

El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?

EE. UU. alcanzará en 2019 la expansión económica más larga de su historia moderna si supera, el próximo julio, el récord de 40 trimestres que ostenta la expansión de 1991-2001. Ahora bien, es probable que en los próximos trimestres la actividad se desacelere por la propia madurez del ciclo económico y el desvanecimiento del estímulo fiscal implementado a finales de 2017. Así, la economía se puede encontrar en un contexto en el que, por la conjunción de un menor crecimiento de los ingresos de familias y empresas y los mayores tipos de interés impulsados por la Fed, pueden quedar al descubierto vulnerabilidades financieras acumuladas en los últimos años. Entre ellas destaca el endeudamiento de familias y empresas, cuyo estado analizamos a continuación.

La deuda y el crédito exhiben dinámicas cíclicas análogas a las del ciclo económico, con fases de expansión y de recesión. En las primeras se produce un aumento del volumen de crédito y una mejora de las condiciones a las que familias y empresas pueden endeudarse (por ejemplo, con tipos de interés favorables o menores exigencias de colateral). Las segundas se caracterizan por un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito, un incremento de la tasa de morosidad y una contracción del volumen de deuda. Más adelante, a medida que empresas y familias sanean sus cuentas y consiguen mejorar su perfil de riesgo, el crédito vuelve a fluir y el ciclo entra de nuevo en la fase expansiva.

¿Dónde se encuentra el ciclo del crédito de EE. UU.? El sector privado no financiero (es decir, las familias y las empresas no financieras) ha reducido su endeudamiento desde el 170% del PIB alcanzado en 2008 hasta situarlo por debajo del 150% en 2018. Sin embargo, debemos ir más allá de estas cifras, distinguir entre el endeudamiento de los hogares y el corporativo, dado que a menudo siguen diferentes tendencias,¹ y analizar su evolución comparándola con otras fases expansivas.²

Por el lado de los hogares, en la actual fase expansiva, la deuda hipotecaria y la destinada al consumo siguen caminos distintos. Mientras que, por un lado, la carga de la deuda hipotecaria sobre la renta disponible de las familias se ha reducido más de un 40% desde el máximo registrado en 2007, la carga de la deuda destinada a fines de consumo ha aumentado sostenidamente desde 2012 y a un ritmo promedio anual del 0,6% (véase el segundo gráfico). Aun así, dado que la deuda hipotecaria tiene un gran peso en el total del endeudamiento familiar, en su conjunto la carga de la deuda de los hogares se encuentra por debajo del 10% (frente a un máximo del 13,2% en 2007) y en mínimos históricos desde que se disponen datos (1980). El descenso de la carga de la deuda no solo refleja una disminución del endeudamiento, sino que también se ha visto facilitado por los bajos tipos de interés que han prevalecido en los últimos años (gran parte de la deuda se ha contratado a tipo fijo y ha ido venciendo deuda antigua contratada a tipos superiores). Por último, también cabe desta-

1. Por ejemplo, en la actualidad, la brecha de crédito como porcentaje del PIB (el llamado *credit-to-gdp gap*) es negativa para las familias y positiva para el sector corporativo no financiero.
 2. Analizamos las expansiones económicas según la clasificación del NBER (1983-1990, 1991-2001, 2002-2007 y 2009-actual).

EE. UU.: deuda privada

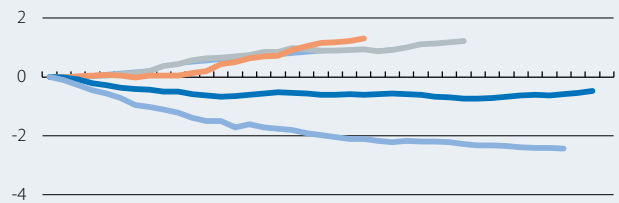
Indicador	Actual	Máximo de la crisis financiera	Promedio del ciclo actual
Deuda privada no financiera (% del PIB)	147,6	171,1	152,3
Deuda de los hogares (% del PIB)	75,0	98,6	83,0
Hipotecaria (% del PIB)	49,7	73,5	57,8
Tasa de morosidad de los hogares (%)	2,5	6,6	4,1
Deuda corporativa no financiera (% del PIB)	72,6	72,5	69,3
Prima de riesgo de la deuda corporativa (p. b.) *	274	1.165	369

