

Banca / Economía Global

El riesgo del creciente crédito apalancado

Expansión (España)

María Rocamora / Cristina Varela

El crédito apalancado (*leveraged loans*, por su término en inglés) es el otorgado a entidades con alto endeudamiento, es decir, según el Banco Central Europeo (BCE) serían aquellas con un ratio de deuda sobre beneficios antes de intereses e impuestos superior a cuatro. Este mercado de crédito apalancado y el relativo a los instrumentos de titulización con estos préstamos como subyacente (CLOs, *collateralized loan obligations*) ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años hasta alcanzar máximos históricos. El entorno de bajos tipos de interés es el factor que ha favorecido la demanda de esta modalidad de activo, que presenta rentabilidades alternativas más altas. La continuación durante más tiempo de las políticas monetarias acomodaticias recientemente anunciada por los principales bancos centrales podría prolongar su crecimiento. Pero, ¿cuál es el problema? Su fuerte expansión ha estado acompañada por una relajación considerable de los estándares crediticios. Cabe recordar que este mercado se concentra en Estados Unidos, Reino Unido y, dentro de la zona euro, en Francia y Alemania principalmente. En el caso de España e Italia presentan niveles muy inferiores, además son economías que han experimentado un fuerte desapalancamiento desde la última crisis.

El rápido desarrollo en los últimos años de los mercados de préstamos apalancados ha contribuido a la acumulación excesiva de endeudamiento empresarial en algunas economías avanzadas. De hecho, según los datos obtenidos del Banco Internacional de Pagos de Basilea, el ratio de crédito a empresas no financieras sobre PIB ha aumentado hasta el 91% en 2018 (desde el 85% en 2007) para estas economías. La zona del euro sufrió un aumento más notable, del 92% en 2007 al 105% en 2018, pero con una evolución heterogénea entre países (por un lado, Francia se sitúa por encima de la media, con un 141% en 2018, mientras que Italia y España se encuentran por debajo con niveles del 93% y 70%, respectivamente). Finalmente, Estados Unidos también está por encima de los niveles anteriores a la crisis.

En cuanto a los estándares crediticios, los préstamos apalancados se están concediendo a prestatarios con un endeudamiento creciente (con un ratio de deuda sobre beneficios antes de intereses e impuestos superior a niveles observados en 2007). Además, las cláusulas tradicionales que protegían a los inversores de un incumplimiento repentino se han relajado en los últimos años. En concreto, los préstamos apalancados sin cláusulas de protección alcanzan un máximo histórico (cerca del 80% del total de las nuevas emisiones). Estos factores (menor protección y peor calidad crediticia de los prestatarios) podrían mermar las tasas de recuperación en una recesión, provocando mayores pérdidas que en crisis anteriores. Lo que es evidente es que este deterioro de los estándares de protección no tiene precedentes, y la reacción de los mercados de préstamos apalancados, en un escenario económico más estresado, es incierta.

Aunque el crecimiento acelerado del mercado de préstamos apalancados pueda recordarnos al mercado de hipotecas *subprime*, hay muchas diferencias entre ambos. Por un lado, se trata de préstamos otorgados a una amplia diversidad de sectores y mercados, no estando concentrados solamente en uno solo. Por otro lado, no todos los préstamos apalancados se titilizan, sino únicamente una tercera parte, mientras que el resto se distribuyen a inversores directos no bancarios (fondos de inversión, fondos de pensiones, aseguradoras, etc.), y una parte la mantienen los bancos. Las entidades de depósito se quedan con los tramos con menor riesgo (los

más *senior*, que estarían en primer lugar en la prelación de cobro) y, a diferencia de 2007, sus niveles de capitalización son mayores gracias a la reforma regulatoria desarrollada a raíz de la crisis. Por ello, la transmisión a la economía de un evento de riesgo por el canal bancario estaría más contenida que en el pasado. Sin embargo, esto no debe llevar a la complacencia, ya que las porciones con más riesgo de los préstamos recaen en entidades menos reguladas, donde los colchones para soportar pérdidas inesperadas son más bajos dado que no están sujetas a la misma regulación. Ciertamente, el exceso de endeudamiento empresarial y la mayor exposición al crédito apalancado por parte de entidades no bancarias, introduce incertidumbre sobre su impacto en el sector empresarial y su traslado al resto de la economía.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

