

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

Noviembre 22 de 2018

## Recalentamiento crediticio en Estados Unidos: el caso de los *Leveraged Loans*

A pesar de la aceleración en el crecimiento de las economías desarrolladas durante 2018, su dinámica crediticia-bancaria aún exhibe expansiones moderadas. Por ejemplo, si bien el crecimiento del PIB-real de Estados Unidos ha venido acelerándose hacia el 3% anual durante enero-septiembre de 2018, su cartera crediticia ha mantenido expansiones de ese mismo orden. Cabe recordar que históricamente lo que se observaba era una “profundización crediticia” que añadía unos 2pps por encima del PIB-real y esto no ha venido ocurriendo.

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*.

Ese cambio del centro gravitacional del sector financiero a nivel global ha trasladado el apalancamiento desde el sector bancario hacia nuevos jugadores, incluyendo también los *asset managers*. Dicho de otra manera, lo que está ocurriendo es un cambio de poder al interior del mundo financiero global, pasando del llamado “*sell side*” (bancos) hacia el “*buy side*” (fondos de capital privado), ver EARC No. 111 de septiembre de 2018.

En estos nuevos frentes crediticios ya se notan excesos, particularmente en los llamados “préstamos-apalancados” (*Leveraged Loans-LL*). Así lo han venido alertando el FED, el FMI y hasta la ex - directora del FED la Sra. Yellen (ver FT 2018, “*Janet Yellen sounds alarm over plunging loan standards*”).

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, ver *Comentario Económico del Día 17 de julio de 2018*. 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*.

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 US\$1 billón, ver gráficos adjuntos. 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.

Los usos corporativos de dichos dineros-LL son variados. Cerca de un tercio se ha destinado al manejo del pasivo-refinanciamiento de deuda, dejando una porción menor usada por el 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 mercado de capitales de los Estados Unidos durante el último quinquenio.

En la proliferación de dichos LL han jugado factores tanto del lado de la oferta (financiadore-inversio-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

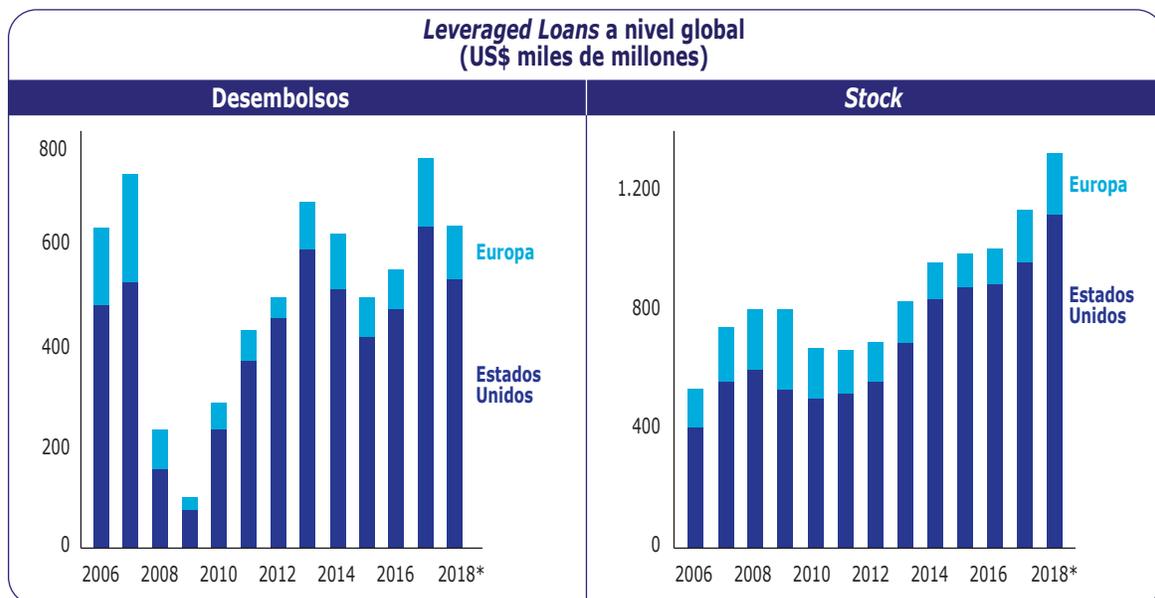
nistas) como de la demanda (deudores). En efecto, su provisión de recursos explota factores como: i) favorables retornos del orden del 5%-6% anual durante 2008-2018, sirviendo de refugio frente a las bajas tasas de interés del mundo desarrollado; ii) protección ante la coyuntura actual de incrementos en la tasa de interés del FED, al estar la mayoría de dichas carteras pactadas a tasas de interés variable (vs. el grueso de los bonos-corporativos denominados en tasa fija); y iii) protecciones adicionales por cuenta de colateral de buena calidad, dándole al prestamista, además, *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”, ver *The Economist*, “*Load bearing*”, noviembre 3 de 2018.

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 me-

nores tasas de recuperación de cartera. Estimaciones recientes sugieren “*hair-cuts*” que duplican la práctica internacional, llegando hasta el 40%, bajo un escenario de estrés (ver Moody’s, 2018).

En síntesis, durante la década pos-Lehman, los excesos crediticios parecen estar virando desde el mercado intermediado-bancario hacia el crédito-privado, donde comienzan a asomarse tensiones en los llamados LL (“empaquetados en CLOs”). Las autoridades regulatorias y supervisoras deberán monitorear este mercado crediticio de cerca durante 2018-2020, cuando la retracción de la liquidez del FED seguramente incrementará la tensión financiera global.

Infortunadamente, las Altas Cortes no están ayudando a la hora de moderar estos riesgos crediticios, pues recientemente permitieron a los gestores de CLOs desmontar prácticamente la totalidad de sus originaciones de sus balances. Este proceder va en contravía de lo actuado con las titularizaciones hipotecarias en la Ley Dodd-Frank de 2010. Si bien dichos estándares de originaciones (*due diligence*) son claramente superiores a los excesos de 2002-2006, no luce prudente esta laxitud crediticia de cara a potenciales de volatilidad en horizontes de los próximos 18-24 meses.



\*A octubre de 2018.  
Fuentes: S&P y The Economist.