

Repercusiones de la explosión de la deuda mundial

La deuda mundial se encontraba en un nivel sin precedentes antes de la aparición del COVID-19. Con la posterior respuesta política, que ha supuesto una inyección de liquidez en la mayor parte de la economía mundial, la complicada situación de la deuda está abocada a empeorar. Analizamos las implicaciones para la deuda soberana y corporativa y para los valores financieros, en especial desde la perspectiva de los inversores en crédito

Tammie Tang, Gestora de carteras, y **Paul Smillie**, Analista de Inversiones Sénior, Renta Fija

A principios de este año, la deuda mundial ascendía a la impactante cifra de 255 billones de dólares,¹ puesto que ha crecido de forma constante durante décadas, especialmente desde la crisis financiera mundial. Esta tendencia muy probablemente se acelerará tras la aparición de la pandemia por el COVID-19 y las respuestas políticas que la han seguido.

Solo en el primer semestre de este año, los responsables políticos inyectaron o prometieron estímulos que superaban los 14 billones de dólares,² lo que equivale al 18% del PIB al cierre del ejercicio 2019. Los estímulos proceden de una combinación de medidas fiscales (9 billones de dólares) y medidas monetarias (5 billones de dólares), si bien en algunas regiones determinados aspectos de las medidas de estímulo son de tipo abierto o incluso ilimitados.

Las medidas monetarias, como los estímulos de los bancos centrales, y las medidas fiscales indirectas, como las garantías de préstamo estatales, no agrandan la carga de la deuda. Sin embargo, los estímulos procedentes de medidas fiscales y presupuestarias directas, como las subvenciones y las prestaciones de desempleo y de



expedientes de regulación temporal del empleo sí. En estos momentos, estas medidas superan los 4,4 billones de dólares. Si se tiene en cuenta el crecimiento del endeudamiento del sector privado, ya sea en forma de préstamos bancarios o de emisiones netas de deuda corporativa, la deuda mundial se incrementará en como mínimo 9 billones de dólares (equivalente al 12% del PIB al cierre

de 2019) solo por las medidas adoptadas en los seis primeros meses de este año.³

De cara al futuro, es probable que el estímulo continúe, aunque puede cambiar de ritmo o de forma. Somos conscientes de que las autoridades políticas temen especialmente una espiral deflacionista. Resultará complicado escapar de ese peligroso ciclo si los consumidores y las

► empresas dejan de gastar por creer que los precios caerán. No hace falta recordar que Japón pasó más de dos décadas luchando contra la deflación, periodo en el que el persistente recurso al estímulo fiscal conllevó un aumento del ratio de deuda/PIB de los gobiernos a casi el 240%.

Si aumenta el estímulo, crecen la deuda pública y la privada y retrocede el PIB, los ratios de deuda/PIB mundiales empeorarán. Este ratio subió 40 puntos (del 280% al 320%) desde el inicio de la crisis financiera global en 2007 hasta finales de 2019.⁴ Ahora vamos por la senda de alcanzar un valor del 350% este año y, si nos enfrentáramos a otra perturbación grave de la demanda, como una segunda oleada mundial de COVID-19, el ratio se acercaría al 400% en la próxima década, a no ser que se tomen medidas drásticas para reducir la carga de la deuda mundial.

Repercusiones para la deuda soberana

No habíamos asistido a un incremento similar de los déficits gubernamentales o del ratio de deuda/PIB de los gobiernos desde la segunda guerra mundial. En estos momentos, el mercado se centra en la respuesta política y, aunque los bancos centrales están comprando grandes cantidades de deuda soberana en el marco de programas de expansión cuantitativa, la sostenibilidad de la deuda no se pondrá en tela de juicio. Sin embargo, con el paso del tiempo, esto puede convertirse en una hipótesis cada vez más peligrosa.

Cuando se calmen las aguas, el riesgo soberano cobrará cada vez mayor importancia para los inversores en crédito, puesto que los diferenciales de la deuda corporativa reflejarán de forma más fiel la sostenibilidad de la deuda soberana. Puede resultar complicado predecir en qué momento chocará un país con su muro «fiscal», por lo que los mercados ya no están dispuestos a financiar un déficit.

