

Análisis Económico

Dificultades financieras empresariales tras la pandemia del COVID-19

Filip Blazheski / Nathaniel Karp

26 mayo 2020

Las dificultades financieras empresariales son una situación que sufren las empresas que se ven en problemas para cumplir sus deudas debido a uno o más factores, como el sobreendeudamiento, un aumento de los costes del endeudamiento, desafíos en la renovación de la deuda por el endurecimiento de la situación financiera, o una reducción de los ingresos. Las empresas que sufren dificultades financieras considerables pueden volverse ilíquidas, lo que significa que no pueden cumplir con sus obligaciones financieras a corto plazo o incluso que pueden llegar a ser insolventes, por lo que no podrían cubrir sus obligaciones financieras a largo plazo.

Las dificultades financieras aumentan sistemáticamente en situación de recesión económica, debido a una disminución de los ingresos que no se puede compensar totalmente reduciendo los costes. Estas presiones pueden agravarse por el endurecimiento de la situación financiera o por un coste más alto del endeudamiento. Debido a la contracción sin precedentes de la actividad económica durante los dos meses de la pandemia del COVID-19, el número de fracasos empresariales en los EE. UU. está subiendo, especialmente en los sectores más afectados. En las últimas semanas, importantes minoristas y grandes almacenes, como J.Crew, True Religion, Neiman Marcus y J.C. Penney, se han declarado en quiebra. Gold's Gym (fitness), Pier 1 (mobiliario del hogar), CMX Cinemas (cines) y Frontier Communications (telecomunicaciones) son otros ejemplos. En este resumen se presenta el análisis de situaciones de dificultades empresariales para los próximos diez trimestres, utilizando un índice interno de riesgo de impago empresarial ([Deuda corporativa en el ocaso del ciclo de crédito](#)) y simulaciones Monte Carlo basadas en las previsiones macroeconómicas de referencia de BBVA Research.

Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa

Nuestro índice de riesgo de impago de la deuda corporativa se basa principalmente en la lógica de la ratio de cobertura de intereses, que mide la capacidad de una empresa para sufragar los costes de los intereses derivados de sus ganancias antes de intereses e impuestos (EBIT, por sus siglas en inglés). Cuanto mayor sea esa ratio en una compañía, mejor será su situación financiera y, por lo tanto, menor será su nivel de riesgo de impago, y viceversa. Utilizamos los datos del informe financiero de una gran muestra de empresas durante el período 1T97-1T20 para estimar una ratio de cobertura de intereses implícita para cada empresa en función de sus ganancias declaradas, sus niveles de deuda, su grado de apalancamiento y sus tipos de interés predominantes en los bonos corporativos. El modelo está calibrado para que se ajuste de manera precisa a las tasas de impago empresarial y a las moras de préstamos comerciales e industriales, adelantándose varios trimestres.

Simulaciones y pronósticos con enfoque ascendente

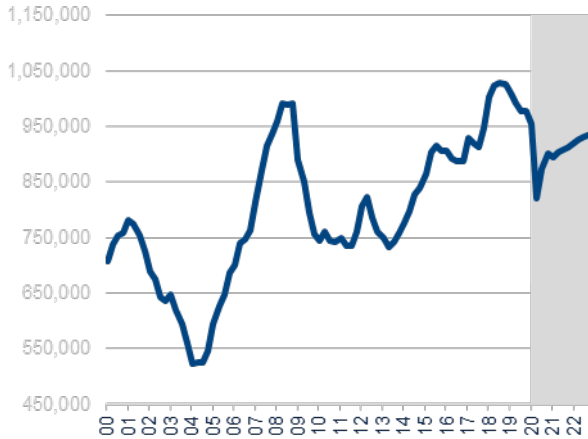
Aunque los valores futuros de nuestro índice de riesgo de impago de la deuda corporativa se pueden pronosticar utilizando los métodos de series de tiempo condicionados al escenario macroeconómico de BBVA Research, también nos interesan las posibles rutas y la distribución del índice después de relajar las hipótesis macroeconómicas. Con este fin, utilizamos simulaciones Monte Carlo para producir varios resultados posibles y entender mejor los posibles impulsores del riesgo de impago empresarial durante las próximas etapas. Para ello, realizamos 100 simulaciones para estimar los valores futuros del índice en tres series: tratando las ganancias como una variable estocástica (aleatoria), tratando los tipos de interés como valores estocásticos y tratando los índices de ganancias y los tipos de interés como variables estocásticas. Realizar este ejercicio es, hasta cierto punto, más un arte que una ciencia, ya que calibramos manualmente el parámetro de desviación de las simulaciones para que los resultados sean coherentes con el registro histórico de las series correspondientes, lo que exige cierto nivel de experiencia en ese proceso. Una vez dicho esto, los parámetros están configurados para adaptarse todo lo posible a la varianza y covarianza de la serie subyacente.

