

EEUU

Observatorio Económico

4 Abril 2011

Análisis Económico

Hakan Danış
hakan.danis@bbvacompass.com

Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

Perspectivas del papel comercial Tan malo como la Gran Depresión

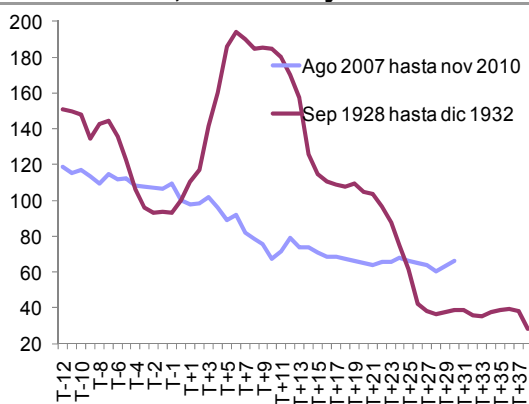
- La disminución del papel comercial es coherente con los datos históricos de la Gran Depresión
- La base del dólar es sensible a los trastornos del papel comercial y limita el financiamiento en dólares
- Nuestras previsiones apuntan a una tibia recuperación a partir de 2013

Una vía demasiado lejana: papel comercial 2011-2013

Durante la edad dorada de las finanzas, el papel comercial creció en importancia porque combinaba tanto la magnitud y la liquidez de los mercados financieros de EEUU con las estructuras de financiamiento a corto plazo. El papel comercial actúa a través de tres vías: respaldados por activos (ABCP, por sus siglas en inglés), financieros y corporativos. Estos últimos son utilizados por grandes empresas para financiar sus necesidades a corto plazo de capital circulante y gestión de inventarios. Los ABCP surgieron como consecuencia del rápido crecimiento de los vehículos de inversión estructurados (SIV), normalmente patrocinados por una entidad financiera para invertir en activos a largo plazo. Por lo general, se trata de activos titulizados originados por clientes u otras instituciones financieras. Así, los ABCP se popularizaron en la banca comercial (tanto estadounidense como extranjera), que en 2007 representaba aproximadamente el 75% de los ABCP. Algunas entidades financieras pueden emitir papel comercial financiero para obtener fondos a corto plazo. Los principales emisores de papel comercial financiero son las instituciones financieras no estadounidenses y las compañías financieras. Las instituciones financieras pueden constituir subsidiarias o filiales en EEUU para aprovechar el mercado de papel comercial. Además, el acceso a papel comercial permite a las firmas financieras no estadounidenses obtener fondos directamente en dólares y a corto plazo. También las compañías financieras son la quintaesencia de la emisión de papel comercial financiero, aunque en la pasada década se han mostrado más inclinadas por los pagarés a mediano plazo para satisfacer sus necesidades de financiamiento. Naturalmente, todo esto se detuvo durante la crisis de Lehman, que dejó expuestas fracturas en toda la arquitectura de papel comercial. Las consecuencias son conocidas: el total de papel comercial ha descendido tanto como durante la Gran Depresión. Este informe pretende describir los factores de la oferta, de la demanda, monetarios y regulatorios del papel comercial. Expondremos algunas dificultades del financiamiento en dólares. Las perspectivas del papel comercial son malas, considerando el contexto de las políticas económica y monetaria.

Gráfica 1

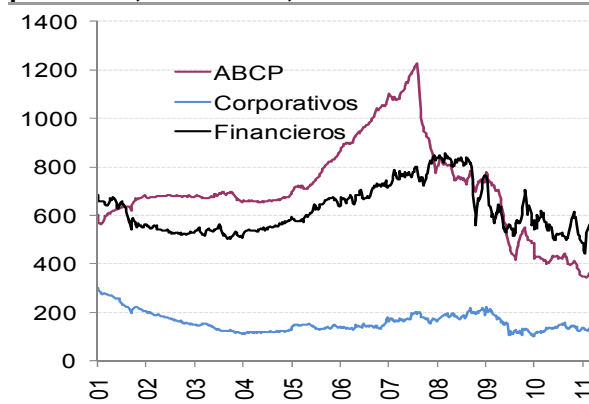
Papel comercial mensual pendiente, valor nominal, 2007-2010 y 1928-1932



