

5 de abril de 2019 | Nº17

O período pós-dotcom bubble, crise financeira que eclodiu nos EUA em 2001 impulsionada pelo rally nas ações das tecnológicas, foi acompanhado por um clima de política monetária expansionista, beneficiando de taxas de juro reduzidas e excesso de liquidez no mercado. De 2001 a 2004, a Reserva Federal Americana ("FED") manteve a taxa de juro diretora perto de 1%, o que levou muitos investidores a procurar por instrumentos financeiros com *yields* mais atrativos. A procura por retornos motivou a criação de ativos estruturados e menos regulamentados, que não ofereciam as contrapartidas adequadas ao risco tomado tais como as *collateralized debt obligations* ("CDOs"), uma das classes de ativos estruturados que contribuíram para o agravamento da crise do *sub-prime*, em 2008.

Passados 10 anos, num período em que as taxas de juro tiveram em mínimos históricos, o mercado parece estar a repetir uma situação passada, com a alocação de investimentos em instrumentos financeiros *covenant-lite* – emitidos com menos restrições para os mutuários e menos garantias para os seus credores. As emissões de dívida de alto risco têm vindo a aumentar desde 2008. O valor combinado dos títulos incluídos nos *benchmarks* de *US high-yield bonds* e *leverage loans* aumentou de cerca de US\$1tn para mais de US\$2tn, entre 2008 e 2018 – Gráfico 1. No entanto, o montante dos títulos do universo *high-yield* estagnou, a partir de 2015, e a procura por *leverage loans* tem vindo a aumentar significativamente.

Os *leverages loans* são tipos de dívida *corporate* mais flexíveis, menos regulamentadas, destinados a instituições financeiras e que oferecem, tipicamente, retornos mais elevados que a dívida *high-yield*. O perfil de risco da maioria dos mutuários que recorre a este tipo de dívida é financeiramente mais deteriorado – com excesso de endividamento – estando frequentemente impossibilitado de emitir dívida *high-yield*. Dada esta condição, os emitentes de *leveraged loans* são obrigados a pagar um prémio face à dívida *high-yield* (ajustado ao risco de crédito adicional). O grande problema das emissões recentes deste tipo de instrumentos é o seu formato *covenant-lite* – que ganhou notoriedade no período pré-crise 2008. Este tipo de *covenants* permite que a situação financeira dos mutuários dos *leverage loans* se deteriore para níveis de *stress* muito antes dos mutuários entrarem em *default* técnico, o que influencia negativamente as taxas de recuperação dos seus credores.

No final de 2018, cerca de 85% do total de *leveraged loans* existentes no mercado tinham um formato *covenant-lite*, face aos 23% registados em 2011 – Gráfico 2 –, espelhando uma diminuição drástica da qualidade da proteção dos investidores deste tipo de ativos. Paralelamente, a liquidez reduzida de *leveraged loans* (comparado com o mercado de *high-yield*) poderá criar uma disparidade entre o número de compradores e vendedores destes instrumentos, num cenário de *stress*. Apesar da economia a nível mundial continuar a sua tendência de crescimento, os sinais de abrandamento económico são cada vez mais evidentes. Num panorama económico de deterioração, as empresas mais endividadas serão as primeiras a sentir o seu efeito com perdas exponenciadas nos *leverage loans* dada a preponderância dos formatos *covenant-lite* neste mercado.

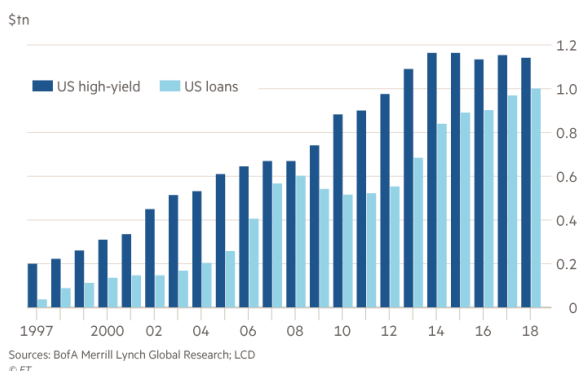


Gráfico 1 – Valor combinado de dívida *high-yield* e *leverage loans* (tn US\$)

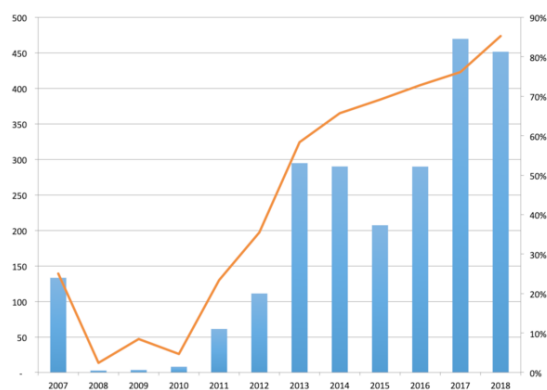


Gráfico 2 - Volume total de *covenant-lite leverage loans* (bn US\$)

Pedro Salgado Figueira (pedro.figueira@expandcapital.pt); Tomás Magalhães (tomas.magalhaes@expandcapital.pt)