



Deuda vulnerable

ANÁLISIS

José García Montalvo



El proceso de desapalancamiento y el mantenimiento de los tipos de interés muy bajos han tenido efectos positivos sobre las empresas. Por ejemplo, en el caso de España, el Banco de Pagos Internacionales (BIS) calculaba que las empresas no financieras dedicaban al servicio de la deuda –intereses más amortización– el 72,2% de los beneficios el tercer trimestre del 2007, el valor más alto de todos los países analizados, mientras que

en el primer trimestre del 2019 esa proporción había caído al 33,7%. La deuda empresarial sobre el PIB alcanzó el 118% en el 2010, mientras que en el tercer trimestre del 2019 había caído al 73%, un nivel que PwC aún calificaba como insostenible en su último informe sobre reestructuraciones.

Pero los bajos tipos de interés generan también efectos negativos. En primer lugar, casi cualquier proyecto de inversión parece viable al descontar los beneficios futuros a tasas muy bajas. Los bajos tipos también presionan a buscar rentabilidad a los grandes inversores institucionales –fondos de pensiones, aseguradoras y *hedge funds*–, lo que

favorece que empresas con malas perspectivas puedan emitir bonos basura pagando intereses muy bajos. Desde hace tiempo, estos grandes fondos están sustituyendo parte de la financiación bancaria de muchas empresas. Además, la nueva normativa contable y la presión de los bancos centrales para la reducción de los préstamos dudosos ha provocado un aumento muy significativo de las transacciones en el mercado secundario de deuda protagonizadas por dichos fondos.

Finalmente, los bajos tipos que mantienen los bancos centrales han creado empresas zombis, que no podrían subsistir sin los efectos de la política monetaria expansiva, al

estilo de lo sucedido en Japón en la segunda mitad de los años noventa. El último Informe de Estabilidad Financiera del FMI señala que la deuda de empresas vulnerables –aquellas cuyos resultados son insuficientes para cubrir los pagos de intereses– es elevada con respecto al PIB y podría exceder los niveles de la anterior crisis en un escenario adverso que sería sólo la mitad de severo que la crisis financiera global del 2007. En ese escenario, unos 19 billones de dólares que supone el 40% de la deuda corporativa de los ocho países analizados por el FMI, incluida España, tendría alto riesgo de impago en el 2021. Según el fondo, la deuda de empresas españolas

vulnerables como proporción del PIB ha caído de casi un 50% en el 2009 al 25% en el 2019. Algunos casos de importantes reestructuraciones empresariales que aparecen recientemente en los medios de comunicación –Eroski, Dia o Deoleo– se corresponden con problemas de hace tiempo. Las estadísticas recientes no muestran un incremento significativo de la vulnerabilidad empresarial en España.

No obstante, el FMI advierte de que la desaceleración económica está reduciendo la rentabilidad de las empresas y debilitando su capacidad para devolver la deuda. En su escenario adverso, la deuda de empresas españolas con riesgo de impago se aproxima a los niveles del peor momento de la crisis financiera. Todo dependerá de si la desaceleración se queda en eso o se agrava hasta convertirse en una recesión. ●