, junto con sus principales datos financieros completos.² El número de empresas nacionales cotizadas en las bolsas de EE.UU. ha pasado de en torno a 7.500 a finales de los años 90 a alrededor de 3.600 en 2017. Pese a no incluir empresas no cotizadas, nuestra muestra aleatoria de gran tamaño nos ofrece una información muy valiosa.

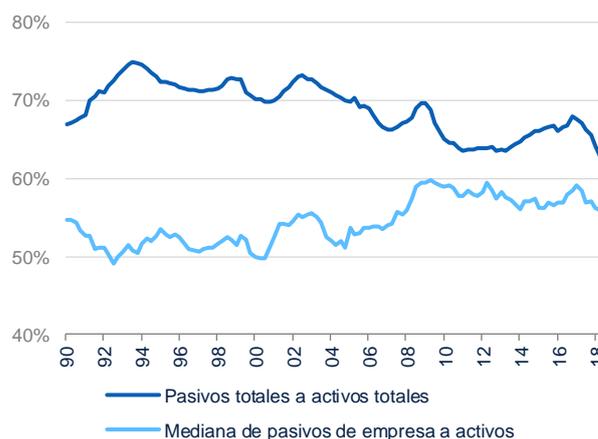
La serie temporal agregada obtenida a partir de la muestra corrobora el hallazgo de que el apalancamiento global (pasivos totales en relación con activos totales) podría no ser tan preocupante como indicaría la ratio deuda/PIB. A modo de ejemplo, la ratio de apalancamiento no ha dejado de caer desde comienzos de los años 90. Respecto a la mediana de las empresas, esta ratio viene reduciéndose desde 2009 (Gráfica 4). Por ello, el apalancamiento parece haber estado estable o en declive. Dado que la media y la mediana constituyen medidas de tendencia central, es preciso complementarlas con cierta información sobre la dispersión de los datos. Para ello, analizamos las ratios referidas al percentil 90 y 95 de las empresas presentes en la distribución. Estos datos también confirman que las tendencias de apalancamiento son adecuadas, incluso en el caso de las empresas más apalancadas (Gráfica 5), y vienen respaldadas por la mejoría en la evolución financiera acaecida desde el segundo semestre de 2010 (Gráfica 6).

Gráfica 3. Empresas no financieras, apalancamiento (%)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

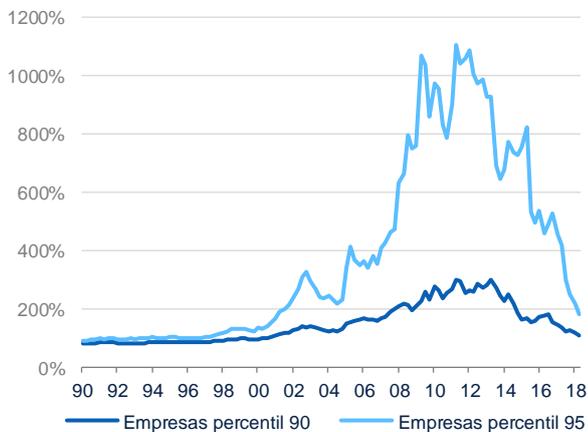
Gráfica 4. Ratios de apalancamiento de las empresas no financieras cotizadas en Bolsa (%)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

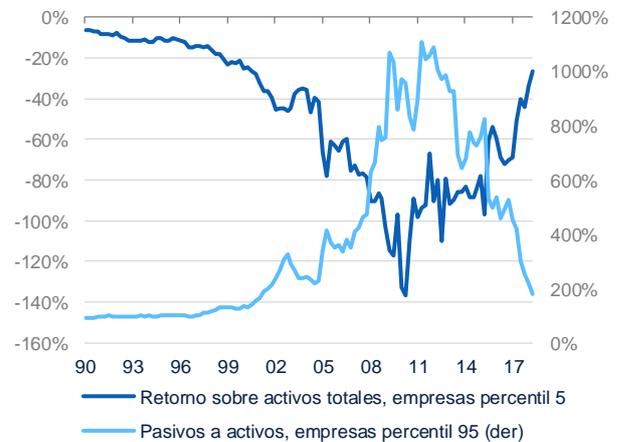
2: Activos totales, pasivos totales, tesorería y equivalentes de tesorería, y beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT).

