

RECUADRO I.1 DESARROLLO DEL MERCADO DE *LEVERAGED LOANS*

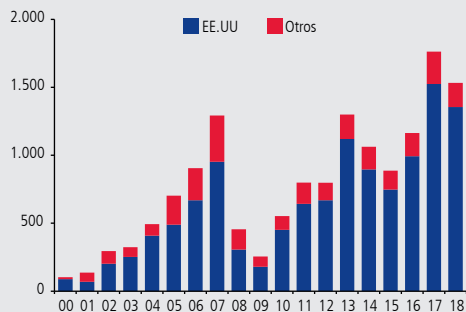
Los *leveraged loans* son préstamos comerciales otorgados a empresas que poseen una baja calificación de riesgo (usualmente bajo BBB-), las que, debido a su alto endeudamiento, no pueden acceder a créditos comerciales bancarios estándares o a financiamiento vía bonos. Este tipo de financiamiento, en conjunto con el importante aumento de emisiones corporativas de menor rating crediticio, ha tenido un incremento relevante principalmente en EE.UU. y Europa en los últimos años. En este Recuadro se analiza este tipo de préstamos, sus principales características, emisores e inversionistas, además de las implicancias de este desarrollo para la estabilidad financiera global.

Principales características

El mercado de *leveraged loans* tuvo un fuerte crecimiento previo a la última crisis financiera global entre los años 2002-2007. Dicho comportamiento se ha vuelto a repetir recientemente, aunque ahora con una mayor intensidad, llegando a los US\$1.300 miles de millones en EE.UU. durante el año 2018. Esta dinámica también se observa en Europa, aunque con magnitudes mucho más bajas, donde se registran un *stock* de estos préstamos en torno a los US\$150 mil millones (gráfico I.17).

GRÁFICO I.17

Outstanding Leverage Loans (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Otros corresponde a Europa, Asia Pacífico sin Japón, Medio Oriente y África. Datos al 31 de diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

Dentro de los determinantes del crecimiento de estos créditos están, por un lado, la mayor toma de riesgo por parte de los inversionistas, en un contexto de tasas de interés en mínimos históricos, lo que además se refleja en los reducidos spreads exigidos a estos créditos. Por otro lado, la securitización de estos préstamos por parte de bancos, a través de la figura del *Collateralised Loan Obligations* (CLO), instrumentos financieros de deuda respaldados (securitizados) por *leveraged loans*, emitidos a través de distintos tramos según riesgo de crédito esperado (por lo general AAA, AA, BBB, un tramo *mezzanine* y un tramo de *equity*). Estos instrumentos generan una mayor liquidez de mercado y crean volumen de créditos para los inversionistas, facilitando con ello su comercialización. Las últimas cifras dan cuenta que el monto emitido de CLO es de los más altos desde la crisis financiera, alcanzando US\$650 mil millones a 2018.

En EE.UU. cerca de la mitad de los *leveraged loans* emitidos han sido canalizados a través de la figura de CLO y dos tercios de éstos terminan en portafolios de inversionistas no bancarios (fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones). El resto, que principalmente se encuentra en bancos internacionales, se compone de tramos de mejor calidad crediticia (nivel AAA), lo que mitiga en parte el vínculo hacia el sector bancario (GFSR, abril 2019).

A modo de comparación, un 80% de las hipotecas *subprime* en EE.UU. existentes en el 2006 previo a la crisis financiera fue securitizado a través de *Mortgages Backed Securities* (MBS), lo que se compara con el 50% para el caso de los CLO. Además, cerca de la mitad de las hipotecas *subprime* fueron originados por oferentes de créditos no bancarios, cuyo modelo de préstamo "originar para distribuir" y falta de regulación llevó a débiles estándares de otorgación de créditos. Como contraste, oferentes no bancarios han tenido un rol menos relevante en la originación de los *leveraged loans*. Una diferencia relevante es que las agencias de rating son ahora reguladas, y la transparencia de los créditos subyacentes en los CLOs es mayor que en el caso de los MBS (FSR Banco de Inglaterra, noviembre 2018).



Los últimos registros dan cuenta que el uso de estos préstamos ha sido destinado mayoritariamente a actividades de refinanciamiento, fusiones y adquisiciones, reparto de dividendos y recompra de acciones, más que al uso en nuevos proyectos de inversión. Adicionalmente, los emisores de estos títulos han mostrado mayores ratios de endeudamiento, aumentando de esta forma el riesgo para los tenedores de esta deuda (GFSR, abril 2019 y FSR Banco de Inglaterra, noviembre 2018).

Implicancias de estabilidad financiera

Existe cierto grado de preocupación ante eventuales riesgos ligados a este tipo de financiamiento, debido a su crecimiento acelerado, y a un incremento en el riesgo de no pago de estos emisores en un entorno de menor actividad económica hacia adelante, o ante un cambio abrupto en las condiciones financieras en los mercados. A modo de ejemplo, el tamaño de los *stocks* de *leveraged loans* en 2018 es superior al de hipotecas *subprime* visto en 2006, y similar al de bonos *high yield*, que también muestran altas tasas de crecimiento, y cifras recientes indican que el mercado continuaba dinámico a inicios de este año.

Dentro de los riesgos que genera la securitización de estos créditos vía CLO está la falta de monitoreo una vez originados los préstamos, dado que los bancos originan y distribuyen a terceros la mayoría de estos títulos, por lo que se diluyen los incentivos a monitorear su salud crediticia. La tasa de no pago de los *leveraged loans* en EE.UU. se ubica actualmente en niveles en torno a 2%, pero una menor actividad económica en los próximos años podría incrementar sustantivamente dicha cifra.

Adicionalmente, se debe considerar el efecto negativo de la alta concentración en empresas con baja clasificación de riesgo, quienes frente a escenarios económicos adversos podrían disminuir sus clasificaciones, afectando también la de los CLO. En esta situación, algunos inversionistas institucionales se verían obligados por mandato a deshacerse de estos instrumentos afectando al mercado de estos créditos y a quienes obtienen financiamiento a través de él.

En resumen, este segmento de préstamos a empresas de alto riesgo crediticio, da cuenta nuevamente de la mayor toma de riesgo por parte de diversos inversionistas, lo que se suma a la alta actividad de otros segmentos de deuda como son las emisiones de bonos *high yield*. Así, un escenario de menor actividad económica podría exacerbarse.