

# Observatorio Bancario

## EEUU

6 de julio de 2011  
Análisis Económico

EEUU

Boyd Stacey  
boyd.stacey@bbvacompass.com

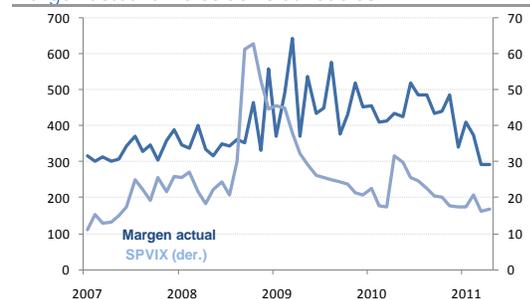
Jeffrey Owen Herzog  
Jeff.Herzog@bbvacompass.com

### ¿Se están recalentando los mercados de deuda C+I y créditos apalancados en 2011?

- La emisión de créditos apalancados sigue evolucionando hacia la refinanciación de la deuda de bajo riesgo y el asesoramiento y financiación de proyectos en lugar de hacia las compras y adquisiciones apalancadas
- Se están reduciendo las tasas de morosidad C+I y están mejorando las amortizaciones de créditos, lo que indica una apreciación de los balances financieros
- Nuestro análisis de márgenes y emisiones en papel comercial, bonos corporativos, créditos apalancados y préstamos bancarios no sugieren un recalentamiento

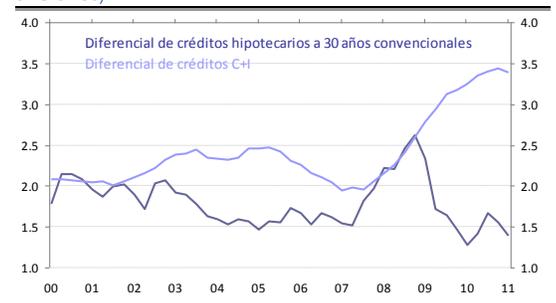
Antes de la innovación financiera de la pasada década, el préstamo empresarial se realizaba a través de tres métodos distintivos: papel comercial, bonos, créditos comerciales e industriales (C+I). La innovación financiera creó complejas herramientas de deuda que permitieron a entidades no financieras participar en préstamos empresariales de alto riesgo. Los préstamos sindicados y las obligaciones de deuda garantizadas (CDO) facilitaron la formación de una burbuja de apalancamiento entre 2007 y 2008. El influjo de las empresas financieras no tradicionales, que tenían aversión al bajo riesgo y estaban exentas de los requisitos de apalancamiento internos impuestos sobre los bancos, contagió a los mercados de deuda no tradicionales, impulsando un rápido ascenso de la emisión de créditos apalancados. El préstamo institucional cambió después del colapso de 2007-2008. Los prestamistas institucionales, que anteriormente buscaban una alta rentabilidad sin importar el riesgo, ahora prestan en un entorno de créditos apalancados más benigno. El cambio es debido en parte a las condiciones inciertas del mercado y las bajas rentabilidades, lo que lleva a las compañías a refinanciar la deuda y centrarse en la reinversión del capital. Además, los proveedores de fondos apalancados no desean volver a una inversión especulativa de gran volumen, con una notable ausencia de empresas no financieras. Sin embargo, el crédito C+I se ha expandido rápidamente en los últimos meses, aumentando la inquietud de que, junto a la fuerte entrada de capital en mercados de alta rentabilidad, se avecine un exceso de crédito.

Gráfica 1  
Margen actual e índice de volatilidad S&P



Fuentes: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 2  
Diferencial entre los créditos C+I y los créditos hipotecarios (C+I = Diferencial entre el objetivo de los tipos de los fondos federales y los créditos hipotecarios = Diferencial de bonos a 10 años)



Fuente: Reserva Federal

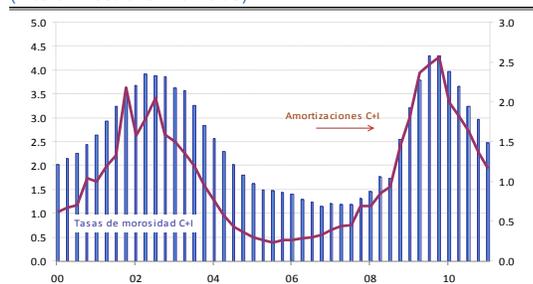
Nuestro análisis sugiere que no es probable que el exceso de endeudamiento actual recaliente los mercados de deuda tradicionales y que el papel comercial, los créditos C+I o los bonos corporativos se estabilizarán. La emisión de papel comercial está bastante por debajo de los niveles previos a la recesión, y con una oferta abundante y una demanda limitada y es improbable que cambie en un futuro próximo, vista la trayectoria de moderado crecimiento. A su vez, los mercados de bonos corporativos no financieros presentan una evolución estable con pocos cambios respecto a los niveles previos a la recesión, lo que elimina las preocupaciones de un exceso de endeudamiento institucional. Sin embargo, el mercado de crédito C+I se ha recuperado después de reducirse en 356.000 millones de dólares respecto a su valor máximo alcanzado en octubre de 2008, creciendo un 3,2% interanual en mayo. Las preocupaciones por el crecimiento del crédito C+I parecen infundadas si se compara con la ratio de créditos pendientes sobre el PIB. Desde una perspectiva histórica, la ratio de deuda C+I sobre el PIB fue del 8% en el 1T11, lo que está por debajo de la ratio media del 9%. Al parecer, las estrategias actuales de las empresas se centran en la estabilidad a largo plazo en lugar de aprovechar simplemente su capital. Esto es evidente tanto en el ascenso de los préstamos C+I y el cambio fundamental de los créditos apalancados que pasan de las compras apalancadas a la reinversión de capital y la refinanciación de la deuda. Además, se están reduciendo las tasas de morosidad C+I y de amortización, lo que sugiere que el riesgo de esta categoría de préstamos mejora de manera sostenida. Parece que estos mercados están haciendo correcciones intrínsecas sin necesidad de la intervención política.