Serie 1: Ganancias estocásticas

El EBIT representa los ingresos de los que dispone una empresa para pagar los intereses, el impuesto de sociedades y las compensaciones a los accionistas en forma de distribución de las ganancias. No es práctico proyectar el EBIT a nivel de la empresa condicionado a los datos macroeconómicos a gran escala; por lo tanto, suponemos que el EBIT aumentará o disminuirá de manera similar, en cierta medida, a las ganancias empresariales generales, basándonos en nuestro escenario macroeconómico. Las ganancias empresariales utilizadas para este cálculo corresponden al EBIT, ya que son una suma de los beneficios empresariales con el ajuste de valoración del inventario y ajuste de consumo de capital e interés neto y de los pagos varios de empresas no financieras, ambos tomados de las cuentas financieras de los Estados Unidos (figura 1) presentadas por la Oficina de Análisis Económico.

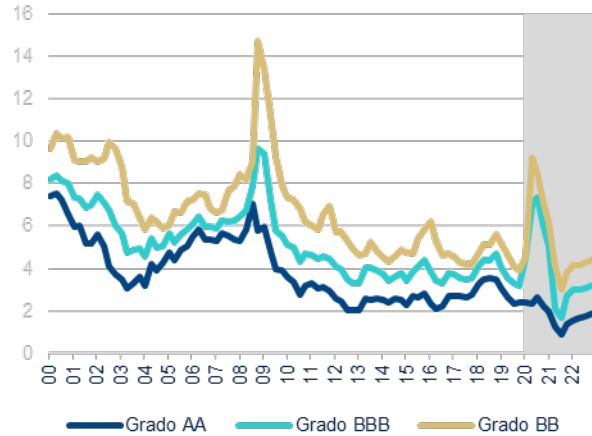
En nuestras simulaciones, asumimos que los cambios porcentuales trimestrales de las ganancias de nuestra muestra serán parecidos a las ganancias empresariales totales. Es decir, en los trimestres en los que prevemos que las ganancias empresariales totales disminuyan, las ganancias de cada una de las empresas también disminuirán, sujetas a ciertas variaciones aleatorias en torno al valor central, representado por el cambio de las ganancias empresariales totales. En esta primera serie, mantenemos nuestros valores proyectados para los tipos de interés corporativos (figuras 2 y 3). Los resultados (figura 4) sugieren una recuperación en forma de U, coherente con un pico del riesgo de impago empresarial, que cae rápidamente, respaldado por una política monetaria y fiscal masiva que impide que se den condiciones financieras demasiado estrictas y altos diferenciales de deuda corporativa. Después de la relajación del riesgo de impago, el índice revierte en sentido ascendente, sin embargo; esto se debe a que las empresas salen de la crisis con mayores niveles de deuda y, por lo tanto, son más sensibles al lento crecimiento de los tipos de interés que forma parte de nuestro escenario base.

Figura 1. **Ganancias empresariales** (mill. USD)



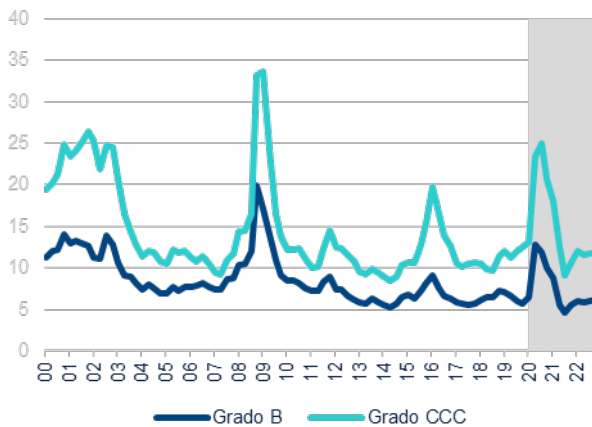
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Figura 2. **Tipos de interés de deuda corporativa** (%)



