

FOCUS · Sobrecalentamiento en los mercados de crédito de EE. UU.

A principios de año, un miembro destacado del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal (Fed), Jeremy Stein, escribió un artículo con el sugerente título de *Sobrecalentamiento en los mercados de crédito: causas, medición y respuestas de política económica*. En aquellos momentos, los mercados de bonos corporativos y de titulaciones estaban experimentando una fuerte escalada de las cotizaciones, acompañada de un boom en el volumen de emisiones. Eran los primeros meses del QE3, la tercera ronda de compra de bonos lanzada por la Fed. Stein apuntaba que la combinación de factores como la innovación financiera, la regulación y los cambios en el entorno económico pueden, en ocasiones, contribuir a la formación de burbujas. Específicamente, aludió a las compras de bonos de la Fed como uno de esos cambios que, a través de alentar un proceso de «búsqueda de rentabilidad» entre los inversores, estaría detrás de la exuberancia que se observaba. Se mostró crítico al respecto, abogando por recalibrar las medidas de política económica.

Pocos meses después, la Fed sorprendió a los inversores al anunciar planes concretos para frenar las compras de bonos (*tapering*). El impacto en los mercados fue intenso: aumento de los tipos de largo plazo y de la primas de riesgo, junto con un brusco descenso de la negociación. Posiblemente asustada por esta reacción (además de otras consideraciones ligadas a la economía real, como las dudas sobre las consecuencias del *impasse* fiscal del otoño), la Fed decidió, sobre la marcha, aplazar sus planes. Hoy por hoy, la opinión de consenso es que el *tapering* empezará en 1T 2014 y será muy gradual. Tras estas idas y venidas, el panorama en los mercados de bonos es revelador: los signos de sobrecalentamiento, lejos de moderarse, se han recrudecido. Y no solo en EE. UU.

Tanto las *yields* como los *spreads* crediticios de los bonos corporativos y los préstamos sindicados se encuentran en mínimos históricos. De hecho, la mejora ha sido tanto mayor cuanto peor la calidad crediticia del emisor. El volumen de transacciones se ha disparado, también con protagonismo de instrumentos de desagradable recuerdo como las CLO (*collateralized loan obligations*) y los préstamos concedidos a empresas con elevado endeudamiento (*leveraged loans*). Es particularmente revelador el tremendo aumento de operaciones con escasas cláusulas de protección para el inversor (*covenant-lite*).

En suma, unas condiciones que difícilmente dejarán indiferente a la Fed, por lo menos a quienes piensen como J. Stein. El reto es rebajar la temperatura de estos mercados sin provocar su congelación, a la vez que se mantiene el apoyo a la economía real. Combinar adecuadamente los instrumentos convencionales y no convencionales de política monetaria en la reducción de la liquidez puede y debe ayudar. Pero casi más importante es la contribución de la

política macroprudencial. En este sentido, es alentador saber que la Fed, junto con otros organismos de regulación y supervisión, estudia medidas como obligar a los intermediarios a mantener porciones de los préstamos que se empaquetan como CLO, así como aumentar los requisitos de capital para los bancos que adquieren este tipo de productos de elevado riesgo.

Emisiones de deuda

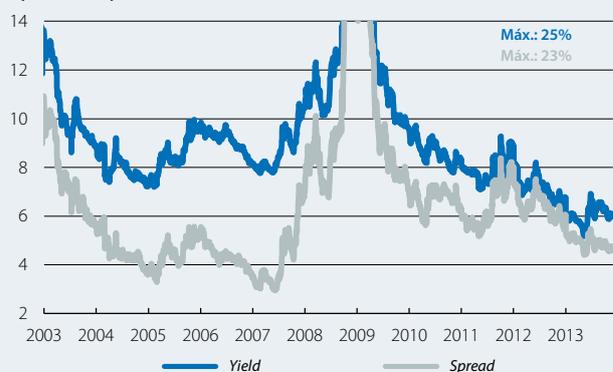
(En miles de millones de dólares; acumulado anual)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Yield y spread de bonos high yield en EE. UU.

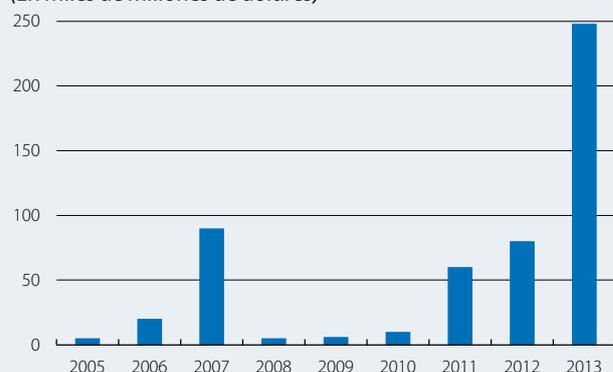
Spread respecto al bono soberano a 5 años (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Emisiones de préstamos covenant-lite en EE. UU.

(En miles de millones de dólares)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.