

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Daniel Beltrán

Julio 4 de 2019

Recalentamiento crediticio en Estados Unidos (2.0)

Decíamos al finalizar el año anterior, que la dinámica crediticia-bancaria de los Estados Unidos mostraba expansiones más bien moderadas del 3% anual, pero (al mismo tiempo) preocupantes en algunos sectores corporativos. A diez años de la quiebra de Lehman, esta moderación en las expansiones crediticias tiene explicaciones relacionadas con: i) las mayores exigencias de la nueva plantilla regulatoria de Basilea-III; y ii) la expansión del llamado “crédito-privado”, donde ahora juega un papel importante el *Private Equity* (ver *Comentario Económico del Día* 22 de noviembre de 2018).

La preocupación crediticia en los Estados Unidos tiene que ver con los llamados “préstamos-apalancados” (*Leveraged Loans-LL*). Así lo han venido alertando el Fed y el FMI; anteriormente lo había hecho Yellen (de salida), y ahora, Powell ha repicado sobre sus riesgos financieros.

Los analistas continúan evaluando su potencial de riesgo sistémico. De una parte, se dice que el monto de los LL (US\$1 trillón) es hoy equivalente al de la deuda hipotecaria *sub-prime* de 2007 y con ribetes relevantes en Europa. Pero, de otra parte, se afirma que su estructuración es tal vez menos riesgosa que aquella, en tanto su deterioro no ha superado el 10% en momentos de tensión. No obstante, hacia el futuro será crucial computar adecuadamente las “ganancias esperadas” y evaluar la peligrosa práctica de llevar el monto de las deudas corporativas más allá de múltiplos de 6 veces el EBITDA en cerca del 30% de los nuevos créditos.

Dichos LL son, en esencia, préstamos (usualmente sindicados) que se otorgan a compañías con elevados niveles de apalancamiento *ex-ante*. Adicionalmente, dichos créditos son “descuartizados”

en diferentes porciones de riesgo crediticio y “re-empaquetados” en los consabidos *Collateralized Loan Obligations* (CLOs). Es evidente que se están repitiendo las prácticas que incubaron la crisis hipotecaria durante 2001-2007. Tal vez la diferencia proviene de los gestores de dichos CLOs, pues ahora están en cabeza de los grandes fondos (*Hedge-Funds*) y del *Private Equity* (ver *The Economist*, “American Corporate Debt”, marzo 16 de 2019).

Las originaciones y desembolsos de dichos LL han alcanzado elevados niveles cercanos a US\$800.000 millones por año durante 2017-2018, llevando ese *stock* crediticio-empresarial hacia niveles récord superiores a USD\$1 trillón. Nótese cómo la laxitud de la política monetaria del Fed, durante 2009-2018, ha implicado inflar estos canales crediticios, incluyendo los préstamos a estudiantes, para adquirir automóviles y múltiples tarjetas de crédito.

Con la reciente señal del Fed de una extensa pausa en su tasa repo a niveles del 2.5%, probablemente por lo que resta de este año, se le ha dado un segundo aire crediticio a este sobre-apalancamiento corporativo. Sin embargo, esto nos recuerda el “segundo aire” crediticio que dio la Fed durante 2001-2006, por cuenta de las señales recesivas y de los ataques terroristas, lo cual todos sabemos ahora que salió muy mal al generarse la llamada Gran Recesión de 2009-2013.

Los usos corporativos de dichos dineros-LL son variados. Cerca de un tercio se ha destinado al manejo del pasivo-refinanciamiento de deuda, dejando otra porción al propio *Private Equity* para incrementar sus pagos de dividendos. Sin embargo, la mayor parte de los recursos-LL se han dedicado a fondear el auge de fusiones-adquisiciones en el