Gráfica 5. Empresas no financieras cotizadas en Bolsa, pasivos en relación con activos (%)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 6. Empresas no financieras cotizadas en Bolsa, EBIT en relación con activos y pasivos en relación con activos (%)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Existen otros indicadores que pueden aportar una información más reveladora. Uno de ellos es la ratio de cobertura de intereses, que muestra el número de veces que el EBIT de una empresa³ cubre sus costes por intereses netos. Cuanto mayor sea la ratio, mayor será la capacidad de la empresa para atender su deuda. La ratio mediana en nuestra muestra ha aumentado notablemente, lo que apunta a una mejora en las condiciones, al igual que la ratio de cobertura de intereses implícita, que hemos calculado para un subconjunto más amplio de empresas, ya que una parte de las empresas que integran nuestra muestra no publica su ratio de cobertura de intereses efectiva (Gráfica 7). La misma conclusión se deriva de las empresas del percentil 10 (Gráfica 8). La ratio de cobertura por intereses negativa que exhiben las empresas del percentil 5, que constituye el segmento de mayor riesgo en la cola de la distribución, se ha incrementado considerablemente en términos absolutos desde 2010, si bien recientemente viene mostrando una cierta mejoría.

Un análisis más detenido de las características que presentan las empresas con ratios de cobertura por intereses extremadamente negativas nos indica que suelen estar encuadradas en segmentos muy complejos de la economía: farmacéuticas, dispositivos médicos, software y tecnología (excluido software). Esto se debe a que, a pesar de disfrutar de valoraciones positivas por el elevado valor percibido de sus innovaciones, algunas empresas que se encuentran en sus fases iniciales de comercialización tienen beneficios negativos. Así, el elevado grado de cobertura por intereses negativa presente en la cola de elevado riesgo de la distribución obedece probablemente a la cuantiosa inversión inicial que los modelos de negocio basados en nuevas tecnologías requieren antes de empezar a ser rentables. Tras excluir estas empresas no rentables altamente apalancadas, la media de la ratio de cobertura por intereses implícita no varía sustancialmente, lo que confirma que el tamaño y la prevalencia de estas empresas son limitados y, por tanto, su impacto potencialmente adverso sobre la estabilidad financiera es relativamente reducido.

3: Beneficios antes de intereses e impuestos

Gráfica 7. Empresas no financieras cotizadas en Bolsa, ratio de cobertura por intereses (Ratios)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 8. Empresas no financieras cotizadas en Bolsa, ratio de cobertura por intereses (Ratio)

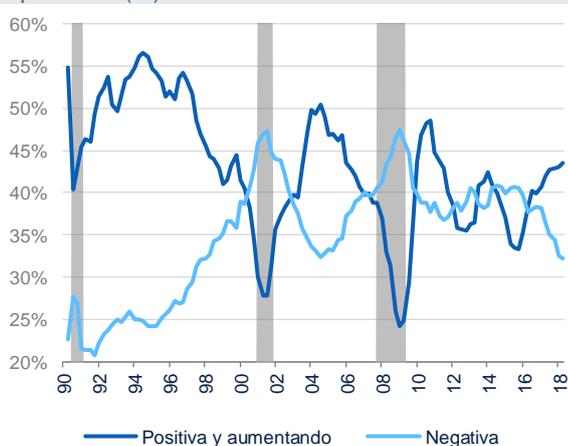


Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Las tendencias sobre beneficios determinan la capacidad de las empresas para hacer frente a su deuda corporativa y son vitales para comprender la verdadera importancia del actual nivel de endeudamiento corporativo. En este sentido, nuestra muestra revela unos resultados dispares. Por el lado positivo, la proporción de empresas que registró beneficios negativos en el 2TR18 fue la más baja desde el 1TR98, mientras que la de empresas con beneficios positivos y al alza fue la mayor desde el 3TR11 (Gráfica 9). Con todo, el valor relativo del EBIT negativo ha comenzado a aumentar, mientras que la proporción de empresas con EBIT positivo y al alza del total que registraron EBIT positivos ha empezado a reducirse. Estas señales divergentes reflejan una ralentización en el crecimiento del EBIT entre las empresas de mayor tamaño, pero también una mejoría en las tendencias de EBIT de las pequeñas compañías.