Nota: * Diferencial entre los tipos de interés de bonos corporativos con rating BBB o superior y bonos con rating BB o inferior.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

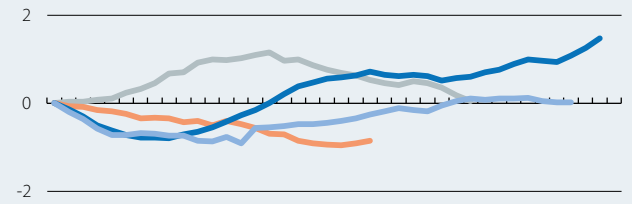
El ciclo del crédito: hogares *

Variación acumulada en p. p. respecto al inicio del ciclo

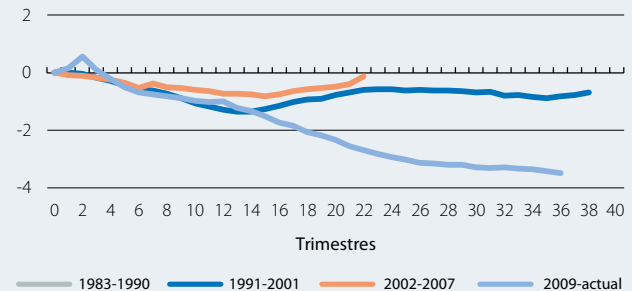
Pagos de deuda hipotecaria (% de la renta disponible)



Pagos de créditos al consumo (% de la renta disponible)



Ratio de morosidad de los hogares



Nota: * Todas las series están normalizadas a 0 en el inicio de la fase expansiva determinada según el NBER. La ratio de morosidad de los hogares incluye tanto préstamos al consumo como préstamos hipotecarios, ponderados por el peso relativo de cada uno de ellos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

car la pronunciada disminución del uso de líneas de crédito hipotecario (préstamos al consumo en los que la vivienda se usa como colateral). De este modo, en su conjunto, la deuda de los hogares supone una fuente de riesgo claramente más moderada que en la anterior fase expansiva y, de cara a los próximos trimestres, la robustez que muestra el mercado laboral debería permitir que la tasa de morosidad permanezca en niveles bajos.

Por el lado de la deuda corporativa no financiera, la situación es menos apacible. Situada en el 73% del PIB, la deuda de las empresas se encuentra actualmente alrededor de sus máximos históricos aunque, como se observa en el último gráfico, el incremento acumulado en la actual fase del ciclo se ha producido más lentamente que en las fases expansivas anteriores. Sin embargo, en vista de estos niveles, indicadores como la facilidad de acceso al crédito nos pueden ayudar a clarificar si el incremento de esta deuda puede señalar el inicio de una fase más tardía del ciclo del crédito.

Como refleja el segundo panel del tercer gráfico, las expansiones empiezan con una mejora de la facilidad de acceso al crédito³ (por ejemplo, porque las buenas perspectivas económicas mejoran el perfil de crédito de los prestatarios). En cambio, en los últimos compases de la expansión, el deterioro de las perspectivas de crecimiento y una menor tolerancia al riesgo tienden a endurecer las condiciones de acceso al crédito. En este sentido, los últimos datos muestran que en el 4T 2018 se produjo un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Por un lado, este podría ser un repunte puntual (es el primer endurecimiento en casi tres años) fruto de las turbulencias financieras de los últimos compases del año. No obstante, algunos analistas sugieren que ello es ya una muestra de una mayor cautela a la hora de ofrecer préstamos al sector corporativo debido a una anticipación del posible deterioro del perfil crediticio de los prestatarios y del valor de las garantías.⁴

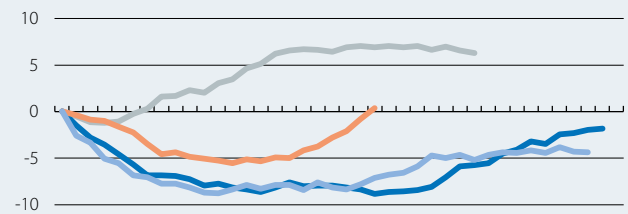
En esta línea, el tercer panel del tercer gráfico muestra que, en el 4T 2018, se produjo un ligero incremento de la prima de riesgo de la deuda de las empresas con peor perfil crediticio,⁵ aunque esta todavía se mantiene en niveles históricamente bajos. De hecho, el mismo gráfico indica que, en las dos últimas expansiones, este diferencial ha tendido a comprimirse a medida que avanzaba el ciclo económico: es decir, la madurez de la expansión ha venido acompañada de una reducción del coste de financiación de las compañías con baja nota crediticia. Sin embargo, ello puede comportar un deterioro de la calidad de la deuda total existente en el mercado, dado que las empresas con un perfil de crédito más arriesgado pueden financiarse a un coste relativamente menor. En este sentido, tanto el FMI como la Fed han alertado sobre el aumento de la concesión de crédito a empresas que ya están muy endeudadas y destacan el hecho de que, en EE. UU., el porcentaje de nuevas emisiones de deuda que representan las empresas con un apalancamiento alto ha pasado de suponer algo más de un 20% en 2010 a más del

