

Observatorio Económico

EEUU

27 de octubre de 2011

Análisis Económico

EE.UU.

Boyd Stacey
Boyd.Stacey@bbvacompass.com

EE.UU. frente al contagio

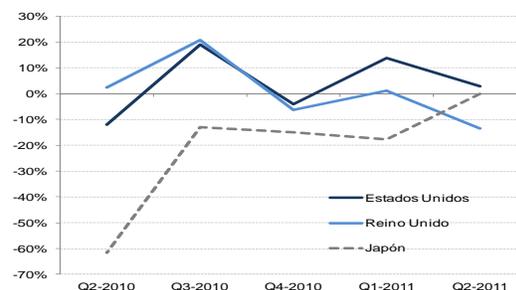
Se desestima un contagio nacional por la bajada de la exposición a la deuda europea

- Las negociaciones en curso de la UE, los flujos de capitales moderados y el desapalancamiento indican un riesgo de contagio menor para EE.UU. en comparación con situaciones anteriores
- El precio de contrato de CDS incrementa y la inversión en la estructura de plazos de CDS indica una concienciación y preparación del mercado elevadas
- El 40% de los movimientos paralelos de la renta variable real en EE.UU. encuentran su explicación en los movimientos de los principales activos europeos y, por tanto, se presenta un riesgo a experimentar secuelas en caso de quiebra en Grecia
- La posibilidad de un choque para EE.UU. se deteriora por la flexibilidad del mercado ante los problemas europeos tal como implican los movimientos de mercado de CDS

El impago por parte de Grecia es inevitable y se descuenta actualmente de los fundamentos del mercado, lo cual se observa a través del aumento repentino de las primas de CDS y de la inversión en estructuras de plazos. Sin embargo, el grado de contagio a Estados Unidos que surge de este posible impago por parte de Grecia o por parte de las economías periféricas de la zona euro adicionales no se ha cuantificado como debiera, pese a que la exposición en gran medida se concentre indirectamente en mercados de derivados de divisas o debido choques por incertidumbre que afectan a mercados secundarios. En primer lugar, resulta importante distinguir entre "secuela" y "contagio", a efectos del presente análisis. Secuela se encuadra dentro de la situación actual en la que la interconectividad del mercado conlleva declives compartidos, pero no indica un deterioro inmediato y generalizado de los mercados de crédito, del crecimiento económico real o una congelación del crédito al estilo Lehman. En este resumen, examinamos las distintas implicaciones de la fragilidad financiera en Europa para el sistema financiero estadounidense. En la primera sección del resumen, se detalla lo que constituye exactamente un contagio y las condiciones previas específicas asociadas a tal contagio. Estas definiciones se hacen corresponder a continuación con las circunstancias del sistema financiero estadounidense ante un posible revés en Europa. Por tanto, describimos las características de los diferentes flujos de capital de fondos de inversión entre EE.UU. y la UE. Por otra parte, detallamos las exposiciones de impago crediticio y otros vínculos entre Europa y Estados Unidos. Asimismo, desvelamos algunos resultados de nuestro modelo de secuelas en activos. Dada la cantidad que se conoce inicialmente de impago potencial de Grecia, resulta difícil pensar en que vaya a repercutir significativamente en el sistema bancario estadounidense, dado que las crisis de contagio por lo general no se pueden anticipar hasta que no se desencadenan.

Gráfico 1

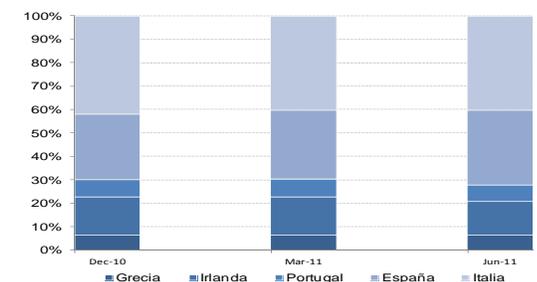
Cambio en la exposición derivada de los mercados periféricos de la zona euro (%)



Fuente: Haver

Gráfico 2

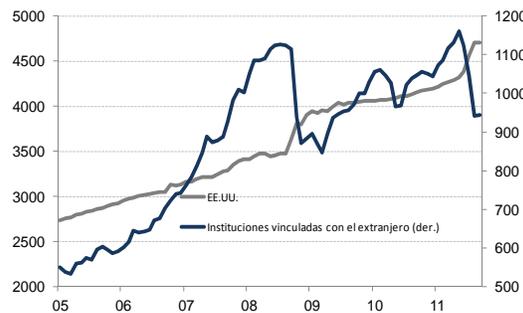
Exposición de los derivados estadounidenses, por país (% del total)