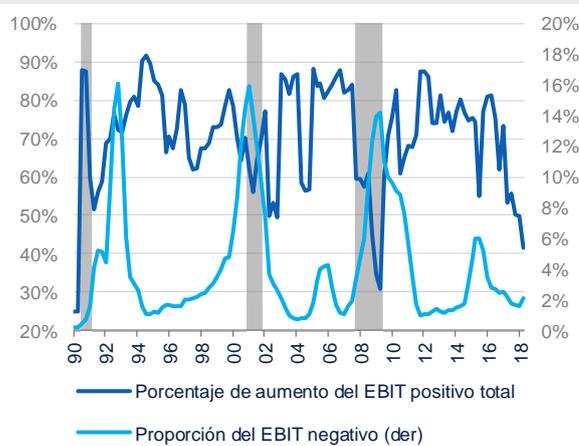
Habida cuenta de lo inusual que resulta ver señales de debilidad potencial en el crecimiento del EBIT en una economía que todavía no se encuentra en recesión, investigamos si esto podría venir ocasionado por un sector específico. Sin embargo, los datos muestran que la ralentización en el crecimiento de los beneficios no se concentra en ningún sector concreto, sino que está bastante extendida. Dicho esto, los beneficios totales en el sector del software vienen siendo negativos desde 2016 (Gráfica 11). Aunque esta evolución podría reflejar una mayor propensión al riesgo y disposición a invertir en actividades con potencial de deparar grandes rendimientos, apunta no obstante a una acumulación de riesgos, que podrían materializarse conforme los tipos de interés continúen aumentando y en caso de producirse una ralentización de la economía.

Gráfica 9. Tendencias de EBIT, proporción de empresas, sin ponderar (%)



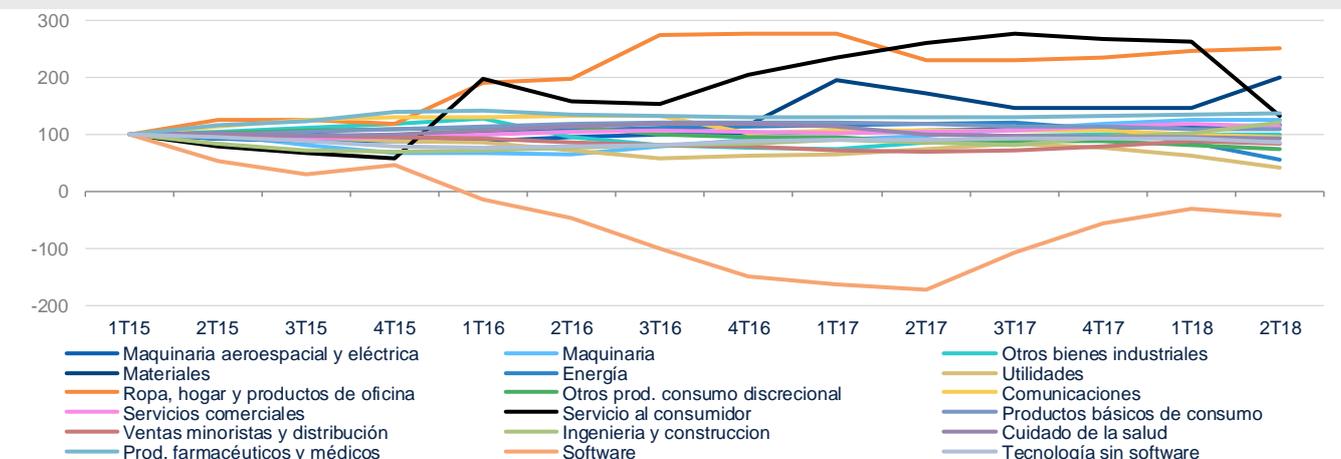
Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 10. Tendencias de EBIT (%)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 11. EBIT (índice 1TR15=100)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

