

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

- Mientras que la deuda de los hogares se encuentra en una situación relativamente confortable, en la deuda corporativa se han generado algunas vulnerabilidades financieras.
- En concreto, mostramos cómo los inversores poseen ahora en sus balances deuda de empresas con un perfil de riesgo más alto y se encuentran algo menos protegidos.

La actual fase expansiva de EE. UU. va camino de ser la más larga de la historia y, hasta la fecha, ha transcurrido sin grandes sobresaltos. No obstante, a lo largo de los últimos años, se han gestado algunos desequilibrios financieros, especialmente en el sector corporativo, que podrían desestabilizar al conjunto de la economía en un escenario macroeconómico adverso.¹ A continuación, los analizamos con más detalle.

Los riesgos se concentran en la deuda corporativa

En los últimos años, la deuda de las empresas no financieras ha aumentado con fuerza, hasta situarse en niveles parecidos a los de 2007. En parte, este incremento se sustentó en el crecimiento de los beneficios empresariales, favorecidos por los vientos de cola de la expansión económica global, y en el entorno de bajos tipos de interés, que hace más llevadera la carga del endeudamiento. En este sentido, algunas instituciones, como el FMI, aseguran que los balances de las empresas se encuentran, en general, en buen estado. No obstante, esta visión de conjunto positiva coexiste con algunas señales que apuntan a un deterioro de la calidad de la deuda corporativa y a una mayor toma de riesgos en algunos segmentos del mercado. En particular, destacan: el endeudamiento de las empresas con peor perfil crediticio, la disminución del uso de cláusulas que protegen al prestamista y el aumento de la deuda emitida por empresas altamente endeudadas.

La evidencia del aumento de la deuda de empresas con peor perfil crediticio es amplia. Por ejemplo, la deuda con una nota crediticia de BBB se encuentra actualmente en máximos históricos (véase el primer gráfico).² Ello es especialmente relevante ya que, normalmente, cuando la economía entra en recesión, gran parte de esta deuda sufre un deterioro de su nota crediticia y acaba en grado especulativo. Ello fuerza a muchos de sus tenedores, como fondos de inversión o aseguradoras, a tener que venderla puesto que, por razones regulatorias, tienen un límite máximo de activos de grado especulativo que pueden mantener en su cartera.³

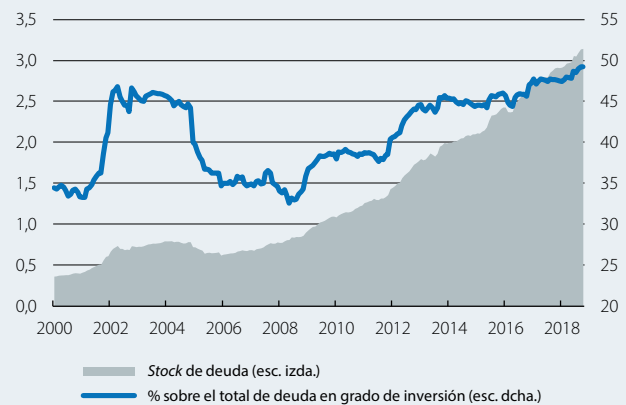
1. Para una visión panorámica del estado del ciclo del crédito de EE. UU., véase «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?» en el IM04/2019.

2. La calificación crediticia BBB es la más baja dentro del grado de inversión, donde se encuentran las empresas a las que se les presupone una mayor solvencia. Los activos con nota crediticia inferior a BBB tienen una calificación de «grado especulativo».

3. Véase Ellul, A., Jotikasthira, C. y Lundblad, C. T. (2011). «Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market» *Journal of Financial Economics*, 101(3), 596-620.

EE. UU.: deuda corporativa calificada con BBB

Billones de dólares



Nota: Dentro de la categoría BBB se incluye la deuda con rating BBB+, BBB y BBB-.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

También hay indicios de que los inversores están menos protegidos frente al riesgo. Normalmente, cuando una empresa emite bonos, los prestamistas están protegidos por diversas cláusulas (como, por ejemplo, la obligación del emisor a mantener los ratios de deuda por debajo de un cierto umbral o limitar los usos a los que pueden destinar la deuda emitida). Sin embargo, tal y como apuntan la OCDE y el FMI, el uso de estas cláusulas se ha reducido sostenidamente desde 2002, sobre todo en los activos que entrañan un mayor riesgo (como, por ejemplo, la deuda corporativa con calificación de «grado especulativo»⁴).

Por último, es especialmente preocupante la acumulación creciente de deuda por parte de aquellas empresas que ya están altamente endeudadas (lo que se conoce como *leveraged loans*), dado que ello acentúa la probabilidad de impago. En particular, según los datos del FMI, la deuda acumulada por parte de estas empresas se ha duplicado entre 2007 y 2018, desde los 0,6 billones de dólares hasta alcanzar los 1,2 billones. Además, los *leveraged loans* se suelen empaquetar para crear unos nuevos activos (llamados *collateralized loan obligations* o CLO, en inglés), que luego se venden en el mercado secundario. Este pro-

4. Según el índice elaborado por la OCDE, que mide el uso de cláusulas que protegen al prestamista, la diferencia de su uso entre empresas en el grado especulativo y en el grado de inversión se ha reducido a la mitad en los últimos 15 años. Véase Çelik, S., Demirtas, G. y Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, París.