Fuente: BBVA Research; índice T= oct 1929, sep 2010

Gráfica 2

Principales categorías de papel comercial pendiente, semanales; mmd nominales



Fuente: Reserva Federal

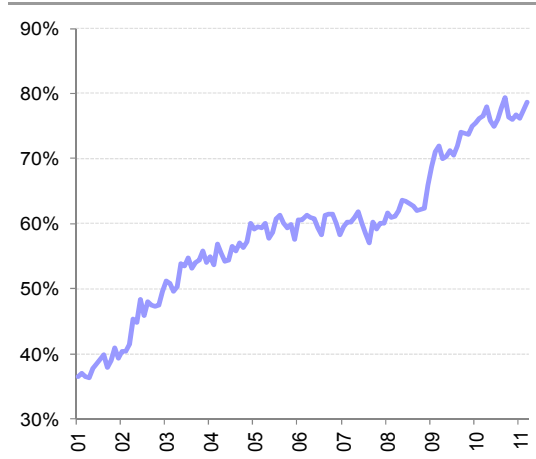
En general, la demanda de compradores de papel comercial procede de los fondos del mercado monetario y de inversión, generalmente del ahorro privado. Normalmente, los inversionistas disfrutaron de un escaso nivel de impagos y de rentabilidades ligeramente superiores que las de los valores del Tesoro a corto plazo. Considerando la diferente percepción del mercado y rentabilidades extremadamente bajas, ha dejado de ser así. Las condiciones de la oferta de papel comercial giran en torno a la calidad del crédito, la política monetaria y la actividad empresarial. Las tres categorías de papel comercial —ABCP, corporativos y financieros— se ven afectadas por la estructura de plazos de tasas de interés que rige las decisiones financieras y demanda tipos de deuda de diferentes plazos de vencimiento. La principal tasa de interés a corto plazo que los afecta es la de los fondos federales, así como su relación con la tasa de papel comercial a 3 meses. El aumento de las tasas de interés a corto plazo del papel comercial, que normalmente se produce simultáneamente con el de los fondos federales, debería incrementar el interés de los inversionistas por los mismos, promoviendo la oferta. Obviamente, por el momento prevemos que la tasa de los fondos federales se mantendrá excepcionalmente baja durante un período de tiempo prolongado. Esto supone un serio impedimento para la recuperación a corto plazo del papel comercial.

Fuera de la estructura de plazos, la emisión de papel comercial está vinculada a los préstamos comerciales e industriales (C+I), inversiones de capital no residencial, calidad crediticia de las firmas financieras y crecimiento de los depósitos a largo plazo. Aunque la calidad crediticia de las firmas financieras ha mejorado, su dependencia de los fondos a corto plazo se ha visto restringida, y la evolución del financiamiento empresarial seguirá siendo lenta debido al modestísimo crecimiento. Además, los cambios regulatorios impedirán a las compañías financieras un uso exhaustivo de financiamiento a corto plazo. Muchos bancos internacionales recurrían a sus filiales en EEUU para recaudar fondos en dólares en el mercado de papel comercial. De hecho, la importancia de las firmas financieras en el mercado de papel comercial financiero se ha incrementado desde la crisis, lo cual apartó a las financieras estadounidenses dependientes de financiamiento mayorista (Gráfica 3, que incluye las filiales extranjeras y nacionales de firmas extranjeras). Las fracturas en el mercado de papel comercial coincidieron con la brusca alza de la base del dólar (calculada utilizando la tasa de fondos federales y Libor a 3 meses). Desde la caída de Lehman se han producido tensiones en el financiamiento en dólares —notablemente cuando estalló la crisis de la deuda soberana griega—, aunque las fluctuaciones asociadas en los descuentos del papel comercial no son tan grandes. En general, la degradación del volumen y del uso del mercado de papel comercial frenan el financiamiento en dólares a nivel internacional.