Fuente: Haver

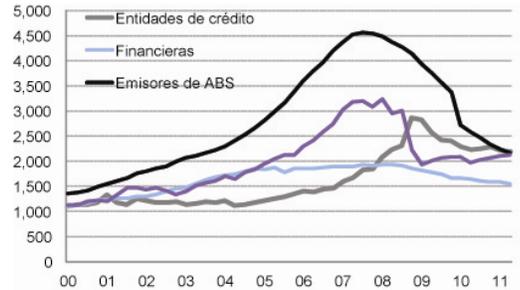
Los episodios de contagio anteriores coincidieron con tres factores: en primer lugar repuntes repentinos de flujos de capitales de entrada y salida; en segundo lugar, estos episodios no se pudieron anticipar; y por último, la participación de un acreedor común apalancado. Entre los ejemplos de contagio, se encuentra la crisis financiera asiática de 1997, el impago de bonos rusos de 1998 y la quiebra de Lehman en 2008. Si se compara con estas directrices de contagio, la probabilidad de que un contagio global llegue a EE.UU. es pequeña ya que los inversores potencialmente sobre-apalancados descuentan sistemáticamente el impago Griego y existe una conciencia plena del problema por parte del mercado. Por el contrario, si se tiene en cuenta que el sistema bancario en su totalidad se está desapalancando, que los reguladores europeos y americanos están incrementando los requerimientos de capital y que existen acreedores altamente apalancados (por ejemplo las exposiciones de Société Générale, Deutsche Bank y los CDS americanos), existe un riesgo sistémico para el balance en caso de que haya fundamentales comunes. Los fundamentales comunes incluyen activos globales que comparten los acreedores comunes y los fundamentales en riesgo más importantes, como los Credit Default Swaps (CDS), las obligaciones de deuda soberana y los depósitos a corto plazo. Dado lo fácil que resulta su liquidación, los depósitos a corto plazo son susceptibles de contraerse en caso de contagio y suponen la peor amenaza al préstamo y liquidez nacionales. Si la contracción financiera es grave, los efectos secundarios o terciarios podrían repercutir sobre la economía real a través de un impacto adverso sobre la riqueza. Sin embargo, la probabilidad de que exista una conmoción grave es escasa por la trayectoria de la política de la Unión Europea y del BCE, así como por el colchón de capital en aumento del sistema bancario en su totalidad, tanto en Estados Unidos como en Europa.

Gráfico 3
Depósitos nacionales (en miles de M de USD)



Fuentes: Reserva Federal y Haver

Gráfico 4
Sistema bancario en la sombra doméstica (en miles de M de USD)

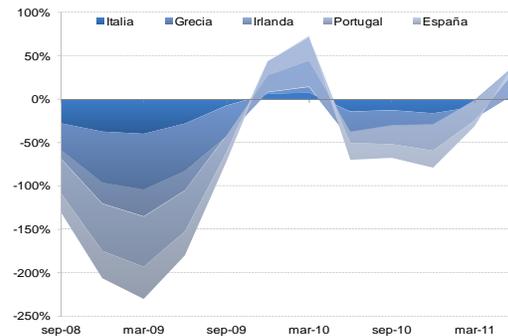


Fuente: SNL Financial

En general, los fundamentales más transparentes y comunes, en particular los activos a corto plazo y depósitos globales, son el canal por el que el contagio se extiende por toda una red. La razón de que sea así es por el hecho de que los inversores altamente apalancados (IAA) se encaminarán hacia un equilibrio inestable para sus participaciones y activos bancarios. En esencia, la demanda de activos globales para los IAA incrementa a medida que incrementan los precios, lo cual mantiene al resto del panorama constante. Esto no resulta habitual en lo que se refiere a bienes normales, donde la demanda desciende cuando los precios ascienden.