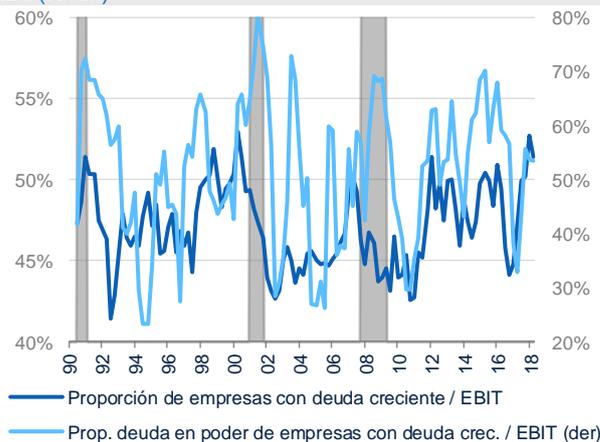
Otro indicador adicional que analizamos fue la ratio de deuda ⁴ en relación con el EBIT. En la actual coyuntura de tipos de interés al alza, las empresas con ratios de deuda/EBIT elevadas serán las más expuestas a posibles tensiones financieras. Este indicador también arrojó mensajes dispares. Sorprendentemente, la deuda total en relación con el EBIT de nuestra muestra es relativamente reducida en comparación con los estándares históricos (Gráfica 12). Además, la proporción de empresas con ratios de deuda/EBIT al alza y la proporción de deuda que mantienen parecen estar cerca de sus promedios históricos (Gráfica 13). Dicho esto, constatamos un incremento apreciable en la ratio de deuda/EBIT en las empresas situadas en torno a la mediana de la muestra (Gráfica 14), lo que plantea mayores riesgos y probablemente guarde relación con la ralentización en el crecimiento del EBIT registrada por algunas empresas, como señalamos antes. Por sectores, en el 2TR18 el mayor nivel de deuda en relación con el EBIT se dio en el sector de suministros públicos, mientras que el de la asistencia sanitaria mostró el nivel más bajo (Gráfica 15). La ratio deuda/EBIT fue negativa en el sector de software debido a los beneficios negativos obtenidos por este segmento de compañías.

Gráfica 12: Deuda en relación con el PIB (Ratio)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 13: Empresas y deudas con apalancamiento al alza (Ratio)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

4: Deuda calculada como pasivos totales menos tesorería y equivalentes de tesorería

Gráfica 14: Deuda en relación con el PIB (Ratio)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Gráfica 15: Deuda en relación con el PIB (Ratio)

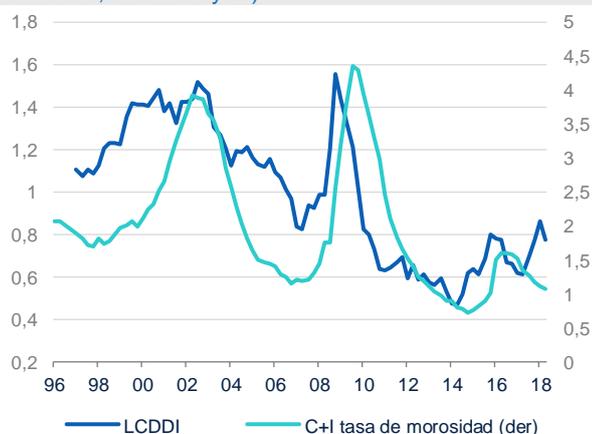


Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

Índice BBVA de Riesgo de Impago de la Deuda Corporativa Adelantado en EE.UU.

Los datos macroeconómicos y las estadísticas descriptivas generadas a partir de nuestra muestra apuntan a unas condiciones empresariales todavía sólidas en términos de endeudamiento corporativo, pero también a un creciente riesgo de aumento de los incumplimientos en el futuro, sobre todo si el crecimiento de los beneficios se ralentizara. Si el incremento de los impagos generara tensiones financieras sistémicas y una contracción del crédito, podría generarse un acusado impacto negativo sobre la inversión y el empleo, lo que daría lugar a una recesión económica. A fin de calcular la probabilidad de que esto suceda, utilizamos nuestra muestra y datos históricos sobre los tipos de interés de los bonos corporativos con ratings de AA, BBB, BB, B y CCC para desarrollar el índice BBVA de Riesgo de Impago de la Deuda Corporativa Adelantado en EE.UU. (LCDDI). El LCDDI presenta una estrecha correlación con el índice de morosidad de los préstamos comerciales e industriales (C&I) (Gráfica 16), si bien le lleva una ventaja de unos tres trimestres, en promedio. El LCDDI no coincide con el crecimiento del PIB, por lo que aporta un valor considerable a un modelo de previsión de morosidad que también se basa en previsiones de crecimiento sobre la producción. Asimismo, hemos calculado un LCDDI para la deuda con categoría especulativa (Gráfica 17) empleando únicamente datos de empresas con un mayor grado de apalancamiento y tipos de interés más elevados, y con calificaciones BB, B y CCC. Ambos indicadores apuntan a que podría producirse un cierto deterioro en la calidad de la deuda corporativa durante el próximo año, si bien con arreglo a nuestro escenario base se mantendrá contenido gracias al vigoroso crecimiento del PIB. Por sectores, el LCDDI indica un nivel de riesgo de impago de la deuda medio o por debajo de la media, salvo en el caso de las empresas de software y suministros públicos (Gráfica 18).

