

Observatorio Económico

EEUU

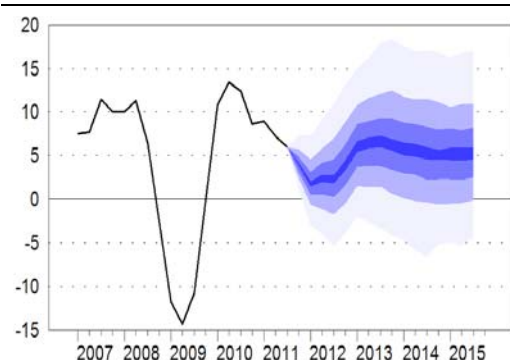
Canales de crisis: comercio, sector financiero y confianza

Descripción de canales de transmisión a EEUU desde Europa

- En un escenario de riesgo, prevemos que las exportaciones se reduzcan en 100 mil millones de dólares o el 0.7% del PIB
- Los diferenciales swap a un día aumentarían sustancialmente, pero no más que en 2008
- Las perturbaciones previstas suelen tener unos efectos diferentes que las perturbaciones imprevistas
- El sistema bancario de EEUU recibirá la ayuda de sus abundantes excedentes de reservas

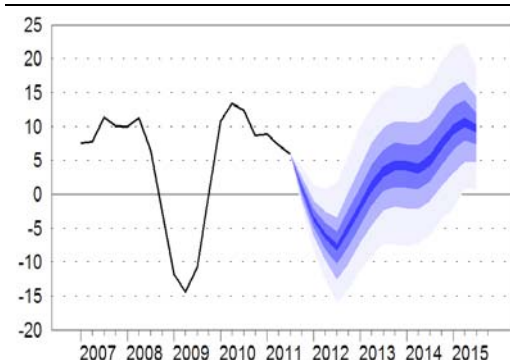
Prever el efecto de la crisis en caso de un colapso del euro o un impago general de la deuda soberana nunca es fácil. A primera vista, sabemos que una crisis europea puede afectar al crecimiento económico de EEUU directamente a través de los canales del comercio, sector financiero y confianza. No obstante, además de estos canales directos, una crisis europea también puede repercutir indirectamente sobre el crecimiento económico de EEUU a través de caídas de los precios de la renta variable (efectos riqueza) el aumento de la incertidumbre (reducción de la confianza empresarial) y una restricción global de las condiciones crediticias. En este informe nos centramos en dos vínculos directos: el posible efecto de una crisis europea sobre las exportaciones de EEUU y las condiciones de financiamiento de los mercados financieros. Sin embargo, también describimos algunos de los posibles resultados de los numerosos canales de transmisión indirectos de una crisis europea sobre Estados Unidos. En cuanto al comercio, estudios recientes han demostrado una relación entre las condiciones financieras y la brusca caída de las exportaciones mundiales tras el colapso de Lehman Brothers. Las crisis financieras suelen asociarse a pérdidas de capital y desapalancamiento. Naturalmente, ambas fuerzas restringen la extensión del crédito comercial que, a su vez, restringe el propio comercio. Además del efecto sobre el balance de los bancos, los balances de las empresas individuales también se ven afectados por una crisis financiera, y una empresa con un balance negativo provoca una menor disponibilidad de crédito. La crisis de Lehman también trastocó el funcionamiento del mercado monetario, que también ayuda al pago del crédito comercial. En términos generales, otra fuerte subida del índice de volatilidad -un signo general de malas condiciones financieras e incertidumbre- puede desencadenar otra contracción de las exportaciones de Estados Unidos, ya que los pedidos se cancelan, las empresas tienen problemas de pago, o las divisas fluctúan enormemente.