El papel comercial corporativo es la categoría más estable de las tres, aunque su potencial alcista es limitado. Tradicionalmente, el papel comercial corporativo responde a las necesidades de flujo de caja, inversiones en equipo e inventarios, aunque no prevemos una actividad muy sólida en ninguna de esas áreas. Además, las corporaciones están refinanciando la deuda a largo plazo y aprovechando las tasas de interés a largo plazo extremadamente bajas, una alternativa al financiamiento a corto plazo. Las empresas disponen de mucha liquidez, por lo que la necesidad de financiamiento externa es baja. En general, las tendencias del crédito en las corporaciones están mejorando, aunque predominarán los factores antes mencionados.

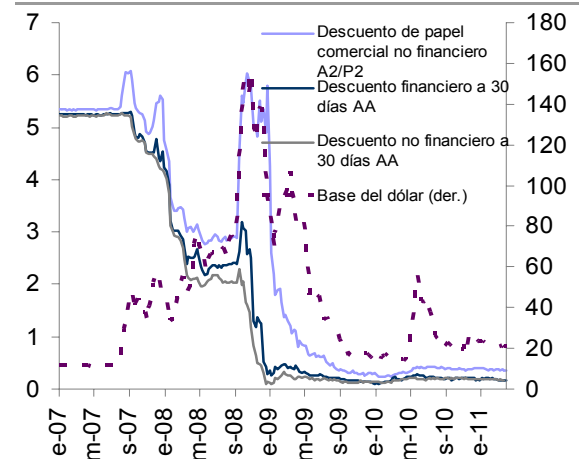
Debido a los cambios en las leyes de titulización y a los requisitos de retención del riesgo crediticio que impone la Ley Dodd-Frank de 2010, posiblemente los ABCP serán los que más tardarán en recuperarse del golpe de 2007, y su atractivo seguirá siendo mínimo hasta 2012. Un término adecuado para describir el mercado de ABCP podría ser “náufrago”. En general, el crecimiento de los ABCP suele ser el resultado de los activos hipotecarios de almacenamiento y el crédito al consumo, ambos duramente sacudidos por la restricción del crédito.

Gráfica 3
Firmas extranjeras como % de papel comercial financiero



Fuente: Reserva Federal; nota: sin desestacionalizar

Gráfica 4
Tipos de descuento a 30 días y base del dólar



Fuente: Bloomberg

Previsiones del papel comercial

Aunque extremadamente volátiles, abordamos las previsiones del papel comercial desde el punto de vista de los efectos de umbral. Empleamos tres modelos diferentes: un modelo de autorregresión por umbrales (TAR), un modelo de transición suave monovariable (STAR) y un modelo logístico de transición suave multivariable (LSTAR). En el caso del último modelo, la emisión de papel comercial está relacionada con las tasas de los mismos y la evolución del PIB.

Especialmente el modelo TAR nos permite tratar los momentos de crecimiento muy alto y muy bajo del papel comercial con diferentes especificaciones, basadas en un umbral determinado estadísticamente que parte del supuesto de que la variable de estado cambia discretamente entre los estados. Observamos un significativo efecto umbral en la emisión de papel comercial. Esto refleja los efectos de eventos inusuales, como recesiones y crisis financieras. El modelo STAR amplía el modelo TAR haciendo más gradual y suavizando la transición entre estados. El modelo LSTAR lleva este umbral un paso más adelante al posibilitar una especificación no lineal y al relacionar el papel comercial pendiente con otros indicadores financieros y macroeconómicos, como las tasas de interés del papel comercial y el PIB nominal. Además, el modelo LSTAR permite manejar una transición continua entre esto, lo cual hace que estos modelos sean adecuados para posibles rupturas y asimetrías estructurales a las que pudiese estar expuesta la economía.