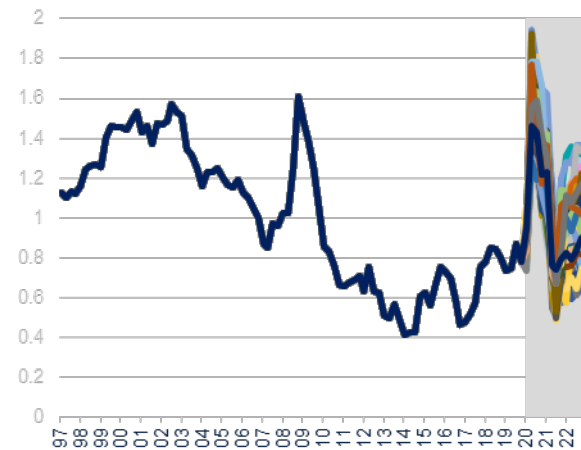
Fuente: BBVA Research e ICE/BofA/ML

Figura 3. **Tipos de interés de deuda corporativa** (%)



Fuente: BBVA Research e ICE/BofA/ML

Figura 4. **Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa** (promedio 1997-2019=1), EBIT simulado



Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg

Serie 2: Tipos de interés estocásticos

El segundo paso de nuestro análisis es evaluar el nivel y la distribución del índice de riesgo de impago a partir de los tipos de interés, ya que los valores estocásticos se centran en una proyección de referencia, a la vez que mantienen constantes las ganancias. Con el fin de garantizar que los tipos de interés se muevan de forma sincronizada, ejecutamos la simulación en un solo factor de tipo, que luego se usa para proyectar los escenarios de los tipos de

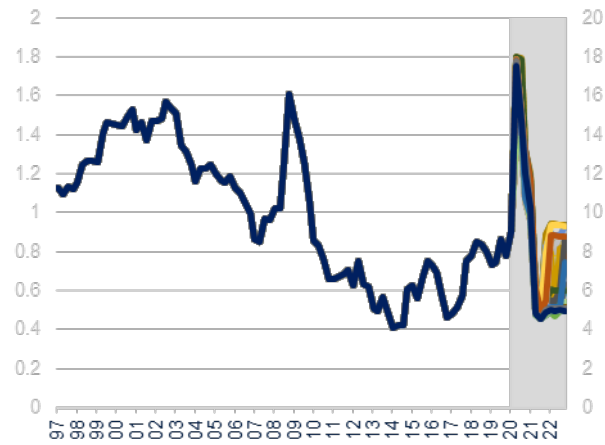
interés. Como resultado, si un tipo aumenta por encima de su valor de referencia, todos los demás tipos hacen lo mismo, y viceversa. Los tipos de interés fluctúan armoniosamente en torno a su valor central, pero a un grado diferente, donde los de alto rango fluctúan menos que los de bajo rango, lo que es coherente con su comportamiento en el pasado. Sin embargo, introducimos un suelo para evitar que los tipos cayesen por debajo de un determinado nivel poco realista.

A diferencia de la simulación de los ingresos, en la que varían según la empresa en el mismo escenario, todas las empresas se enfrentan a los mismos tipos en el mismo escenario. Una vez dicho esto, el coste implícito de la deuda depende del ratio de apalancamiento de la empresa. Se supone que las empresas con un mayor apalancamiento tienen un grado de deuda más bajo (por ejemplo, B o CCC) y, por lo tanto, se enfrentan a tipos de interés más altos y viceversa. Si las ganancias se mantienen sin cambios, pero se tratan los tipos como variables estocásticas, el resultado es una distribución del índice que es más reducida en los períodos anteriores del horizonte de la proyección y más amplia en los períodos posteriores. Era una situación esperada, ya que, a diferencia de la simulación de ganancias, no hay variación dentro del escenario, lo que significa que la desviación de los escenarios puede tardar más (figura 7).