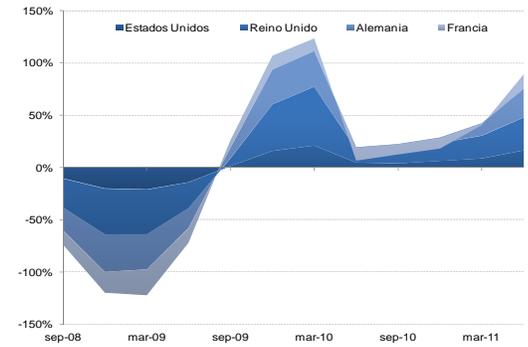
El impacto sobre la demanda de activos globales se despliega en dos y se hace dependiente de la dirección en la que vaya la fuerza de la demanda. Si la conmoción sobre la demanda hace que aumente la demanda en general, el resultado sería una burbuja de activos que no conllevaría contagio. Por ejemplo, en caso de que la conmoción sobre la demanda fuera al alza, los activos globales estarían expuestos a una demanda poco eficaz y sobrevalorada, lo cual resultaría en un aumento artificial de los precios. Pese a que la revaluación de activos al alza resultaría en una contracción, los balances presentarían más posibilidades de volver a un equilibrio estable cuando los mercados se vean devaluados a niveles eficaces. Sin embargo, de forma similar a lo que ocurre en situaciones de deflación, un cambio a la baja en dirección al desequilibrio puede resultar en un ciclo vicioso de precios en descenso. A medida que los inversores intentan deshacer posiciones, su reposicionamiento alimenta más el ciclo de demanda a la baja a través de una demanda total en descenso. Si no hay inversores o una institución pública no apalancada capaz de compensar la demanda simultáneamente en contracción, el ciclo se alimentaría sí mismo de forma perpetua. Este impulso a la baja perpetuo indica un contagio global.

Gráfico 5
Flujos de fondos de inversión netos en GIPE
(variación % a/a)



Fuentes: Haver e ICI

Gráfico 6
Flujos de fondos de inversión netos en GIPE
(variación % a/a)



Fuentes: ICI y Haver

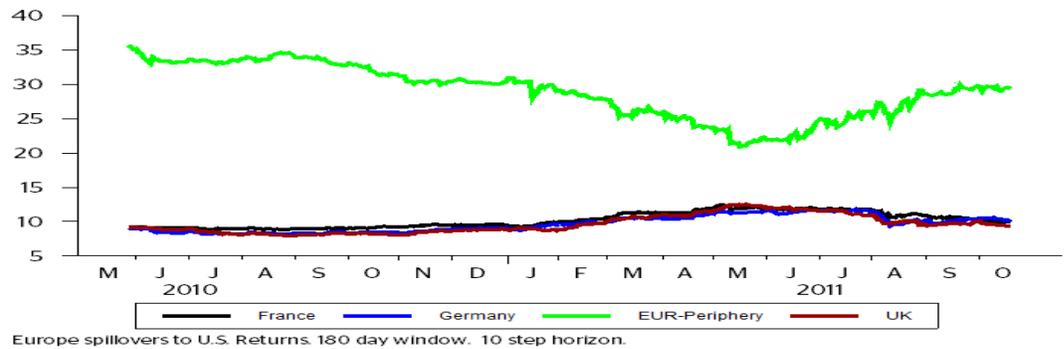
Las tendencias de los flujos de capitales y de fondos de inversión no indican en su conjunto indicios de un modo u otro de contagio. La salida de capitales y el desapalancamiento de los fondos de inversión de hoy en día en las sofocadas zonas de la UE aunque vacilantes no son en esencia diferentes de las tendencias históricas, si se considera una desviación histórica estándar del 18,5% a/a aproximadamente. Mientras que las inversiones en cartera no son un indicador absoluto de la preferencia de los inversores, ofrecen un indicativo para el movimiento de fondos institucionales y para las preferencias promedio de los inversores. En lo que respecta a las inversiones en cartera europeas, el 2T de 2011 presenció una reversión importante en lo que respecta a las inversiones en cartera. Por ejemplo, España y Grecia experimentaron un crecimiento de fondos de inversión del 10,8% interanual y del 3,4% interanual respectivamente, mientras que Portugal presenció una caída sustancial en el crecimiento de fondos, que descendieron del -23,1% interanual al -6,2% interanual.

