

EEUU

Observatorio Bancario

16 de febrero de 2011

Análisis Económico

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

Riesgo de tipo de interés y el sistema financiero

Efectos de balance y uso swap de los bancos

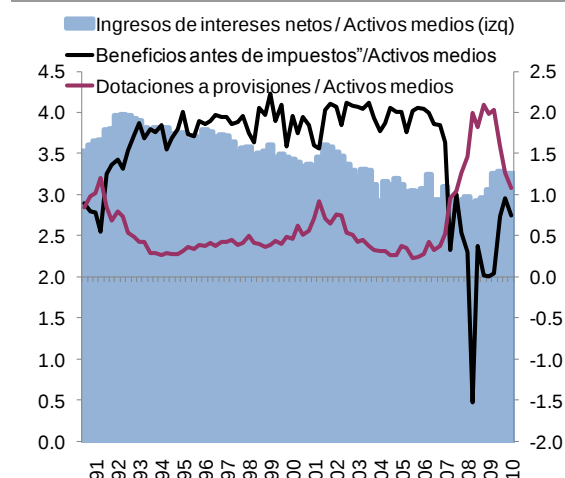
- **Globalmente, no prevemos perturbaciones importantes en el sistema bancario por riesgos del tipo de interés dado el éxito de la estrategia de comunicación de la Reserva Federal**
- **Las entidades financieras observarán márgenes de interés neto más restringidos por el descenso de la curva de tipos (term spread), pero, sin embargo, se producirán incrementos en el volumen por el aumento en la actividad económica que impulsará los ingresos globales por intereses**
- **Las empresas de flujo de caja se verán favorecidas por un mayor uso de swap para cubrir las cuantiosas reservas de MBS**

Riesgo de tipo de interés a nivel global

Los bancos gestionan su riesgo de tipo de interés haciendo corresponder el vencimiento de sus pasivos con el de sus activos. A nivel muy alto, el riesgo crediticio es un problema mucho más grave para los bancos que los riesgos del tipo de interés, pero ambos son traicioneros. La dotación a provisiones tendrá más repercusión sobre los ingresos de intereses que los cambios en el tipo de interés a corto plazo o la pendiente de la curva de rendimiento (gráficas 1 y 2). Parte del problema tiene que ver con el mayor uso de los derivados de tipo de interés. Durante los últimos 30 años, estos instrumentos han contribuido en gran medida a la capacidad de los bancos para cubrir su riesgo de tasa de interés. Podemos prever los efectos de los cambios en el tipo de interés de dos formas fundamentales: en primer lugar, un análisis de la sensibilidad frente a los tipos de los balances de los bancos y, en segundo lugar, un análisis econométrico de la respuesta de los activos a los tipos de interés.

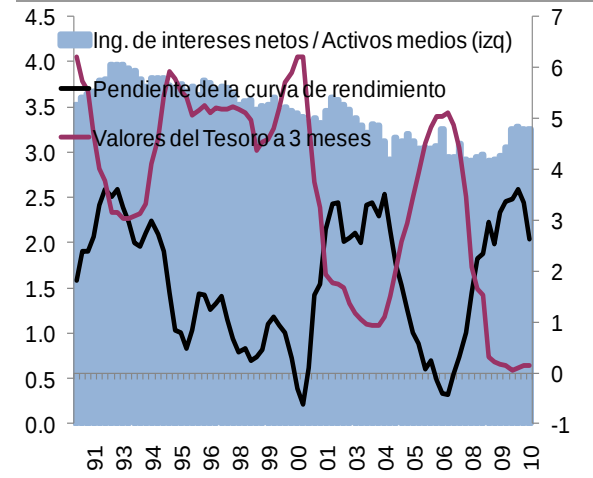
Con respecto a los indicadores de los balances, es importante destacar que el sistema bancario tiene su punto de partida en unos índices de liquidez impolutos (gráfica 3). Las dependencias de financiación neta no regular y la financiación mayorista se encuentran en niveles muy cómodos. Por otra parte, los bancos cuentan con elevados niveles de efectivo, grandes cantidades de valores del Tesoro y miles de millones en la Reserva Federal. Todas estas fuentes pueden utilizarse con el fin de combatir las pérdidas del riesgo de tipo de interés. El sistema bancario estadounidense dispone actualmente de 5,03 billones de USD en activos sensibles al tipo y 6,67 billones de USD de pasivos sensibles al tipo. Si los tipos de interés varían en un 1%, se puede utilizar el siguiente planteamiento para calcular los efectos: $\Delta \text{NII} = \text{AST}(\Delta i) - \text{PST}(\Delta i) = \text{DIFERENCIAL}(\Delta i)$. Esto implica un diferencial de 16.300 millones de USD, lo cual resulta fácil de cubrir con la rentabilidad trimestral del sistema bancario, en torno a 20.000 millones de USD en tiempos normales. Se trata de un análisis de ratio muy sencillo y excluye varios factores de riesgo detallados, pero nos aporta una visión global. Evidentemente, a muchas empresas les cogerá por sorpresa los cambios en los tipos de interés, pero, a nivel global, estos índices no conllevarán problemas serios.

