

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

- Las vulnerabilidades del ciclo del crédito de EE. UU. probablemente no serán el detonante de la próxima recesión. Sin embargo, pueden amplificar la desaceleración de la economía estadounidense.
- Concretamente, estimamos que, en caso de activarse estas vulnerabilidades, podrían comportar un endurecimiento de las condiciones financieras que restara entre 0,3 y 0,7 p. p. al crecimiento del PIB en 2020.

Tras haber analizado el estado del crédito privado en EE. UU. en dos artículos anteriores,¹ cerramos la serie dando respuesta a las preguntas más frecuentes alrededor del ciclo económico y del crédito estadounidense.

¿Cuál es la situación actual de la economía estadounidense?

Desde este julio, la economía de EE. UU. se encuentra en la fase expansiva más larga de su historia, con la tasa de paro en mínimos de 50 años y la inflación cerca, aunque algo por debajo, del objetivo del 2%. Debido a la propia madurez del ciclo económico y al desvanecimiento del impulso fiscal de finales de 2017, cabe esperar que el crecimiento económico se suavizará hasta tasas más cercanas al potencial en los próximos trimestres. De hecho, los indicadores más recientes sugieren que esta desaceleración ya se está produciendo de manera gradual. No obstante, en los últimos trimestres, los riesgos bajistas (sobre todo los de naturaleza geopolítica) se han intensificado, algo que ya está mermando el sentimiento económico.

¿Cuál es la situación actual de la deuda privada?

Por un lado, las familias han llevado a cabo un importante proceso de desendeudamiento, liderado sobre todo por la deuda hipotecaria. La nueva concesión de hipotecas, además, se ha reducido y se ha dirigido a hogares con un perfil de crédito razonablemente solvente. En este sentido, su situación es mucho menos preocupante que en los años previos a la Gran Recesión y las vulnerabilidades se encuentran en partidas cuantitativamente menos relevantes (como la deuda para estudios).

Por el lado de las empresas no financieras, la deuda ha aumentado sustancialmente en estos últimos años y ha llegado a superar los niveles previos a la Gran Recesión. Normalmente, el fuerte crecimiento de la deuda va asociado a una mayor toma de riesgos y un deterioro de la calidad de la deuda, lo que puede generar vulnerabilidades. Y el caso de EE. UU. no es una excepción. De nuestros anteriores análisis, destacamos tres vulnerabilidades: el aumento de la deuda calificada con *rating* BBB, el menor uso de cláusulas que protegen al inversor y el aumento de la deuda a empresas que ya están altamente endeudadas.

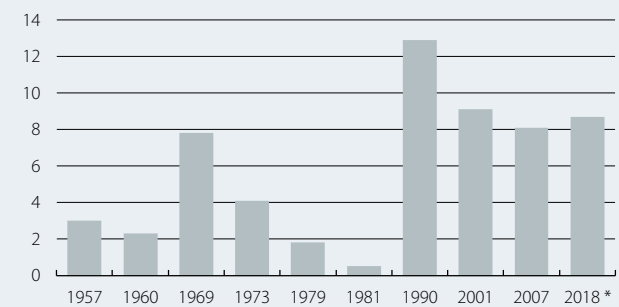
1. Véanse «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos?» en el IM04/2019 y «El ciclo del crédito en EE. UU.: ¿cuánto debe preocuparnos? Parte II» en el IM06/2019.

¿Será el crédito privado el detonante de la próxima recesión en EE. UU.?

Distintos elementos sugieren que, actualmente, es menos probable que en anteriores ocasiones que el desencadenante de la siguiente recesión sea, por sí solo, el ciclo del crédito. Por un lado, como hemos comentado, la deuda de las familias se encuentra en una situación relativamente cómoda. Por otro lado, el aumento de la deuda corporativa no financiera ha sido significativo pero, aun así, relativamente más moderado que en episodios anteriores (y sustentado en un entorno de tipos bajos que hace más llevadera la carga de la deuda): por ejemplo, la ratio entre la deuda corporativa no financiera y el PIB ha crecido 8,7 p. p. entre 2009 y 2018, mientras que su incremento fue del 9,1 p. p. entre 1991 y 2001 (véase el primer gráfico). Además, los cambios regulatorios motivados tras la crisis financiera han forjado un sistema financiero más robusto y con más liquidez, preparado para resistir mejor los episodios de tensiones. Finalmente, pese a haber destacado algunas vulnerabilidades en sectores concretos, una parte muy significativa del sector corporativo está gozando de unas cuentas generalmente saneadas.

EE. UU.: crecimiento del crédito corporativo no financiero previo a las recesiones

(p. p.)



Notas: Crecimiento acumulado de la deuda corporativa no financiera como porcentaje del PIB entre el punto mínimo y máximo del ciclo económico definido según el NBER.
* Último dato disponible del 4T 2018.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Internacional de Pagos y del National Bureau of Economic Research.

Entonces, ¿cómo puede la deuda privada condicionar el escenario?

De las 33 recesiones que ha habido en EE. UU. desde 1857, pocas han sido desencadenadas por el crédito privado. Sin embargo, este suele tener un rol no desdeñable en la

mayoría de ellas: la literatura económica coincide en señalar que el crédito privado amplifica los *shocks* adversos. En este sentido, cabe entender los riesgos alrededor de la deuda corporativa estadounidense como fuentes de vulnerabilidad que la propia desaceleración económica puede activar, de modo que contribuyan a acentuar la moderación del crecimiento.²

¿Cómo funciona el rol amplificador?