Gráfica 16: LCDDI e índice de morosidad de C&I (Indicador, media=1 y %)



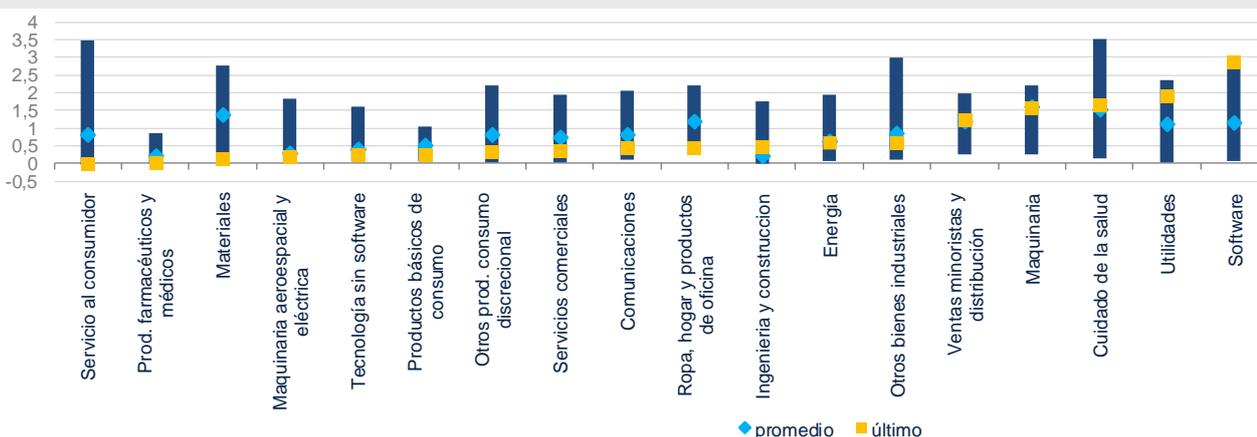
Fuente: Cálculos de BBVA Research, Bloomberg y Reserva Federal

Gráfica 17: LCDDI y tasa de incumplimiento de la deuda con categoría especulativa (Indicador, media=1 y %)



Fuente: Cálculos de BBVA Research, Bloomberg y S&P

Gráfica 18: LCDDI, excluidos períodos de gran tensión (índice, media global=1)



Fuente: Cálculos de BBVA Research basados en datos de Bloomberg

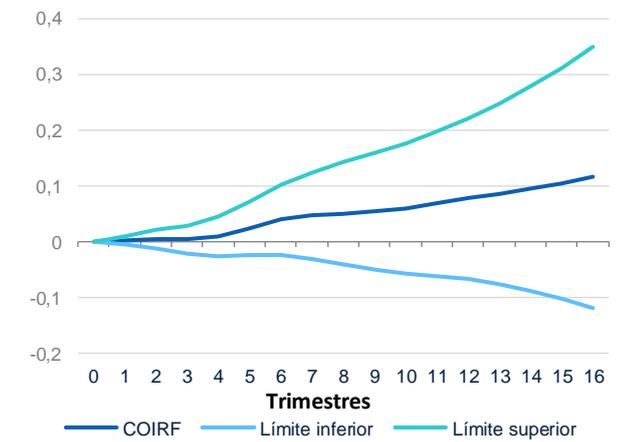
Análisis de respuesta a impulsos

Nuestro siguiente paso fue utilizar el LCDDI para identificar la relación entre el riesgo de impago de la deuda y las principales variables macroeconómicas. Descubrimos que, a largo plazo, las expansiones económicas generan un aumento de dicho riesgo. Aunque un shock positivo para el crecimiento del PIB no provoca, en un primer momento, impacto alguno en el riesgo de impago de la deuda, los riesgos al alza se van acumulando a lo largo del tiempo (Gráfica 19). El mismo patrón se aprecia cuando las cotizaciones reales de las acciones reciben un shock positivo: aunque la respuesta inicial es negativa, con el tiempo el nivel de riesgo de impago de la deuda se va elevando (Gráfica 20). Esto está en línea con la anticipación de uno o dos trimestres que las cotizaciones bursátiles muestran respecto al PIB real. Los resultados de las dos funciones de respuesta a los impulsos están bien documentados en la literatura económica. Por ejemplo, la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman Minsky plantea que los períodos prolongados de calma y prosperidad traen consigo una acumulación de riesgos a través de un aumento del endeudamiento y el apalancamiento⁵, ya que los agentes del mercado ajustan sus

