

El cicle del crèdit als EUA: fins a quin punt ens hem de preocupar? Part II

- Mentre que el deute de les llars es troba en una situació relativament confortable, en el deute corporatiu s'han generat algunes vulnerabilitats financeres.
- En concret, mostrem com els inversors tenen ara als seus balanços deute d'empreses amb un perfil de risc més alt i estan una mica menys protegits.

L'actual fase expansiva dels EUA va camí de ser la més llarga de la història i, fins avui, ha transcorregut sense grans sobresalts. No obstant això, al llarg dels últims anys, s'han gestat alguns desequilibris financers, en especial al sector corporatiu, que podrien desestabilitzar el conjunt de l'economia en un escenari macroeconòmic advers.¹ Tot seguit, els analitzem amb més detall.

Els riscos es concentren al deute corporatiu

En els últims anys, el deute de les empreses no financeres ha augmentat amb força, fins a situar-se en nivells semblants als del 2007. En part, aquest increment es va basar en el creixement dels beneficis empresarials, afavorits pels vents de cua de l'expansió econòmica global, i en l'entorn de tipus d'interès baixos, que fa més suportable la càrrega de l'endeutament. En aquest sentit, algunes institucions, com l'FMI, asseguren que els balanços de les empreses es troben, en general, en bon estat. No obstant això, aquesta visió de conjunt positiva coexisteix amb alguns senyals que apunten a un deteriorament de la qualitat del deute corporatiu i a una major presa de riscos en alguns segments del mercat. En particular, destaquen: l'endeutament de les empreses amb pitjor perfil creditici, la disminució de l'ús de clàusules que protegeixen el prestador i l'augment del deute emès per empreses altament endeutades.

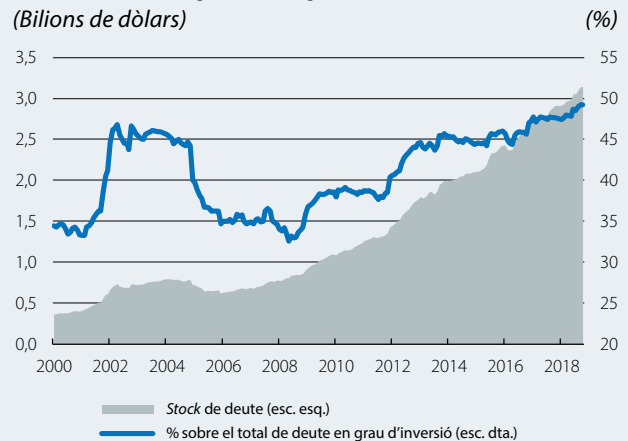
L'evidència de l'augment del deute d'empreses amb pitjor perfil creditici és àmplia. Per exemple, el deute amb una nota creditícia de BBB es troba, en l'actualitat, en màxims històrics (vegeu el primer gràfic).² Això és especialment rellevant, ja que, normalment, quan l'economia entra en recessió, una gran part d'aquest deute pateix un deteriorament de la nota creditícia i acaba en grau especulatiu. Això força molts dels seus tenidors, com fons d'inversió o asseguradores, a haver de vendre'l, ja que, per raons reguladores, tenen un límit màxim d'actius de grau especulatiu que poden mantenir a la cartera.³

1. Per a una visió panoràmica de l'estat del cicle del crèdit dels EUA, vegeu «El cicle del crèdit als EUA: fins a quin punt ens hem de preocupar?», a l'IM04/2019.

2. La qualificació creditícia BBB és la més baixa dins el grau d'inversió, on es troben les empreses que, suposadament, tenen una major solvència. Els actius amb una nota creditícia inferior a BBB tenen una qualificació de «grau especulatiu».

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

EUA: deute corporatiu qualificat amb BBB



Nota: La categoria BBB inclou el deute amb ràting BBB+, BBB i BBB-.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

També hi ha indicis que els inversors estan menys protegits davant el risc. Normalment, quan una empresa emet bons, els prestadors estan protegits per diverses clàusules (com, per exemple, l'obligació de l'emissor de mantenir les ràtios de deute per sota d'un cert líndar o de limitar els usos als quals poden destinar el deute emès). No obstant això, tal com ho apunten l'OCDE i l'FMI, l'ús d'aquestes clàusules s'ha reduït de forma sostinguda des del 2002, sobretot en els actius que comporten un risc més elevat (com, per exemple, el deute corporatiu amb qualificació de «grau especulatiu»).

Finalment, és especialment preocupant l'acumulació creixent de deute per part de les empreses que ja estan altament endeutades (el que es coneix com *leveraged loans*), atès que això incrementa la probabilitat d'impagament. En particular, segons les dades de l'FMI, el deute acumulat per part d'aquestes empreses s'ha duplicat entre el 2007 i el 2018, des dels 0,6 bilions de dòlars fins als 1,2 bilions. A més a més, els *leveraged loans* se solen empaquetar per crear uns actius nous (anomenats *collateralized loan obligations* o CLO, en anglès), que després són venuts al mercat secundari. Aquest procés de titulització

4. Segons l'índex elaborat per l'OCDE, que mesura la utilització de clàusules que protegeixen el prestador, la diferència del seu ús entre empreses en el grau especulatiu i en el grau d'inversió s'ha reduït a la meitat en els 15 últims anys. Vegeu Çelik, S., Demirtas, G. i Isaksson, M. (2019), «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, París.