Al considerar el riesgo soberano en la categoría *investment grade*, privilegamos naciones con margen fiscal y voluntad política de seguir aplicando medidas de estímulo y contrayendo préstamos, como Alemania, los Países Bajos y los Estados nórdicos. En el caso de los países con un elevado saldo de la deuda (es decir, superior al 100% del PIB), preferimos los que cuentan con sus propios bancos centrales y divisas, capaces de implantar políticas de control de la curva de tipos si fuera necesario. En esta categoría, nos inclinamos por Estados Unidos y el Reino Unido en detrimento, por ejemplo, de Francia y España, que no cuentan con esa capacidad.

También nos mostramos prudentes en cuanto al riesgo político de la zona euro. En Europa, se necesitará una ingente voluntad política para gestionar el saldo

de la deuda de Italia, y es cada vez más probable que en el futuro se cuestionen el uso del Fondo de Recuperación de la UE, la distribución de la carga de la deuda y la condonación de la deuda. Nos preocupa que el mercado asuma cándidamente que esos importantes cambios políticos se llevarán a cabo de forma sensata y oportuna.

Repercusiones para los bancos

Tras la crisis financiera mundial, el sector bancario atravesó una década de nueva regulación y desapalancamiento. El ratio de adecuación del capital core Tier 1 y los activos ponderados por el riesgo, una medida clave de la solvencia financiera de un banco, se incrementó del 7% al 12,5%. Por tanto, el sector bancario se adentró en esta crisis en una posición de fuerza y está considerado parte de la solución.

Las medidas políticas adoptadas por los gobiernos y las autoridades reguladoras están concebidas para garantizar que el sector financiero no amplifica la perturbación provocada por la pandemia. En esas medidas se incluyen garantías de préstamo estatales, transferencias fiscales, moratorias en los pagos, reducciones de capital y liquidez (prácticamente) ilimitada. Por ahora, parece que estas medidas funcionan. Las garantías de préstamo y los paquetes fiscales establecen cómo se distribuyen las pérdidas entre los balances soberanos y los de los bancos.

Por ejemplo, los planes de expedientes de regulación temporal de empleo permiten que las familias y las pymes sigan reembolsando la deuda contraída con los bancos. Esto no solo protege a las familias, sino también al sector corporativo e, indirectamente, al sector bancario, pero incrementa el saldo de la deuda soberana, puesto que los fondos provienen de las arcas públicas. En el caso de los préstamos garantizados por el Estado, el banco concede el préstamo, el banco central proporciona la financiación y el contribuyente asume el riesgo del crédito.

De este modo, a diferencia de lo acontecido en la crisis de 2008-2009, tanto el sector bancario como el sector corporativo disponen de liquidez. No se produce una crisis crediticia. Sin embargo, el sector corporativo ha contraído una deuda mayor y el soberano acabará haciéndose cargo de cubrir las pérdidas.

Tras hacer números para los bancos que cubrimos a escala mundial, anticipamos un repunte de los cargos sobre deudas incobrables similares a los observados durante la crisis financiera mundial en el caso de los bancos europeos, y de alrededor de la mitad del nivel de la crisis financiera mundial en Estados Unidos, pese a contar con un crecimiento del PIB mucho más débil. Pronosticamos que los

“ No habíamos asistido a un incremento similar de los déficits gubernamentales o del ratio de deuda/PIB de los gobiernos desde la segunda guerra mundial

ratios de capital básico caerán alrededor de 100 p.b. en el sector en todo el mundo durante los próximos uno o dos años, pero que, en conjunto, se mantendrán holgadamente por encima de los requisitos normativos.

Aunque los bancos entraron en la crisis del COVID-19 con menos apalancamiento y están mejor situados para soportar la pandemia, en especial con un robusto respaldo político que ha apuntalado el préstamo y ha amortiguado las pérdidas reconocidas, los diferenciales de crédito del sector bancario presentarán una correlación todavía mayor con el crédito soberano.