5: Véase, por ejemplo: H.P. Minsky. *The financial instability hypothesis*. Jerome Levy Economics Institute Working Papers (1992), pág. 74

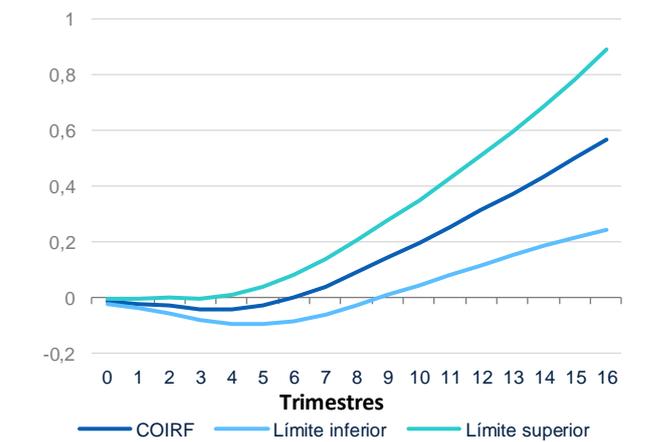
expectativas a partir de sus experiencias benignas sobre incumplimiento crediticio en el pasado inmediato y se vuelven cada vez más propensos a asumir riesgos.

Gráfica 19: Función de respuesta a los impulsos acumulada e intervalo de confianza del 95% (Impulso - crecimiento del PIB real, respuesta - indicador de riesgo de impago de la deuda)



Fuente: BBVA Research

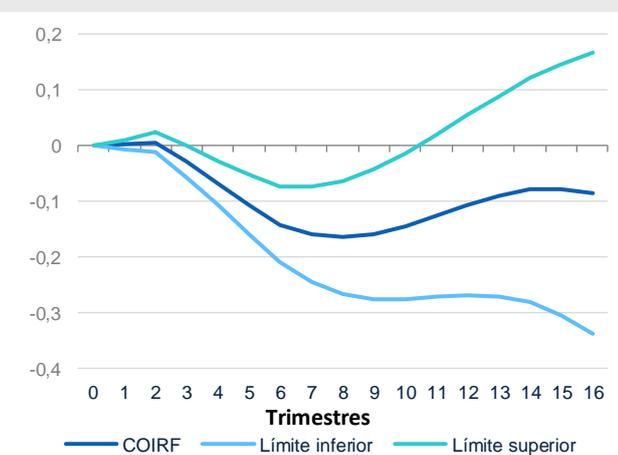
Gráfica 20: Función de respuesta a los impulsos acumulada e intervalo de confianza del 95% (Impulso - crecimiento real del S&P 500, respuesta - indicador de riesgo de impago de la deuda)



Fuente: BBVA Research

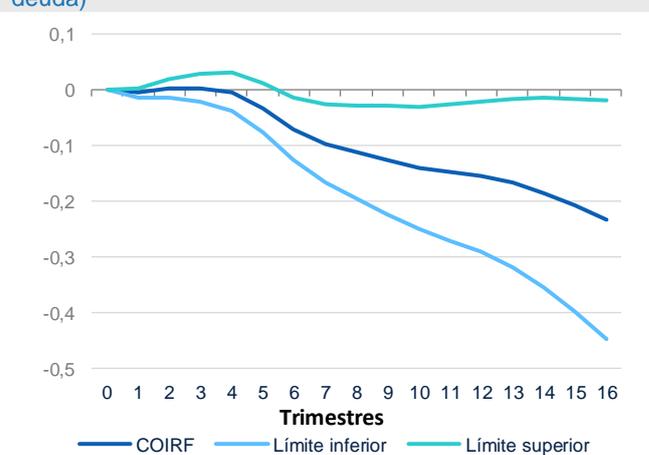
En cambio, los shocks positivos sobre los tipos de interés reales generan el efecto opuesto, ya que reducen el riesgo de impago de la deuda a medio y largo plazo (Gráfica 21). Esto se produce probablemente porque las empresas sobreapalancadas abandonan el mercado, mientras que el resto de los agentes se desapalanca y aumenta la aversión al riesgo por el lado de la oferta. Este hallazgo respalda la perspectiva de la Reserva Federal de que en esta fase del ciclo económico resulta adecuado proseguir con una senda de subidas graduales de los tipos de interés a fin de contener riesgos a la baja potencialmente superiores en el futuro. Con todo, parece que la herramienta más efectiva para controlar el riesgo de impago de la deuda a largo plazo es endurecer los criterios de concesión de préstamos. Aunque cabe que el riesgo de impago de la deuda aumente ligeramente durante el año posterior a un shock positivo sobre los criterios de concesión de créditos, dado que las empresas tienen más dificultades para reestructurar las obligaciones derivadas de su deuda, posteriormente este riesgo se reduce debido a la articulación de un apalancamiento y unos criterios de suscripción más prudentes (Gráfica 22).