El modelo TAR podría representarse de la siguiente manera:

$$y_t = \begin{cases} \alpha_{10} + \alpha_{1p}y_{t-p} + \epsilon_{1t} & \text{if } y_{t-1} > \tau \\ \alpha_{20} + \alpha_{2p}y_{t-p} + \epsilon_{2t} & \text{if } y_{t-1} \leq \tau \end{cases}$$

Siendo τ el valor umbral. Los modelos LSTAR podrían representarse de la siguiente manera:

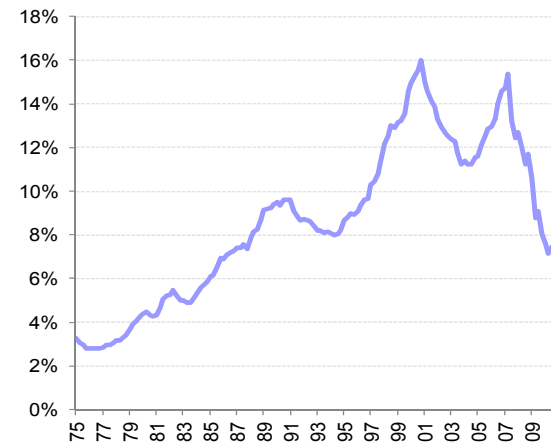
$$i_t = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_2 z_{t-1} + \theta(\beta_0 + \beta_1 x_{t-1} + \beta_2 z_{t-1}) + \epsilon_t$$

Siendo θ una función de transición con una función logística:

$$\theta = 1/[1 + \exp[-\gamma(w_{t-1} - c)]], \gamma \geq 0, i = 0, 1, \text{ or } n$$

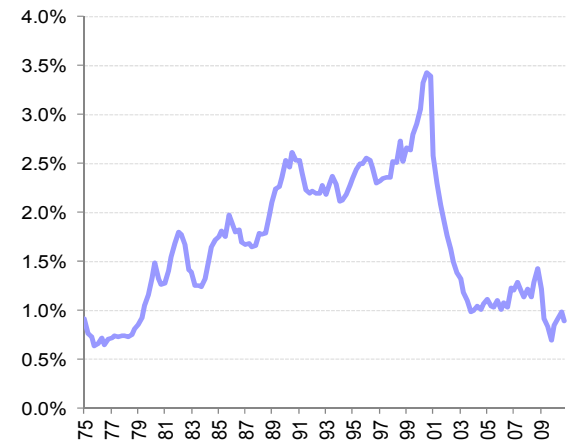
Siendo c el valor umbral y w_{t-1} la variable de umbral. Por construcción, θ fluctúa entre 0 y 1. En el caso de valores extremos de θ , el modelo deviene en lineal. Además, γ es un indicador de la velocidad de transición. Si $\gamma \rightarrow \infty$, el modelo se convierte en una regresión lineal, en tanto que si $\gamma = 0$, el modelo converge hacia el modelo de umbral como regímenes extremos. Por lo tanto, para cualquier punto situado entre estos dos casos extremos, γ determinará el nivel de la progresión de la transición entre estados. En los modelos logísticos, los valores de coeficiente positivo podrían indicar que la tasa de crecimiento del papel comercial reacciona con mayor fuerza a los indicadores explicativos macroeconómico y financiero cuando la variable de umbral es alta que cuando es baja. En el modelo no lineal LSTAR, los puntos de partida se determinan mediante los coeficientes de un modelo lineal correspondiente, y el modelo se estima mediante mínimos cuadrados no lineales empleando el método de Gauss-Newton con 5000 iteraciones. También el modelo STAR parte del supuesto de una función de transición logística.

Gráfica 5
Papel comercial como % del PIB



Fuente: Reserva Federal

Gráfica 6
Papel comercial no financiero como % del PIB

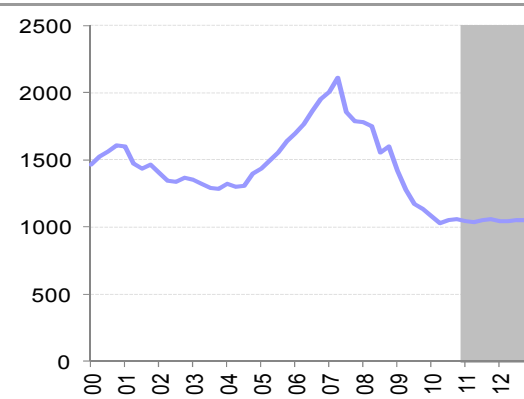


Fuente: Reserva Federal

Los datos incluyen la tasa objetivo de los fondos federales, la emisión de papel comercial y el PIB nominal. La muestra abarca el período entre 1952:1 y 2010:4 utilizando los datos trimestrales disponibles en Haver. El modelo LSTAR se ha estimado para el período entre 1975:1 y 2010:4 debido a la disponibilidad de datos. El escenario de referencia de BBVA Research se ha utilizado para trazar la ruta futura de evolución del PIB nominal y de las tasas de interés que se utilizó en el modelo LSTAR.