Por otra parte, la posición neta en Irlanda, en lo que respecta a los activos de fondos de inversión, mostró un crecimiento interanual del 20,7% en el 1T de 2011 y del 32,9% en el 2T del 2011 respectivamente. Las beneficiosas medidas de austeridad de Irlanda son probablemente la fuerza impulsora de estas entradas de capitales. En última instancia, las inversiones en cartera en Europa aumentaron, pero no resulta suficiente para deducir los riesgos de contagio amplificadas.

En estos momentos, la Unión Europea busca de forma activa soluciones para el impago y contagio griegos. Una consecuencia imprevista de los retrasos supondría un mayor tiempo de espera para que los inversores sobre-apalancados deshicieran las posiciones más arriesgadas. En episodios de contagio anteriores, se experimentaron caídas rápidas en los mercados de capital con respecto a la nación bajo presión y otras participaciones arriesgadas. En lo que se refieren a la deuda soberana actual, la amenaza es mínima dado que en los fondos apalancados globales se tiene en cuenta el impago griego y se están desapalancando con respecto a Grecia y a otras naciones periféricas en riesgo. Si las políticas actuales no son capaces de contener las secuelas económicas o financieras y los mercados no desapalancan completamente sus posiciones con respecto a Europa - un evento similar a la quiebra de Lehman - el resultado más probable será volatilidad y secuelas en los activos principales, lo que crearía una conmoción para la riqueza global. En lo que respecta a la dinámica del balance, los activos transfronterizos para los inversores apalancados actúan como un complemento más que como un sustituto, por tanto, el descenso en cantidad que se produce en Europa conllevaría un descenso en cantidad de la demanda exterior. El resultado, como se muestra en el modelo de secuelas en activos de BBVA Research, sugiere una repercusión en el mercado de renta variable estadounidense de la mano de Francia, Alemania y GIPE. Por su parte, en términos de impacto cuantificable, el modelo apunta hacia una exposición a las secuelas del mercado de renta variable estadounidense de un 5,2% para Grecia, un 6,8% para España, un 6,0% para Portugal y un 15,5% para Francia y Alemania combinadas. El efecto de las secuelas en lo referente a los movimientos en paralelo de activos o bien, a la influencia del precio ajustado sobre la rentabilidad del patrimonio efectivo es entre los mercados de renta variable de Estados Unidos y de otros países. La interconectividad de los mercados facilitará el impacto sobre el patrimonio. Independientemente de la magnitud del efecto pass-through, cualquier conmoción del sistema financiero repercutirá en los rendimientos reales de los mercados de renta variable.

Gráfico 7

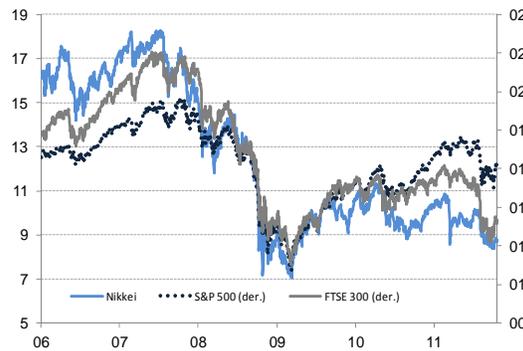
Impacto de las secuelas en activos en el modelo estadounidense (movimientos en paralelo del rendimiento real en %)



Fuente: Haver , BBVA Research y Diebold & Yilmaz

Gráfico 8

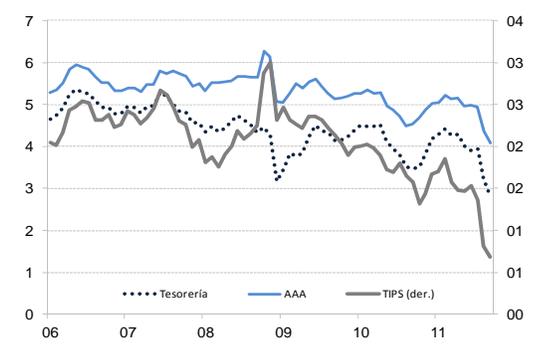
Índice variable global



Fuente: Haver

Gráfico 9

Rentabilidad de la renta fija (rendimiento en %, 20 años)