Gráfica 21: Función de respuesta a los impulsos acumulada e intervalo de confianza del 95% (Impulso - tipos oficiales reales de la Reserva Federal, respuesta - indicador de riesgo de impago de la deuda)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 22: Función de respuesta a los impulsos acumulada e intervalo de confianza del 95% (Impulso - endurecimiento de los criterios de concesión de créditos C&I, respuesta - indicador de riesgo de impago de la deuda)



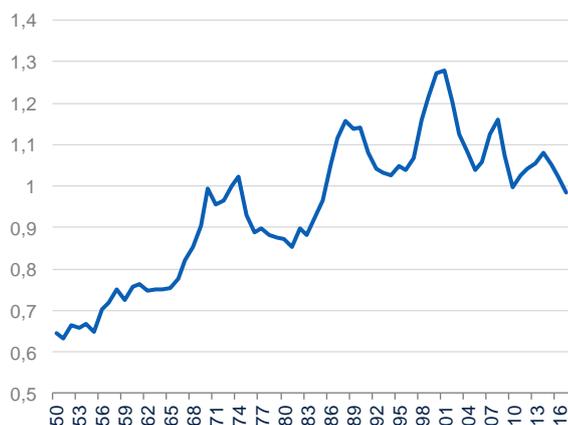
Fuente: BBVA Research

¿El apalancamiento de las empresas podría provocar una recesión económica?

A pesar de su elevada ratio de deuda en relación con el PIB en términos históricos, otros indicadores financieros empresariales apuntan a que las condiciones de apalancamiento de las empresas todavía resultan tolerables. Uno de los motivos por los que la ratio deuda/PIB podría resultar algo engañosa es por el incremento a largo plazo en la proporción del capital en relación con el PIB. De hecho, la ratio de deuda no financiera en relación con la proporción de capital en la producción total no ha dejado de caer desde que tocara techo durante el cambio de siglo (Gráfica 23). Evidentemente, las condiciones de mercado de tipo estructural y fiscal (por ejemplo, amplios niveles de liquidez) podrían favorecer a la deuda frente a otras fuentes de financiación, como los recursos propios. Con todo, dado que la ratio deuda/recursos propios se ha mantenido cerca de su media durante los últimos 15 años, parece que el aumento de la deuda se debe en realidad a que la economía requiere cada vez más una mayor inversión de capital. De hecho, en el 3TR18, la ratio de inversión en equipo informático más propiedad intelectual en relación con el PIB alcanzó su nivel más alto desde 2001. Dicho de otra forma, el nivel sin precedentes de la ratio deuda/PIB de las empresas refleja, hasta cierto punto, el papel cada vez más importante que los ordenadores, el software, los equipos de comunicación y la I+D desempeñan en la nueva economía.

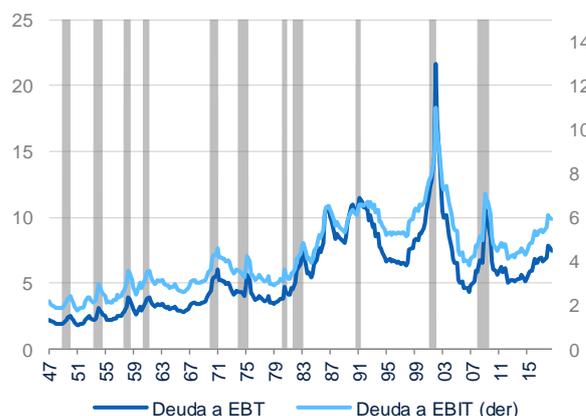
Con todo, las inquietudes sobre las interconexiones entre la deuda empresarial y las recesiones económicas resultan comprensibles, por cuanto la ratio global deuda/beneficios de las empresas no financieras se encuentra actualmente en niveles similares a los registrados antes de las últimas tres recesiones (Gráfica 24). Asimismo, aunque el apalancamiento empresarial no fue la causa principal de ninguna de ellas, sí que contribuyó, efectiva o potencialmente, a que se desataran estas recesiones. Por tanto, resulta factible contemplar un escenario de repunte considerable del riesgo de impago de la deuda empresarial, aumento de las tensiones del mercado financiero e impacto negativo sobre la inversión y la contratación. El contagio a las entidades financieras podría intensificar el shock negativo.