Gráfica 1
Provisiones, ingresos de intereses y beneficios



Fuente: SNL Financial

Gráfica 2
Tipos a corto plazo e ingresos netos de intereses

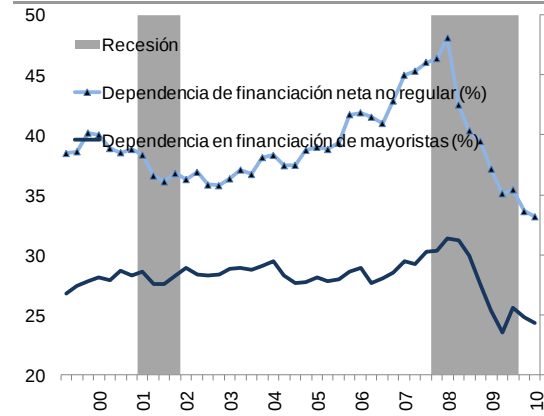


Fuente: Haver Analytics y SNL Financial

En segundo lugar, los efectos del balance de tipos de interés está experimentando un patrón cíclico: cuando los tipos de interés aumentan, el valor de las inversiones a vencimiento descende y desencadena una limitación vinculante para los bancos, pero esto se contrarresta con el incremento en la actividad económica y la rentabilidad bancaria. Antes de 2007, estos efectos del balance nunca superaron los 30.000 millones de USD aproximadamente, los cuales se provisionaron únicamente parcialmente ya que son valores hasta vencimiento, más que valores disponibles para la venta (gráfica 4). Un análisis más profundo es el que se realiza con una metodología del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (Adrian et al 2010), que comporta la elaboración de un modelo de autorregresión vectorial con un ordenamiento de Cholesky del crecimiento del PIB real, la curva de tipos (term spread), el margen financiero neto (MFN), el crecimiento de valores de intermediarios financieros, las letras del Tesoro a 3 meses y el índice VIX. Analizamos el crecimiento de activos de dos áreas distintas: en primer lugar, los bancos opacos, que se definen como emisores de valores respaldados por activos (ABS), empresas financieras y corporaciones financieras y, en segundo lugar, los bancos comerciales. Con este método, podemos ver la respuesta de los activos a la incertidumbre (VIX) y al diferencial sobre los préstamos (MFN). El MFN se ve parcialmente afectado por la concentración industrial y otros factores, pero estará impulsado principalmente por la estructura de los plazos de los tipos de interés y nuestro método nos permite ver a la respuesta del MFN frente a los cambios en la curva de tipos (term spread).