3. Según los datos de la Senior Loan Officer Opinion Survey, una encuesta en la que las entidades financieras indican si están endureciendo o relajando las condiciones de acceso al crédito respecto al trimestre anterior.
 4. Capital Economics (2019), «Tighter lending standards point to further slowdown».
 5. Concretamente, el diferencial entre los bonos emitidos por empresas con un rating igual o superior a BBB y las empresas con un rating BB o inferior.

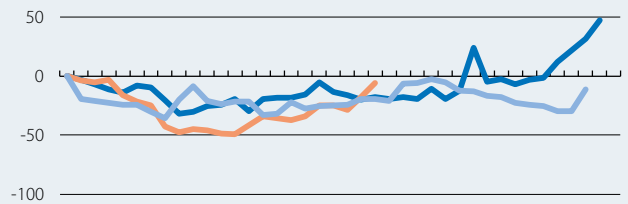
El ciclo del crédito: empresas no financieras *

Variación acumulada en p. p. respecto al inicio del ciclo

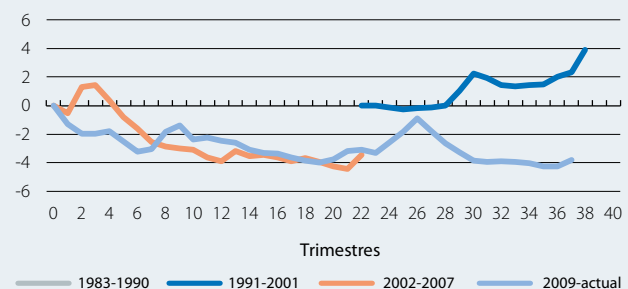
Componente cíclico de la deuda corporativa no financiera (% del PIB)



Facilidad de acceso al crédito



Diferencial de tipos entre empresas con rating alto y bajo



Nota: * Todas las series están normalizadas a 0 en el inicio de la fase expansiva determinada según el NBER. En el primer panel, el componente cíclico se estima a través del filtro Hodrick-Prescott. En el segundo panel, se muestra el porcentaje de entidades financieras que endurecen el acceso al crédito, según las respuestas a la encuesta de la Reserva Federal. Valores más altos corresponden a un endurecimiento del acceso al crédito, mientras que valores más bajos indican mayor facilidad de crédito. En el tercer panel, mostramos el diferencial entre el coste de financiación de las empresas con un rating igual o superior a BBB y las empresas con un rating BB o inferior. Los datos para este indicador solamente están disponibles desde 1998.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y la Reserva Federal de St. Louis.

60% en el 3T 2018.⁶ La preocupación estriba en que, ante un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito (por ejemplo, por un deterioro de las perspectivas macroeconómicas), estas empresas podrían encontrarse con dificultades para afrontar los pagos de intereses y del principal, pudiendo amplificar los efectos de la desaceleración económica.

En suma, el ciclo del crédito se encuentra en un punto en el que coexisten señales que indican que la fase expansiva todavía tiene recorrido con algunos otros que apuntan a focos de vulnerabilidad. En concreto, el incremento del endeudamiento de empresas que ya están altamente endeudadas supone un riesgo que puede activarse tanto en el caso de una desaceleración de la actividad más abrupta de lo esperado como ante señales de sobrecalentamiento que fuercen a la Fed a incrementar los tipos de interés.

Ricard Murillo Gili

6. Se consideran empresas con alto nivel de endeudamiento aquellas con un ratio EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones) superior a 5. Para más detalles, véase Brainard, L. (2018). «Assessing Financial Stability over the Cycle». Federal Reserve Board.