Repercusiones para las empresas

Desde la crisis financiera mundial, el importe de la deuda corporativa en circulación casi se ha duplicado, supera los 74 billones de dólares⁵ y también es más elevado que el importe de la deuda pública. Un importante dinamizador de este crecimiento ha sido la deuda corporativa *investment grade* (IG), en especial de compañías con calificación BBB, incluidas las que han realizado grandes operaciones de fusiones y adquisiciones financiadas con deuda.

Si pensamos, por ejemplo, en Estados Unidos, el ratio de deuda/PIB de las empresas de sectores no financieros alcanzó una cota máxima de todos los tiempos del 75% a finales de 2019.⁶ Prevemos que seguirá aumentando alrededor de 10 puntos porcentuales este año. Los bonos con calificación BBB estadounidenses que cumplen los criterios para su inclusión en el índice representaban el 4% del PIB de Estados Unidos en 2008, cifra que se incrementó al 11% del PIB en 2019. Creemos que este dato se situará alrededor del 14% a finales de este año, puesto que las empresas tratarán de afianzar su liquidez en respuesta a la reducción de los ingresos brutos.

Este mayor endeudamiento incide en la solvencia de las compañías en las que invertimos. Si nos fijamos en el segmento IG, en el caso de las compañías no financieras que cubrimos a escala mundial, prevemos que el ratio de deuda neta/EBITDA en Estados Unidos sea superior a 2x a finales de año, puesto que

► ha aumentado de forma constante desde el dato de 1,16x de 2009. En el caso de Europa, anticipamos que será de 3,1x a finales de año, un avance desde la cifra de 2,5x de 2009.⁷

Las compañías de los sectores más perjudicados por la pandemia, como la hostelería, el transporte y la energía, se han apresurado en captar financiación. De forma más general entre los diferentes sectores, la reducción de los beneficios (debida a una recuperación plurianual que conlleva cambios estructurales y de comportamiento) hará que el riesgo de revisiones a la baja de las calificaciones sea elevado. Puede que la calificación media de la deuda corporativa *investment grade* pase de A baja a BBB alta.

Sin embargo, por regla general, las compañías de este segmento no corren riesgos. Los equipos directivos pueden optar por reposicionar los balances para operar con un apalancamiento más reducido. En cualquier caso, el ritmo de apalancamiento observado durante la última década simplemente no es sostenible. Si acaba implantándose un panorama de bajo crecimiento, las cúpulas directivas que tengan que hacer frente a grandes cantidades de deuda se verán cada vez más motivadas a reducir su apalancamiento. Anticipamos que este proceso comenzará el próximo año. Podemos seleccionar créditos que están en fase de desapalancamiento para capturar valores con una trayectoria de mejora de los balances. Sin embargo, todo desapalancamiento podría perpetuar el crecimiento reducido, puesto que las compañías disminuirán su inversión en los empleados y en el negocio.

Repercusiones para la clase de activos: Deuda corporativa *investment grade*

Desde una perspectiva histórica, la compresión de los diferenciales ha revelado correlación con las políticas acomodaticias a causa de la mayor liquidez disponible en el sistema, y viceversa. Según se ha comentado anteriormente, el respaldo político probablemente seguirá siendo acomodaticio y aportará un contexto técnico positivo para la demanda de deuda corporativa.

Como ejemplo de esto, el Banco Central Europeo (BCE) ha empleado una política de tipos de interés negativos durante los cinco últimos años, y una de sus consecuencias estriba en que más de la mitad de los bonos del índice Barclays European Aggregate Bond ofrecen ahora rendimientos negativos.⁸ Además, se calcula que en los últimos meses

(en especial durante el segundo trimestre) el BCE ha comprado el 40% de la emisión neta de bonos del mercado primario como parte de sus medidas de expansión cuantitativa.⁹

Si bien la política expansionista debería resultar favorable para los inversores en crédito a corto plazo, insistimos en advertir que la eficacia a largo plazo de este tipo de política no debe extrapolarse ni darse por sentada. Cuestionamos la sostenibilidad del endeudamiento soberano y reconocemos que el desapalancamiento corporativo todavía no se ha producido.