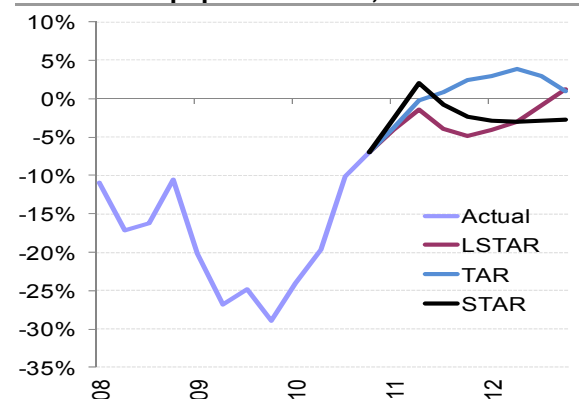
Los modelos presentan distintas ventajas y desventajas, aunque los modelos de umbral nos indican que no puede esperarse un crecimiento del papel comercial durante varios trimestres. Es posible que los próximos datos disponibles del flujo de fondos de la Reserva Federal refleje un retroceso del -4% a/a del papel comercial pendiente. Creemos que el crecimiento a/a promedio de 2011 y 2012 se situará en torno a -2% y 0.5%, respectivamente. En general, prevemos que el nivel nominal del papel comercial se mantendrá plano durante varios trimestres. Las implicaciones de esta proyección es que las fuentes tradicionales de crédito a través de la banca comercial se mantendrán favorables mientras el mercado a corto plazo atraviese un proceso de saneamiento. También es determinante el nivel de los fondos federales, ya que cambiarán la favorabilidad relativa del financiamiento a largo plazo con respecto a la de corto plazo. Aunque la recuperación podrá tardar varios trimestres, o más, creemos que el papel comercial volverá, aunque sin los excesos del pasado.

Gráfica 7
Previsión de papel comercial
miles de millones de dólares nominales



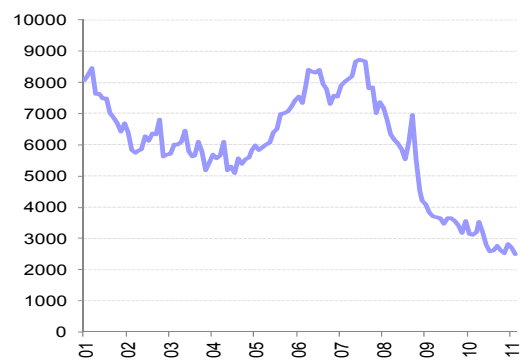
Fuente: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 8
Modelos de papel comercial, variación % a/a



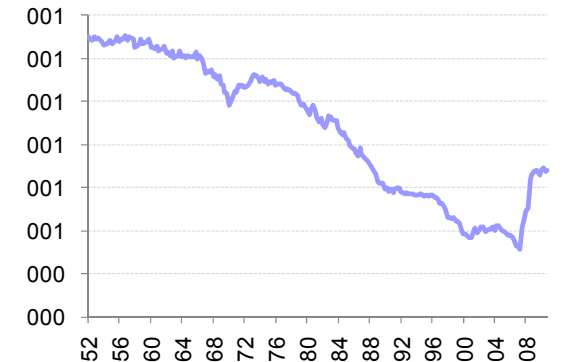
Fuente: BBVA Research

Gráfica 9
Emisión de papel comercial, cantidad



Fuentes: BBVA Research y Reserva Federal

Gráfica 10
Relación papel comercial - combinación créditos



Fuentes: BBVA Research y Reserva Federal

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 EE.UU., 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 sujetas 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.