Serie 3: Ganancias estocásticas y tipos de interés

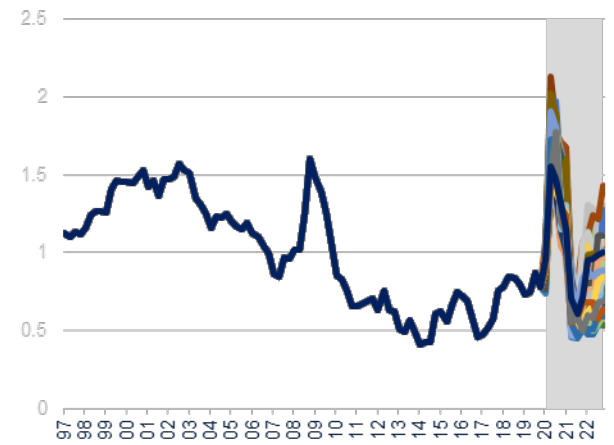
Tratar tanto las ganancias como los tipos de interés como variables estocásticas nos ayuda a obtener las estimaciones finales de los posibles escenarios del índice de riesgo de impago de la deuda. Los resultados sugieren que, aunque es poco duradero, es probable que el nivel de riesgo de impago de la deuda corporativa supere los observados en las dos recesiones anteriores, posiblemente de forma significativa. La media de los valores simulados del índice correspondiente a 2T20 se mantiene en 1,65, un 5% más alto que el máximo local de 1,57 en 3T02 y un 3% mayor que el pico histórico de 1,61 en 3T08. Aunque el nivel de riesgo de impago se reduce drásticamente después de esto, permanece por encima del nivel mínimo alcanzado en 2014. Tras esta caída, el índice de riesgo de impago comienza a revertir a su promedio a largo plazo en 4T21.

Figura 5. **Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa** (promedio 1997-2019=1), tipos de interés simulados



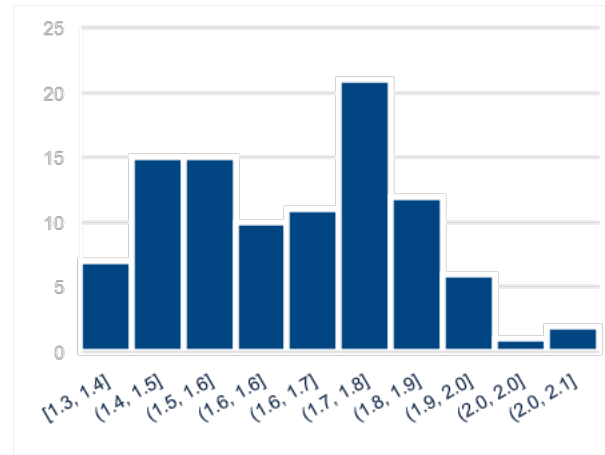
Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg

Figura 6. **Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa** (promedio 1997-2019=1), EBIT y tipos de interés simulados



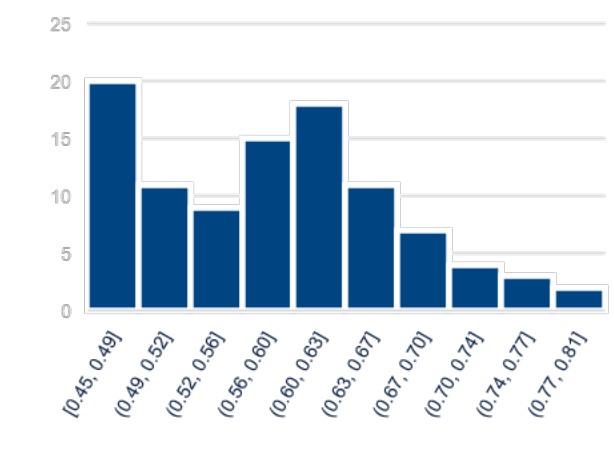
Fuente: BBVA Research, con datos de Bloomberg

Figura 7. **Distribución de los resultados del pronóstico del período pico (2T20)** según los tipos de interés de deuda corporativa y EBIT simulados (%)



Fuente: BBVA Research

Figura 8. **Distribución de los resultados del pronóstico del período más bajo (3T21)** según el EBIT y los tipos de interés de la deuda corporativa simulados (%)