Por último, hemos observado que los diferenciales de los bonos *investment grade* mundiales se han normalizado en gran medida. Tras iniciar el año en +100 p.b., los diferenciales marcaron una cota máxima de 340 p.b. y ahora se han asentado en +130 p.b..¹⁰ A estos niveles, los tenedores de bonos todavía se ven compensados por su exposición al riesgo de liquidez y al riesgo de impago. Dados los estímulos y el respaldo en forma de liquidez impulsados por los responsables políticos, la prima de liquidez sigue siendo elevada, en especial si observamos la diferencia entre los diferenciales de la deuda corporativa y los diferenciales de impago del crédito. Además, las tasas de impago implícitas en los diferenciales del segmento *investment grade* también superan con creces la media histórica. La tasa de impago acumulada en cinco años histórica ronda el 0,9% en el caso de la categoría *investment grade* (es decir, alrededor del 0,2% anual).¹¹ Sin embargo, cabe señalar que el impago en el segmento IG es mucho menor que en el de alto rendimiento, puesto que los emisores de la primera categoría no suelen incurrir directamente en impago, sino que primero realizan una transición al alto rendimiento.

Admitimos que el riesgo de revisiones a la baja de las calificaciones es más elevado que nunca. También persistirán los impagos en la deuda corporativa de grado especulativo, y las compañías de menor tamaño de los sectores más expuestos seguirán siendo también las más vulnerables. Por consiguiente, en la categoría *investment grade* el valor se generará principalmente a partir de la selección de emisores y emisiones. Se puede extraer valor evitando los valores candidatos a sufrir revisiones a la baja de su calificación y tratando de identificar empresas con capacidad para desapalancarse.

“ De este modo, a diferencia de lo acontecido en la crisis de 2008-2009, tanto el sector bancario como el sector corporativo disponen de liquidez. No se produce una crisis crediticia

¹ Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), «Global Debt Monitor», abril de 2020.

² FMI, mayo de 2020, <https://blogs.imf.org/2020/05/20/tracking-the-9-trillion-global-fiscal-support-to-fight-covid-19/> / Columbia Threadneedle analysis, junio de 2020.

³ Análisis de Columbia Threadneedle, julio de 2020.

⁴ Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), datos de la deuda mundial, enero de 2020.

⁵ JPMorgan, «Flows and Liquidity – More Debt, more liquidity, more asset reflation», julio de 2020.

⁶ Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), «Global Debt Monitor», enero de 2020.

⁷ Análisis de Columbia Threadneedle, junio de 2020.

⁸ Bloomberg, julio de 2020.

⁹ Deutsche Bank, «Macro Credit Brief», julio de 2020.

¹⁰ Bloomberg, junio de 2020.

¹¹ Deutsche Bank, «Default seems to be the hardest word», mayo de 2020.

Si desea más información, visite
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. **Invertir implica un riesgo, incluyendo el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos.** El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. **La inversión internacional** conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. **Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables.** Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. **La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad.** La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

En Australia: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades (*Corporations Act*) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 relativa a la prestación de servicios financieros y de comercialización a los clientes mayoristas australianos, tal y como se define este término en la sección 761G de la Ley de sociedades de 2001. TIS está regulada en Singapur (número de registro: 201101559W) por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289), que difiere de la legislación australiana.

En Singapur: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, entidad regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

En Hong Kong: Publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, firma autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros de Hong Kong («SFC») para desarrollar actividades reguladas incluidas en el epígrafe 1 (CE:AQA779). Sociedad registrada en Hong Kong conforme a la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622) con el n.º 1173058.

En la región EMEA: Publicado por Threadneedle Asset Management Limited. Sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para distribuidores: Este documento ha sido concebido para ofrecer a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no está destinado a su posterior divulgación. Para clientes institucionales: La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información. **Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.**
columbiathreadneedle.com

Publicado en septiembre de 2020 | Válido hasta marzo de 2021 | J30888 | 3235525