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Daniel Beltrán

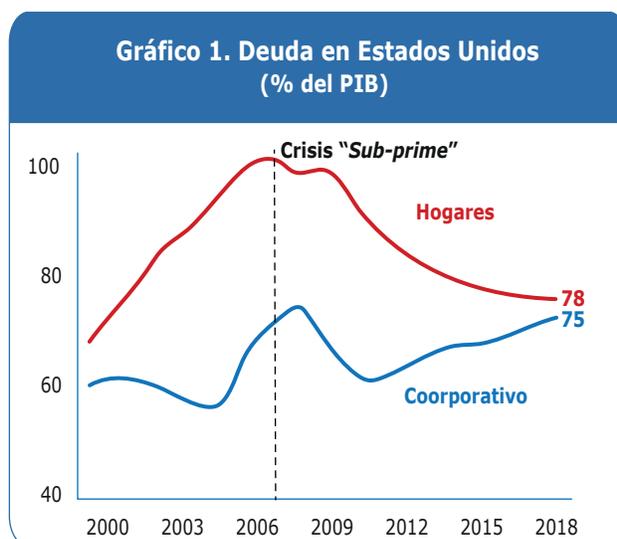
mercado de capitales de Estados Unidos durante el último quinquenio.

En la proliferación de dichos LL han jugado factores tanto del lado de la oferta (financiadore-inversoristas) como de la demanda (deudores). En efecto, su provisión de recursos explota factores como: i) favorables retornos del orden del 5%-6% anual durante 2008-2018; ii) protección financiera al estar la mayoría de dichas carteras pactadas a tasas de interés variable; y iii) buenos colaterales, dándole al prestamista *seniority* crediticio en caso de *default*. En el caso de la demanda (deudores) han resultado atractivos sus períodos iniciales con bajas tasas de interés y la relativa facilidad de repago y baja carga en su “tramitología-administrativa”.

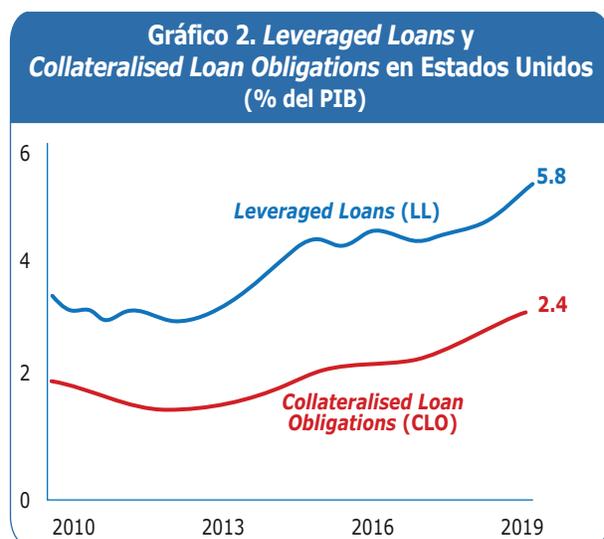
El problema de este auge crediticio no convencional es que causa deterioro en los estándares de originación, siguiendo la teoría de excesos financieros de Minsky. Ello ha sido particularmente evidente en la reducción de los llamados *covenants* (protecciones crediticias), los cuales generalmente implican requerimientos de pisos en la relación EBITDA/deuda o EBITDA/intereses de las firmas-deudoras. Esta proliferación de los

LL ha generado los llamados *covenant-lite*, implicando menores tasas de recuperación de cartera. Estimaciones recientes sugieren “*hair-cuts*” que duplican la práctica internacional.

Lo que ha estado detrás de esta sobre expansión crediticia corporativa ha sido el afán bancario por compensar el desplome del endeudamiento de los hogares, cayendo el *stock* de niveles del 100% del PIB hacia cerca del 80% del PIB durante la última década (por las razones regulatorias arriba señaladas), ver gráfico 1. Cómo se observa, la expansión ha sido en el crédito corporativo y con las características *covenant-light* (ya discutidas). Actualmente los retornos de los LL son tan altos como los de los bonos de alto-riesgo, señal de que allí algo se está “cocinando”, tal como ocurrió en el preámbulo de los CDS de 2006-2007 que habrían de conducir al “gran-corto”, ver Lewis (2011), http://anif.co/sites/default/files/lewis_0.pdf. Por último, los montos de lo que allí “se está cocinando” no son nada despreciables, si se tiene en cuenta que los LL ya representan cerca del 6% del PIB de Estados Unidos, casi el doble de la cifra de 2010, y que los CLOs también se han incrementado a valores cercanos a 2.5% del PIB, ver gráfico 2.



Fuente: *The Economist*



Fuente: *The Economist*