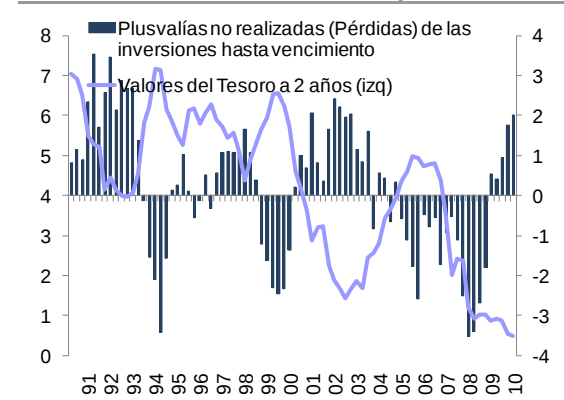
Los resultados son esclarecedores e instructivos sobre lo que va a suceder en el futuro. Los bancos opacos, por ejemplo, son mucho más sensibles al VIX que los bancos comerciales, ya que los anteriores dependen más de la interacción de mercado financiero que los bancos comerciales. Con respecto a este tipo de bancos, durante los dos últimos años, el efecto de una perturbación del PIB real sobre los bancos repercute de forma significativa en los activos de los bancos, lo cual es mucho más importante que el efecto de una perturbación del VIX en los activos de los bancos. Los activos de los bancos opacos dependen más del ciclo empresarial que los bancos comerciales. Estimamos que la respuesta del MFN a un cambio a la curva de tipos (term spread) será similar en los bancos opacos y en los bancos comerciales: se prevé que un aumento del diferencial va a provocar un incremento del MFN con el tiempo, con una subida de apenas el 25% del MFN a los 5 trimestres como respuesta a un incremento del 1% en las curvas de tipos (term spread). Si contamos con que la curva de tipos (term spread) se vaya a justar en los dos próximos años, el MFN debería descender, pero el incremento en volumen por el aumento de activos que surgen de la recuperación económica compensará los márgenes más ajustados. En general, los impulsores principales son el ciclo económico y las condiciones crediticias (consulte el Anexo técnico).