Gráfica 23: Deuda no financiera en relación con la proporción de capital del PIB (Ratio)



Fuente: Cálculos y estimaciones de BBVA Research, BEA y FRED

Gráfica 24: Niveles de endeudamiento relativo, empresas no financieras (%)



Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Una vía potencial de contagio financiero podría ser la rebaja generalizada de la deuda con ratings BBB hasta la categoría de alta rentabilidad, lo que impediría que una gran proporción de inversores institucionales la tuviera en cartera por limitaciones de índole política o legal. Esto probablemente daría lugar a una venta masiva aún más acentuada de estos bonos, lo que podría generar un endurecimiento adicional de las condiciones financieras. Este escenario resulta especialmente pertinente en la actualidad, ya que la deuda empresarial con rating BBB constituye casi un 50% del total de la deuda con grado de inversión, frente al nivel del 32% en 2000 y del 37% en 2007. La recalificación de una proporción significativa de la deuda a ratings inferiores al grado de inversión en comparación con anteriores fases de tensiones podría verse agravada por el mayor sesgo ya existente dentro de la categoría de alta rentabilidad hacia la deuda con ratings inferiores a BB. Aunque el sector bancario presenta

actualmente unos balances saneados, como demuestran sus mayores ratios de capital y sus adecuadas reservas, el sector financiero no bancario presenta una menor fortaleza, y una crisis en este sector podría tener importantes efectos secundarios sobre el resto de la economía.

Conclusión

El prolongado período de crecimiento económico, unido a una dilatada política monetaria acomodaticia sin precedentes han contribuido a generar un elevado grado de apalancamiento y acumulación de riesgos de las empresas. Algunos analistas y responsables de política monetaria temen que una oleada masiva de quiebras e impagos de deuda corporativa pudiera dar lugar a un rápido deterioro en las condiciones financieras y, posiblemente, a una contracción del crédito o una crisis financiera sistémica. Los indicadores de apalancamiento de las empresas presentados en este informe, así como nuestro Índice de Riesgo de Impago de la Deuda Corporativa Adelantado sugieren que, aunque el riesgo de impago de la deuda no financiera está sin duda aumentando, permanece en niveles moderados. Por tanto, a menos que surjan deficiencias de primer orden en otros segmentos de la economía, como el sector financiero no bancario, o que se produzca un endurecimiento excesivo de los tipos de interés por la Reserva Federal o un shock externo negativo, resulta improbable que la deuda corporativa cause por sí sola una crisis financiera.

Aun así, en un entorno de desaceleración del crecimiento de los beneficios y subidas de los tipos de interés, la morosidad y los impagos están llamados a aumentar, ya que las empresas con modelos de negocio deficientes o niveles de apalancamiento insostenibles tendrán más problemas para captar recursos y refinanciar su deuda existente. Algunos sectores, como los de tecnologías de la información y suministros públicos, parecen estar más expuestos a estos riesgos que otros. Cabe que el impacto global sea más moderado si el crecimiento de los beneficios y la productividad sorprendieran positivamente.

Un escenario de reestructuración y reajuste de la deuda tendría sin duda un impacto negativo sobre la economía a corto plazo, aunque podría revelarse positivo a largo plazo si generara un aumento de la eficiencia y el dinamismo de las empresas, lo que a su vez potenciaría la resiliencia y la productividad de la economía. En este sentido, la Reserva Federal hace bien en mantener su decidido proceso de retirada de la orientación acomodaticia de la política monetaria, mientras que los bancos obran acertadamente al desplegar un mayor grado de cautela en la concesión de préstamos. Estas medidas podrían atenuar el nivel de riesgo derivado del elevado endeudamiento corporativo en el largo plazo.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.