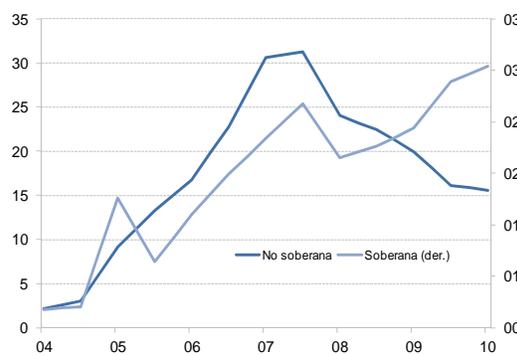
Fuente: Haver

Pese a que somos cautelosamente optimistas respecto al aislamiento de EE.UU., la amenaza de contagio que tiene lugar en la Unión Europea está presente e indica una situación de riesgo por incertidumbre indirecta que podría restringir la liquidez interna. Por ejemplo, si excluye a los inversores nacionales, Europa es el titular principal de valores estadounidenses, además de poseer una gran parte de las obligaciones en depósitos nacionales. Mientras que parece que los mercados se desapalancan con respecto a Grecia, otro impago o recorte adicional de la deuda española, portuguesa, italiana o belga podría restringir o revertir la inversión europea en valores estadounidenses o provocar un rechazo a los depósitos extranjeros. Pese a que el nivel que ostentan las contrapartes es significativo, la caída del 18,5% desde mayo indica que los bancos extranjeros están desapalancando sus posiciones externas y preparándose para un impacto en el balance. Una liquidez fortalecida ayudará a consolidar los balances de los bancos franceses y alemanes sobre-apalancados en exceso, lo cual aislará a los mercados bursátiles estadounidenses frente a una venta con pérdidas o a una lenta huida del extranjero respecto a los depósitos. El condicionamiento de liquidez en los bancos favorece los activos a corto plazo y las inversiones nacionales. Por tanto, cualquier contracción resultará probablemente en una huida de los depósitos estadounidenses seguida de una venta generalizada de los valores de renta variable del país. Pese a que no es probable que se produzca una situación de riesgo, el delicado equilibrio y los importantes riesgos de las políticas europeas podrían incrementar la probabilidad si se prolongan o estancan las negociaciones.

Los avances en los CDS, sin embargo, indican sin lugar a dudas que los participantes del mercado son conscientes del impago griego. Entre los ejemplos se incluye la inversión en estructuras de plazos de CDS y una aceleración de los puntos básicos en los países más vulnerables. El problema principal para EE.UU. es el grado hasta el que las instituciones con base en Estados Unidos están expuestas a tales swaps de seguros. Los movimientos en gran medida no observados y participaciones del sistema bancario en la sombra complican la cuantificación del grado de exposición existente. Los cálculos actuales indican una exposición total a los CDS soberanos a 2,5 billones de USD hasta el 4T del 2010 y 409.100 millones de USD de exposición derivada para EE.UU. y el Reino Unido al GIPE a fecha del 2T de 2011. El impacto que se originaría de un recorte anunciado de la deuda griega reduciría inmediatamente el balance de los dos titulares principales de deuda griega, los bancos franceses y los alemanes, que ostentan aproximadamente 60.000 millones de USD y 27.000 millones de USD respectivamente. Si se asume un recorte del 50%, el impacto reduciría los activos en aproximadamente 40.000 millones de USD. Esta reducción indicaría más bien la existencia de secuelas que de contagio porque el impacto aunque sea inmediato es finito. Es decir, pese a que la repercusión sea sustancial para bancos alemanes y franceses, no existe efecto pass-through y la expansión se contiene. Sin embargo, esta situación es muy improbable debido a la interconexión del sistema bancario estadounidense, la divisa europea compartida y los fundamentos bancarios comunes de la banca europea.

Gráfico 10

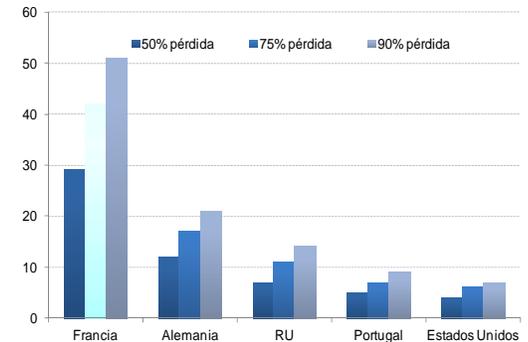
Emisión de CDS por tipo (billones de USD).