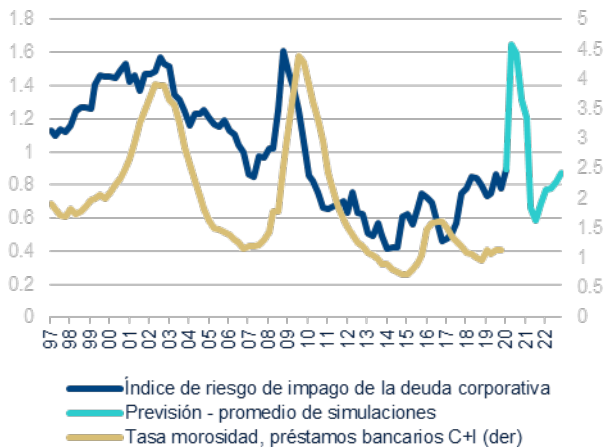


Fuente: BBVA Research

Efectos

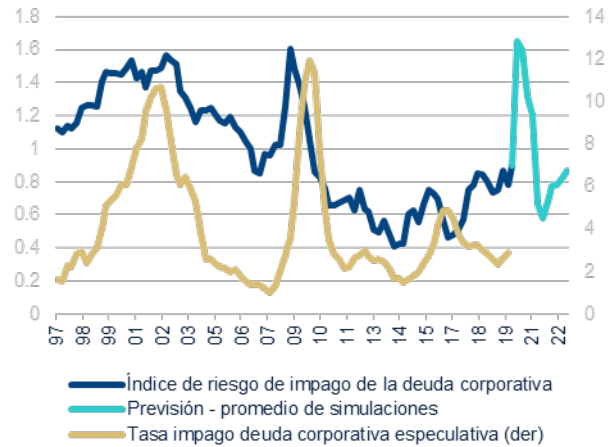
Nuestro análisis de la deuda corporativa tiene cuatro efectos principales. En primer lugar, dado que el índice de riesgo de impago de la deuda corporativa ofrece tasas de impago y pérdidas por préstamos, las simulaciones sugieren un pico de los impagos corporativos a finales de 2020 y a comienzos de 2021. Es probable que la tasa de morosidad de préstamos comerciales e industriales alcance un nivel superior al 4% (figura 9), y la tasa de impago especulativo podría superar el 10% (figura 10), dos veces y media por encima de su promedio a largo plazo. En segundo lugar, aunque la mejora de la calidad del crédito puede ser rápida, las empresas se enfrentarán a condiciones más difíciles como consecuencia de la crisis actual en relación con el ciclo anterior. Esto es compatible con la idea de que el apalancamiento de la deuda corporativa no ha sido esencial en el período previo a la Gran Recesión, pero sí fue importante en el período previo a la crisis actual. En tercer lugar, el sobreendeudamiento corporativo se agravará debido al gran endeudamiento de emergencia que se está produciendo en la actualidad, ya que hay empresas que aumentan su apalancamiento para poder seguir activas durante las paradas a las que ha obligado el COVID-19 y la recuperación gradual. Por último, la variedad de posibles resultados es amplia y no se distribuye normalmente, lo que indica un alto nivel de incertidumbre y riesgos no triviales relacionados con sorpresas negativas. Aunque una acción masiva de apoyo monetario y fiscal podría limitar estos riesgos, también podría agravar otros posibles problemas, como el mantenimiento de un sector empresarial excesivamente endeudado.

Figura 9. Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa y tasas de morosidad de préstamos bancarios comerciales e industriales (índice y %)



Fuente: BBVA Research y FRB

Figura 10. Índice de riesgo de impago de la deuda corporativa y tasas de impago de la deuda corporativa especulativa (índice y %)



Fuente: BBVA Research y S&P

Conclusión

La deuda corporativa es, y seguirá siendo, una preocupación importante a corto y medio plazo, debido a la gran acumulación de apalancamiento antes de la recesión actual y a la naturaleza de la crisis actual. La parada repentina y obligada de las operaciones ha forzado a muchas empresas a pedir prestados importes sin precedentes, para poder cumplir con sus obligaciones financieras. En este resumen presentamos una metodología alternativa para estimar y predecir los problemas de deuda corporativa que, además de determinar la situación más probable de nuestro índice de riesgo de impago de la deuda corporativa, nos permite investigar la distribución de los posibles resultados y estudiar la interacción de los datos subyacentes bajo diferentes hipótesis. Con nuestras previsiones macroeconómicas y simulando situaciones diferentes en relación con ellas, vemos que es probable que la morosidad y los impagos alcancen su máximo entre finales de 2020 e inicios del 2021, y que la variedad de resultados sea amplia y no se distribuya normalmente. Aunque a continuación se producirá una rápida mejora, un problema de sobreendeudamiento pendiente mostrará empresas con grandes costes del servicio de la deuda, a pesar de disfrutar de un período amplio de bajos tipos de interés y abundante liquidez.

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.