Gráfica 3
Indicadores de liquidez de la banca comercial



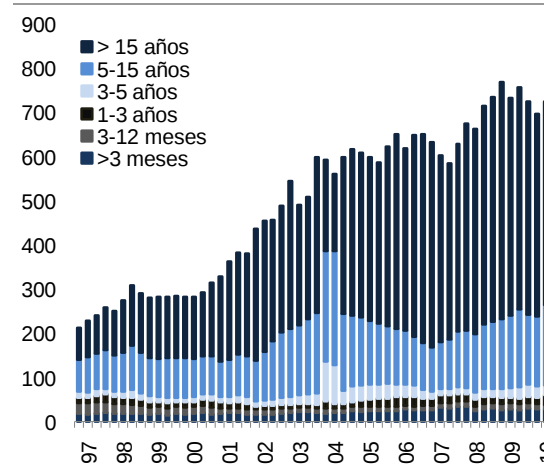
Fuente: SNL Financial

Gráfica 4
Efectos en el balance de los tipos de interés



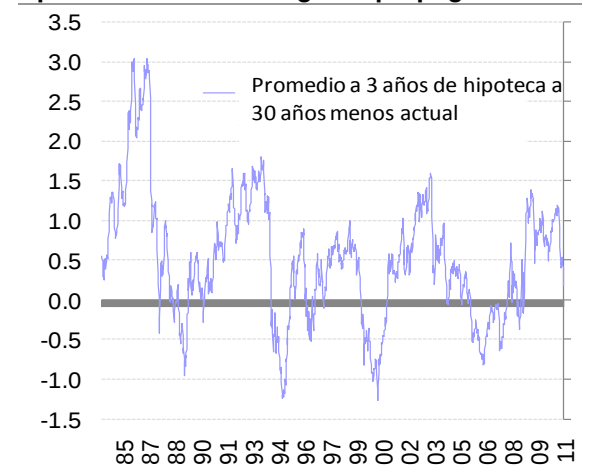
Fuente: BBVA Research

Gráfica 5
Tenencias de MBS de la banca comercial, miles de millones de USD

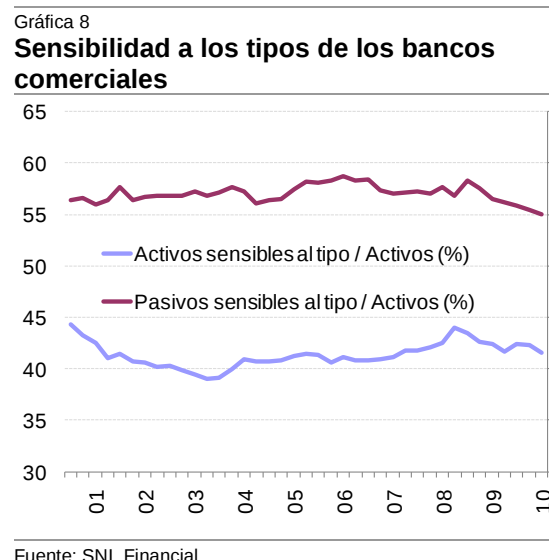


Fuente: SNL Financial

Gráfica 6
Aproximación del riesgo de prepago



Fuente: BBVA Research



Cédulas hipotecarias: aumento en el uso de swap para el futuro

Desde una perspectiva global, no prevemos problemas serios con el riesgo de tipo de interés. Sin embargo, no esperamos que una porción importante de la cobertura del tipo de interés vaya girar en torno a las tenencias de las cédulas hipotecarias (MBS) de entidades financieras. Pese a estar frente a la crisis hipotecaria más importante de la historia americana, siguen existiendo muchas MBS en los balances bancarios (gráfica 5). Al igual que cualquier otro bono, el valor de las MBS baja según suben los tipos, lo cual hace necesarias estrategias de cobertura. Las MBS muestran también una característica única. Los aumentos en los tipos de interés provocan menos prepagos (menos refinanciación de la hipoteca) y amplían la duración de MBS. Podemos hacer una aproximación de este riesgo de prepago si comparamos el tipo hipotecario a 30 años con su promedio móvil a 3 años (gráfica 6). Esto indicaría que el riesgo de prepago se encuentra aún en niveles que no son normales, pero la tendencia se irá invirtiendo gradualmente. Otra forma de interpretarlo sería que los datos muestran unos riesgos de prepago con una tendencia debilitada. Este riesgo de ampliación requiere una cobertura adicional. La forma habitual de cobertura de MBS es vender un swap de interés de tipo fijo, cuyo valor sube con los tipos, de forma que se compensa la pérdida de valor de las MBS. Otra métrica del riesgo relacionada con la cobertura es el riesgo de base o de spread. Realizamos una aproximación del riesgo de base haciendo la diferencia entre swap a corto plazo y el tipo a corto plazo. Según se muestra en la gráfica 7, el riesgo de base ha sido ínfimo en tiempos recientes, pero una vez que la Reserva Federal comienza a salirse de la política monetaria extraordinaria, el riesgo de base tiene posibilidades de aumentar.

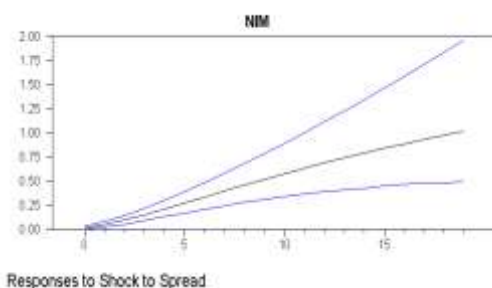
Además, la Reserva Federal y las entidades patrocinadas por el gobierno (EPG) retienen cantidades importantes de MBS. Mientras que la Reserva Federal puede o no preocuparse por las minusvalías de la cartera, las EPG se ven afectadas y efectuarán la cobertura adecuada. En combinación con el sistema bancario, esto sugiere que las compras de swap aumentarán con el tiempo, cuando la Reserva Federal lleve a cabo su estrategia de salida. Por una parte, es posible que toda esta actividad exagere los movimientos del tipo de interés, según sugieren algunos estudios. Y por otra parte, esto presenta una oportunidad para las entidades financieras que se centran en derivados de flujo para posicionarse frente a las necesidades de los clientes con el fin de gestionar su duración y riesgo de convexidad.