El crédito puede amplificar los *shocks* adversos mediante una moderación en la concesión de crédito, que a su vez lastimará el consumo y la inversión. Por ejemplo, si el deterioro del escenario económico va acompañado de una reducción del precio de los activos, también disminuirá el valor de las garantías en las que los prestatarios pueden respaldar su crédito y, por lo tanto, verán reducida su capacidad de endeudamiento. Por otro lado, en los tramos finales de las expansiones económicas se suelen endurecer las condiciones de crédito, dado que se anticipa un deterioro de las expectativas de crecimiento y, por lo tanto, una mayor probabilidad de impago.

¿Cómo pueden impactar las vulnerabilidades identificadas sobre las condiciones financieras del conjunto de la economía?

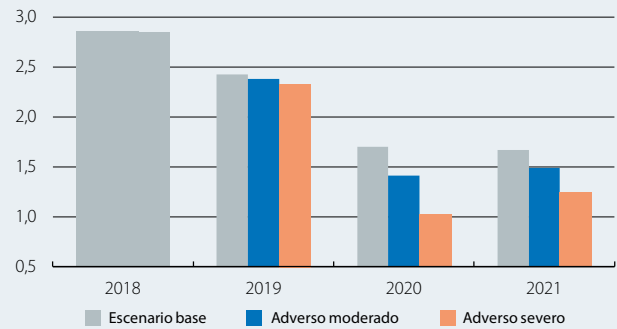
Por un lado, una rebaja generalizada de la valoración de la deuda corporativa que comporte la pérdida del grado de inversión (un fenómeno común durante las recesiones económicas) suele provocar ventas forzadas de este tipo de deuda, lo que, entre otras consecuencias, aumenta las primas de riesgo y el coste de la deuda para las empresas.³ Por otro lado, el aumento de la deuda de empresas ya altamente endeudadas, así como el menor uso de cláusulas que protegen al inversor, pueden acentuar los impagos.

Con estos dos mecanismos en mente, construimos dos escenarios de tensionamiento de las condiciones financieras, basados en la relación histórica del índice de condiciones financieras de la Reserva Federal de Chicago (NFCI en adelante) con el porcentaje de deuda calificada con *rating* BBB y con la tasa de morosidad del sector corporativo. En concreto, si asumimos una evolución de la ratio BBB y de la tasa de morosidad similar a otros episodios de estrés financiero, el NFCI aumentaría aproximadamente en 0,4 y 0,8 p. p. en los escenarios moderado y adverso, respectivamente. Para ponerlas en contexto, estas magnitudes son similares a la de la crisis asiática de 1997 en el primer

2. Jordà, Schularick y Taylor demuestran que las recesiones que han sido precedidas por aumentos pronunciados de la deuda corporativa no financiera han resultado ser más severas y largas. Véase Jordà, Ó., Schularick, M. y Taylor, A. (2013). «When Credit Bites Back», *Journal of Money, Credit, and Banking* 45(s2): 3–28. Y Bridges, J. y Jackson, C (2017), «Down in the Slumps: The Role of Credit in Five Decades of Recessions», Bank of England Working Paper n.º 659.

3. Véase Çelik, S., Demirtas, G. y Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, París.

EE.UU.: escenarios de crecimiento del PIB
Variación anual (%)



Nota: En el escenario «adverso moderado» se estima un endurecimiento de las condiciones financieras de 0,4 p. p. aproximadamente, derivado de una caída de 4 p. p. en la ratio de deuda calificada con BBB y un aumento de 1 p. p. de la tasa de morosidad. El escenario «adverso severo» contempla movimientos con aproximadamente el doble de envergadura. El shock se inicia en el 3T 2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Chicago, la Reserva Federal y el Bureau of Economic Analysis.

caso y la mitad de severa que la vivida en la Gran Recesión en el segundo caso.

¿Cuánto restaría al crecimiento económico un endurecimiento de las condiciones financieras?

Asumiendo estos *shocks* del NFCI, y de acuerdo con la sensibilidad histórica del crecimiento del PIB estadounidense a las condiciones financieras, el endurecimiento de las condiciones financieras podría restar entre 0,3 p. p. y 0,7 p. p. al crecimiento del PIB en el próximo año (véase el segundo gráfico) y acentuar la desaceleración de la economía. No obstante, por sí solas estas magnitudes no parecen suficientes para arrastrar la economía de EE. UU. a una recesión, aunque en caso de interactuar con otros riesgos sobre la economía (como, por ejemplo, las tensiones comerciales)⁴ podríamos llegar a ver tasas de crecimiento negativas.

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

No hay que ser complacientes con los niveles de deuda privada actuales. No obstante, de nuestro análisis se desprende que, más que el detonante de la próxima recesión, hay que entenderlos como una vulnerabilidad que puede amplificar la desaceleración de la economía. En otras palabras, este rol amplificador de *shocks* adversos hace que la economía de EE. UU. sea menos resistente ante un eventual deterioro del escenario, que puede producirse, por ejemplo, por una intensificación de las tensiones comerciales o nuevos cierres de la Administración federal de EE. UU. Es en este último punto donde radica la principal preocupación sobre el ciclo de crédito.

Ricard Murillo Gili

4. Véase «La amenaza del proteccionismo en la economía mundial» en este mismo Informe Mensual.