Fuente: Haver

Gráfico 11

Impacto directo del recorte griego (miles de M de USD)



Fuente: Bloomberg

Para agravar el riesgo de contagio actual a través del CDS, se suma la capacidad limitada de los bancos europeos para recapitalizar y repeler el riesgo existente a través de ventas de activos. Una pérdida de casi 40.000 millones de USD por activos reducidos es significativa, pero existen pérdidas en la sombra adicionales por posiciones de cobertura de CDS. Esto se puede considerar un efecto secundario o terciario, aunque en términos de exposición estadounidense, probablemente suponga la amenaza más considerable. El orden de cómo se procesan las reclamaciones y la cantidad que el FMI puede absorber indicarán las pérdidas de titulares de CDS. Según el Bank for International Settlements (BIS), la exposición de Estados Unidos al GIPE podrían suponer un total de 302.100 millones de USD, sin incluir las reclamaciones extranjeras. Una porción importante de la exposición indirecta se relaciona con las reclamaciones soberanas y de CDS de los bancos. Por otra parte, prácticamente un 69% de la exposición de Estados Unidos se concentra en los derivados, reclamaciones de créditos y

garantías ampliadas. La exposición indirecta de EE.UU. es tres veces superior a la del Reino Unido y siete veces superior a la de Japón. Por otra parte, las pérdidas asociadas a una reclamación en un CDS no son iguales a los factores de precipitación en caso de una crisis financiera. El impacto definitivo sobre los titulares de CDS dependerá del paquete de rescate que presenten la UE y el FMI.

Si se asume que el efecto pass-through principal para los bancos estadounidenses es mediante transferencias del balance a través de una exposición indirecta a contratos de derivados, los titulares principales en EE.UU. de CDS soportarán un impacto menor; sin embargo, la fragilidad del mercado actual dictará cómo va a ser el impacto total y su severidad. Por ejemplo, la incertidumbre en las políticas y las preocupaciones respecto a la deuda soberana doméstica podrían crear un "choque por incertidumbre" que podría influenciar de forma simultánea a los mercados y a la economía. Los modelos actuales indican que el impacto de tales choques (por ejemplo, sobre la desviación estándar) en el índice de S&P es inmediato y persistente, de forma que se muestra una caída del 3,7-6,6% a fecha de hoy y de hasta un

16,8% a 24 meses a partir de ahora. Por otra parte, un choque por incertidumbre podría reducir el PIB hasta un 1,8% y el empleo en 3,5 millones en 3 años. De forma similar a la crisis de liquidez de 2008, la contracción por incertidumbre combinada con las crisis de la deuda podría desembocar en un multiplicador o contagio financiero cuyos resultados podrían ser un atesoramiento de capital o huida hacia activos sin riesgo.

Conclusión: la situación de riesgo de contagio para EE.UU. es improbable pero vulnerable a conmociones nacionales

Los pasos que tome la UE para luchar contra el riesgo de contagio podrían moderar la incertidumbre de los mercados pese a que los acuerdos más recientes aparentemente constituyen un mero recurso provisional. La diferencia entre la crisis de hoy y la de la quiebra de Lehman es que el estado global del mercado es de cautela. Las estadísticas disponibles sugieren que los participantes globales apalancados están cubriendo o deshaciendo en demasía las posiciones de riesgo, por tanto se preparan para un recorte en Grecia. Un ejemplo es el apetito de riesgo en declive en los mercados de CDS, lo que parece ajustarse nominalmente al riesgo en lo que se refiere al coste de seguros y estructura de plazos. Además, el proceso de desapalancamiento combinado con el capital internacional en aumento y estándares de liquidez debería intervenir para fortalecer los balances. Considerando la naturaleza lenta del estrés que afecta a los mercados financieros por las negociaciones europeas, las analogías entre esta crisis y los acontecimientos de contagio pasados son de alguna forma difíciles de manejar. Sin embargo, tal como indica nuestro análisis anteriormente, casi el 40% de los movimientos paralelos de la renta variable real en EE.UU. se explican por los movimientos en el mercado de renta variable principal europeo y, por tanto, esto apunta a ciertas secuelas a causa de un evento adverso. Además, es posible que los fundamentales solapados provoquen caídas compartidas sobre cualquier resultado por una mala gestión de la deuda soberana. Por otra parte, los acontecimientos nacionales que se producen, bien sean debidos a un choque por incertidumbre o a un deterioro económico adicional, incrementarían la probabilidad de que se produjera un escenario de riesgo de contagio.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por BBVA Research del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) y por BBVA Bancomer, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección. El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.