Gráfica 3  
Créditos C+I como porcentaje del PIB  
(área sombreada = recesión)



Fuente: Bloomberg

Gráfica 4  
Tasas de morosidad C+I y amortizaciones  
(Intertrimestral anualizado)



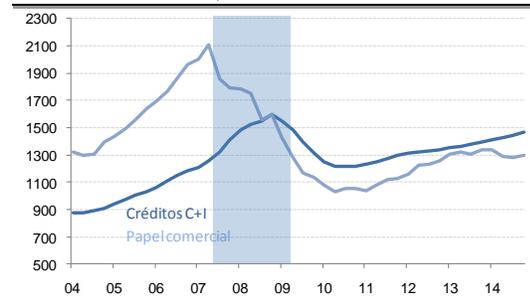
Fuente: Reserva Federal

Además, ha surgido una creciente preocupación porque los inversores institucionales se están pasando a mercados de créditos apalancados de alta rentabilidad en busca de rendimientos por encima del mercado, lo que indica un posible exceso del suministro apalancado de fondos. Sin embargo, un reciente éxodo de capital y una demanda corporativa escasa están propiciando la moderación de los mercados apalancados, manteniendo lo que parece ser una senda más sostenible. Antes de 2007-2008, los inversores institucionales invadieron el mercado de créditos apalancados. La innovación financiera en forma de préstamos sindicados y CDO más complejos facilitó la expansión de fuente de inversión arriesgada. Sin embargo, los actuales inversores institucionales, después de las desastrosas consecuencias del periodo 2007-8, no están volviendo a sus viejos hábitos. Al cierre de 2007, el año de mayor volumen de préstamo apalancado institucional, el 37,7% del mercado total estaba compuesto por compras y adquisiciones de apalancamiento de alto riesgo; mientras que en la actualidad, la emisión de créditos apalancados institucionales es casi una décima parte del volumen de emisión de 2007 y es más conservadora por naturaleza, financiando a una base de demanda mayor. Por ejemplo, la emisión actual se caracteriza por una mayor deuda garantizada y refinanciación de proyectos, que constituye el 39,3% de la emisión total en lo que va del año frente al 13,2% en 2007. Además, un análisis de los márgenes de los últimos tres años muestra una estrecha relación con las condiciones del mercado, como el índice de volatilidad S&P500. A medida que el sistema financiero se normaliza, esperamos que también se normalicen los diferenciales. Es difícil extraer las causas de los mecanismos de equilibrio del margen, pero los márgenes previos a la expansión en 2002 estaban 375 pb porcentuales sobre el LIBOR.<sup>1</sup> Debido a las condiciones actuales del mercado (aumento de la liquidez de crédito tradicional) esperamos que el diferencial de equilibrio a medio plazo se mantenga estable en los 325-350 pb. Sin embargo, cuando la Reserva Federal comienza a restringir el crédito, creemos que 350-375 pb es un diferencial más sostenible sobre el LIBOR.

<sup>1</sup> El índice del LIBOR presenta una media del 4,6% al año durante nuestro periodo de muestra. (Fuente: Presión de la demanda institucional y coste de los créditos apalancados, Ivashina y Sun)

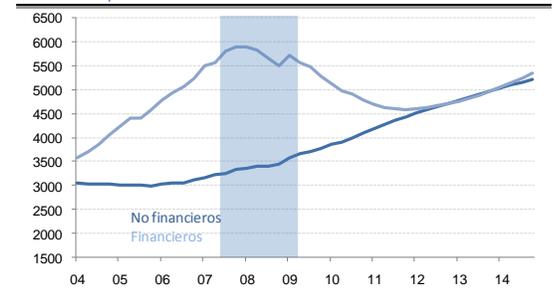
**Conclusiones:** nuestro análisis no sugiere que haya inestabilidad en los mercados de crédito tradicionales o no tradicionales. La emisión de créditos apalancados institucionales está disminuyendo, los diferenciales de C+I están animando a los bancos a conceder préstamos corporativos, y el papel comercial sigue deslucido, a pesar de los recientes indicios de crecimiento del mercado. Una mayor diversificación fuera de CRE podría llevar a los prestamistas tradicionales a aumentar la actividad de apalancamiento; sin embargo, el aumento de los requisitos legales impuestos a estos inversores impedirá de cualquier aumento de la especulación de cara en un futuro próximo. En lo que respecta a los créditos apalancados, los márgenes actuales son estrechos, pero el bajo volumen de emisión de créditos apalancados institucionales alivia las preocupaciones de que el dinero bueno busque dinero malo.

Gráfica 5  
Emisión de papel comercial y créditos C+I  
(En miles de millones de \$ con previsiones, área sombreada = recesión)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6  
Bonos financieros y no financieros  
(En miles de millones de \$ con previsiones, área sombreada = recesión)



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 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.