dels *leveraged loans* pot recordar la titulització dels préstecs hipotecaris que va estar al centre de la crisi financera del 2008, de manera que, entre d'altres, el prestador té menys incentius per fer una anàlisi exhaustiva de la solvència de l'empresa originalment emissora del deute. No obstant això, diferents anàlisis, com les elaborades per la Fed, indiquen que l'estructura financera dels CLO és més robusta i que no són una font destacable de risc sistèmic (de fet, el mercat de CLO va resistir raonablement bé les turbulències del 2008).⁵

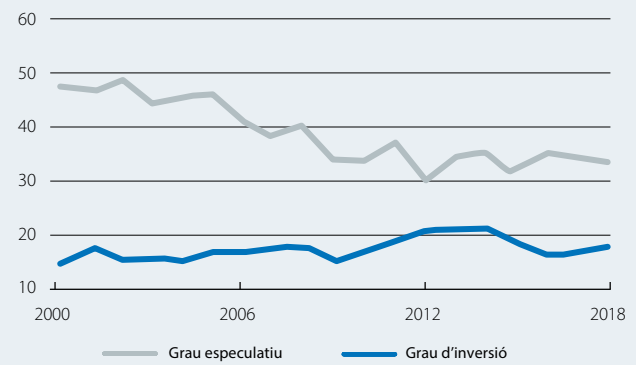
El deute de les llars no és una font de risc sistèmic

En conjunt, l'endeutament familiar és una font de risc menys preocupant que en ocasions anteriors. Diversos factors contribueixen a aquesta visió: d'una banda, les famílies s'han desendeutat de forma notable en relació amb els nivells de la crisi financera. De l'altra, la qualitat del deute hipotecari, el principal component de l'endeutament familiar, ha millorat i les noves hipoteques es concedeixen a llars amb un perfil *a priori* més solvent (vegeu el tercer gràfic). Mentre que, entre el 2004 i el 2007, el percentatge mitjà de noves hipoteques concedides a llars amb un *credit score*⁶ baix o molt baix va ser del 23%, en el 1T 2019, només representaven el 10%. Així mateix, la concessió d'hipoteques a llars amb un *credit score* més alt és, en l'actualitat, del 56%, en comparació amb el 25% registrat en els anys previs a la crisi financera.

Les fonts de risc en el deute familiar se centren en components que tenen un pes relativament petit en el gros de l'endeutament de les llars, com, per exemple, en els préstecs per als estudis, els quals han duplicat la seva dimensió des del 2009, de manera que representen l'11% del deute familiar i presenten la taxa de morositat més elevada de tots els tipus de deute de les llars (el 10,9% en el 1T 2019). No obstant això, atesa la seva dimensió relativament petita i que són garantits pel Departament d'Educació dels EUA, no són tant un risc per a l'estabilitat financera com un llast per al creixement econòmic: són diverses les veus que alerten que els alts nivells de deute amb què les noves fornades de graduats entren al mercat laboral són un fre per al consum i per a l'accés a l'habitatge dels joves.⁷

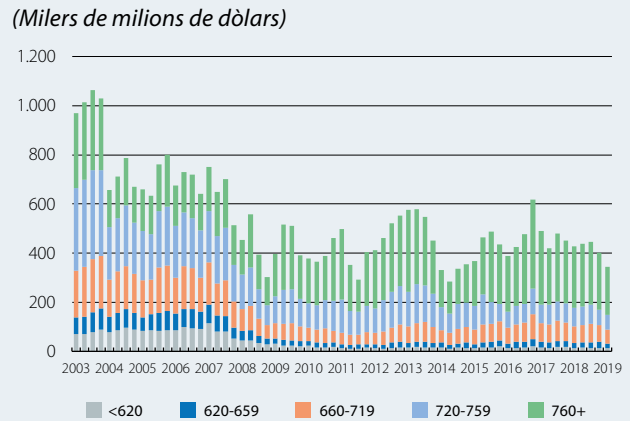
En suma, les vulnerabilitats del deute privat es troben, sobretot, al sector corporatiu i reflecteixen, principalment, un deteriorament de la qualitat del deute i una major pressió de riscos. Amb unes perspectives econòmiques raonablement positives, els EUA poden evitar que aquestes vul-

EUA: índex de protecció mitjançant clàusules als contractes a empreses no financeres (%)



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

EUA: nova concessió de préstecs hipotecaris en funció del credit score (Milers de milions de dòlars)



Nota: Valors baixos de credit score apunten a una menor capacitat de repagament del deute. Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.

nerabilitats condicionin l'escenari. No obstant això, el temor és que, si les perspectives es deterioren més de l'esperat, aquestes vulnerabilitats puguin desestabilitzar el conjunt de l'economia. Quines serien les conseqüències en un escenari més advers? Ho veurem properament en un nou lliurament de la sèrie «El cicle del crèdit als EUA: fins a quin punt ens hem de preocupar?».

Ricard Murillo Gili

5. Vegeu Kaplan, R. (2019), «Corporate Debt as a Potential Amplifier in a Slowdown», i Fed (2019), «Vulnerabilities Associated with Elevated Business Debt», Financial Stability Report de l'abril.

6. El *credit score* és un indicador que mesura la capacitat de repagament dels individus als EUA.

7. Dudley, W. C. (2017), «Opening Remarks at the Economic Press Briefing on Household Borrowing, Student Debt Trends and Homeownership», Reserva Federal de Nova York.