Anexo técnico

En las gráficas siguientes se muestran las funciones de la respuesta de impulso de la autorregresión vectorial arriba descrita. La variable en la parte superior de la gráfica indica que es una representación de la respuesta de esta variable a un impacto positivo que se indica en el esquina inferior izquierda de la gráfica. Por ejemplo, la gráfica 9 refleja la respuesta del margen de interés neto frente a un impacto positivo en la curva de tipos (term spread). El título de la gráfica indica que la respuesta de impulso corresponde a bancos ocultos o bancos comerciales. La línea azul representa el 90% de las líneas de confianza de Monte Carlo en torno a la respuesta de impulso de la tendencia central. El eje horizontal denota el número de trimestres desde que se produce el impacto. Todas las respuestas de impulso son acumulativas.

Gráfica 9

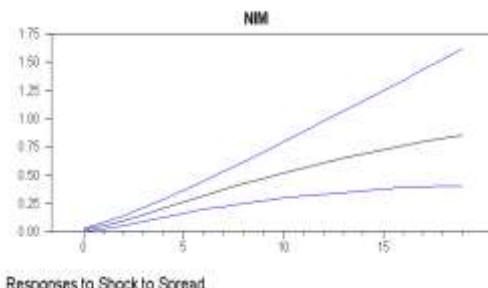
Bancos opacos



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

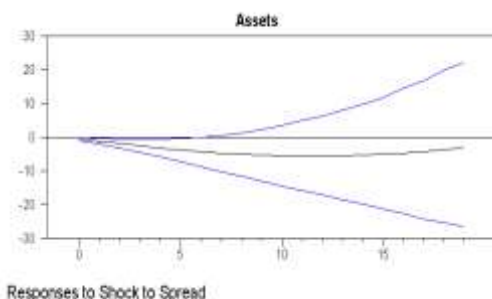
Bancos comerciales



Fuente: BBVA Research

Gráfica 11

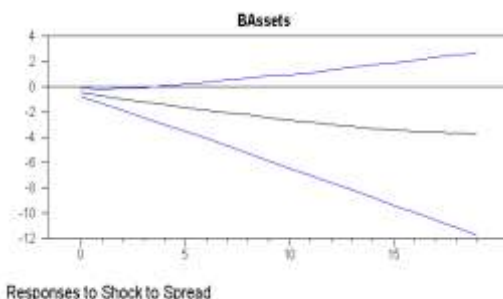
Bancos opacos



Fuente: BBVA Research

Gráfica 12

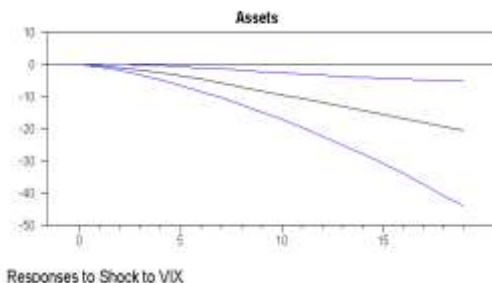
Bancos comerciales



Fuente: BBVA Research

Gráfica 13

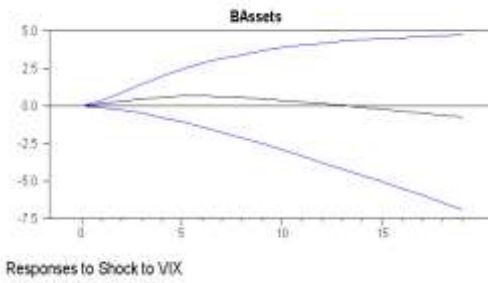
Bancos opacos



Fuente: BBVA Research

Gráfica 14

Bancos comerciales



Fuente: BBVA Research

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetos a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.