ceso de titulización de los *leveraged loans* puede recordar a la titulización de los préstamos hipotecarios que estuvo en el centro de la crisis financiera de 2008, con el que, entre otros, el prestamista tiene menos incentivos a realizar un análisis exhaustivo de la solvencia de la empresa originalmente emisora de deuda. Sin embargo, distintos análisis, como los elaborados por la Fed, indican que la estructura financiera de los CLO es más robusta y no son una fuente destacable de riesgo sistémico (de hecho, el mercado de CLO resistió razonablemente bien las turbulencias de 2008).⁵

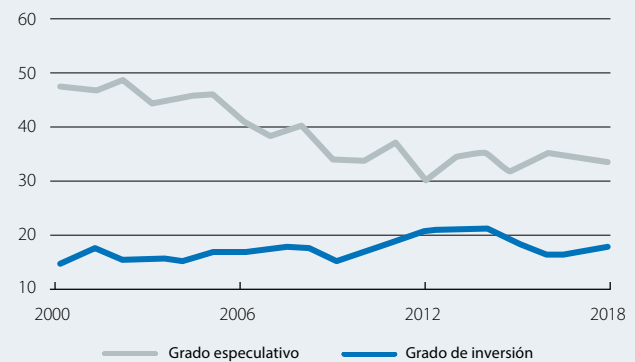
La deuda de los hogares no es una fuente de riesgo sistémico

En conjunto, el endeudamiento familiar es una fuente de riesgo menos preocupante que en ocasiones anteriores. Diversos factores contribuyen a esta visión: por un lado, las familias se han desendeudado notablemente respecto a los niveles de la crisis financiera. Por otro lado, la calidad de la deuda hipotecaria, el principal componente del endeudamiento familiar, ha mejorado y las nuevas hipotecas se conceden a hogares con un perfil *a priori* más solvente (véase el tercer gráfico). Mientras que entre 2004 y 2007 el porcentaje promedio de nuevas hipotecas concedidas a hogares con un *credit score*⁶ bajo o muy bajo fue del 23%, en el 1T 2019 estas solamente representaban el 10%. Asimismo, la concesión de hipotecas a hogares con mayor *credit score* es actualmente del 56%, en comparación con el 25% registrado en los años previos a la crisis financiera.

Las fuentes de riesgo en la deuda familiar se encuentran en componentes que tienen un peso relativamente pequeño en el grueso del endeudamiento de los hogares, como, por ejemplo, en los préstamos para los estudios. Estos han duplicado su tamaño desde 2009, representan el 11% de la deuda familiar y poseen la tasa de morosidad más elevada de todos los tipos de deuda de los hogares (10,9% en el 1T 2019). Sin embargo, dado su tamaño relativamente pequeño y que se encuentran garantizados por el Departamento de Educación de EE. UU., no suponen tanto un riesgo para la estabilidad financiera como un lastre sobre el crecimiento económico: son varias las voces que alertan que los altos niveles de deuda con los que los recién graduados entran en el mercado laboral están siendo un freno para el consumo y el acceso a la vivienda de los jóvenes.⁷

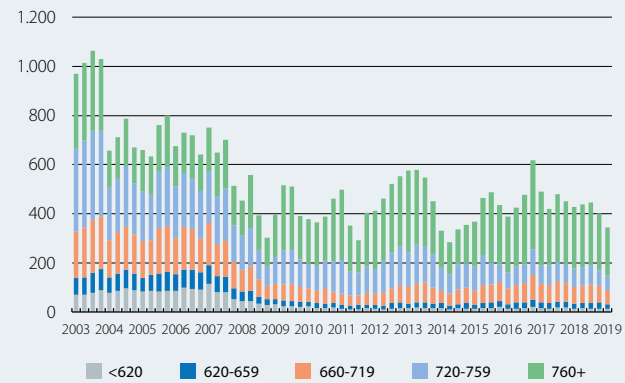
En suma, las vulnerabilidades de la deuda privada se encuentran sobre todo en el sector corporativo y reflejan,

EE. UU.: índice de protección mediante cláusulas en los contratos a empresas no financieras



Fuente: Çelik, S. et al. (2019) «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Market Series, Paris.

EE. UU.: nueva concesión de préstamos hipotecarios según credit score



Notas: Valores bajos del credit score apuntan a una menor capacidad de repago de la deuda. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

principalmente, un deterioro de la calidad de la deuda y una mayor toma de riesgos. Con unas perspectivas económicas razonablemente positivas, EE. UU. puede evitar que estas vulnerabilidades condicionen el escenario. No obstante, el temor es que si las perspectivas se deterioran más de lo esperado, estas vulnerabilidades puedan desestabilizar al conjunto de la economía. ¿Cuáles serían las consecuencias en un escenario más adverso? Lo veremos próximamente en una nueva entrega de la serie «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?».

Ricard Murillo Gili

5. Véase Kaplan, R. (2019). «Corporate Debt as a Potential Amplifier in a Slowdown». Y Fed (2019). «Vulnerabilities Associated with Elevated Business Debt», Financial Stability Report de abril.
 6. El *credit score* es un indicador que mide la capacidad de repago de los individuos en EE. UU.
 7. Dudley, W. C. (2017), «Opening Remarks at the Economic Press Briefing on Household Borrowing, Student Debt Trends and Homeownership». Reserva Federal de Nueva York.