Gráfica 1
Previsión de referencia de las exportaciones de EEUU, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2
Previsión de riesgo de las exportaciones de EEUU, % a/a



Fuente: BBVA Research

19 de enero de 2012
Análisis Económico

EEUU

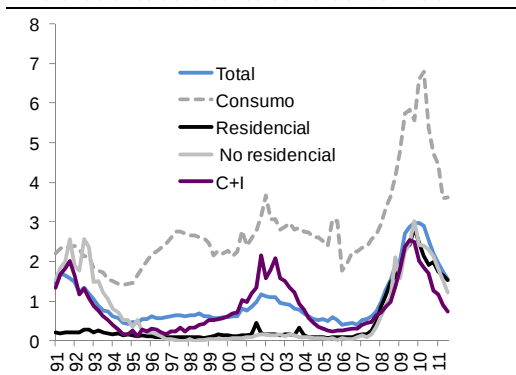
Jeffrey Owen Herzog
jeff.hertzog@bbvacompass.com

Boyd Stacey
boyd.stacey@bbvacompass.com

Para calcular el efecto que puede tener este canal sobre Estados Unidos, volvemos a nuestro modelo de exportaciones de EEUU, que incorpora el crecimiento del PIB mundial y el índice de volatilidad como factores explicativos. En un escenario central en el que el PIB mundial crece en torno al 4% en 2012, el índice de volatilidad retorna a un valor moderado de 17,5, y el tipo de cambio efectivo real de EEUU permanece invariable, prevemos que las exportaciones de EEUU crezcan con una tasa anual trimestral media del 6,5% en 2011, pero que se reduzca al 2,7% en 2012. En concreto, el segundo semestre de 2012 debería presentar unas tasas anuales trimestrales de crecimiento de las exportaciones de EEUU mejores que las del primer semestre.

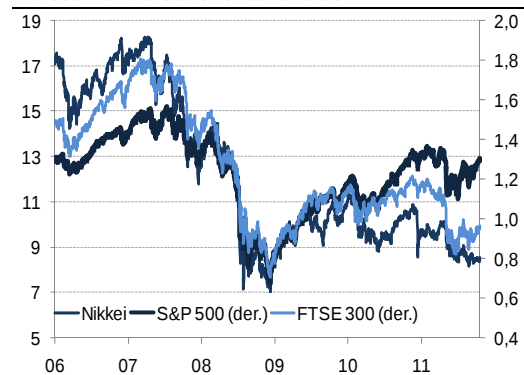
En el escenario de riesgo, utilizamos el escenario de riesgo del índice de volatilidad de la Reserva Federal correspondiente a la Revisión del Plan de Capital de 2012 junto con nuestros escenarios de riesgo personalizados para el tipo de cambio efectivo real de EEUU. El tipo de cambio efectivo real de EEUU aumenta moderadamente como resultado de una búsqueda de refugio en valores seguros. El yen también puede volver a experimentar algunos flujos hacia valores seguros, pero creemos que la mayoría de los flujos se dirigirán a EEUU. El índice de volatilidad de la Fed alcanza un máximo histórico de 90 y solo logra volver gradualmente a sus niveles normales a finales de 2014. Nuestro modelo genera un escenario de riesgo para el PIB mundial en el que crece con una escasa tasa de 1,4% en 2012 y a continuación se estanca en 0,5% en 2013. En caso de una crisis europea, creemos que la evolución general de las exportaciones sería una caída más gradual que la que se produjo durante la crisis de Lehman Brothers. Una crisis europea sería un problema duradero, mientras que el episodio de Lehman Brothers significó una brusca interrupción de la maquinaria del comercio internacional. Así pues, prevemos una tasa de crecimiento anual trimestral media de -3,5% en 2012 y de 0,4% en 2013 para las exportaciones de EEUU. Creemos que las exportaciones de EEUU se reducirían en 10 mil millones de dólares como resultado de una crisis europea entre el 4T2011 y 4T2012, que es el 0,7% del PIB real en el 3T2011. Esta última cifra es significativa desde el punto de vista de la fragilidad de la recuperación de EEUU, que es susceptible a las perturbaciones del canal de comercio.

Gráfica 3
Amortizaciones de la banca comercial de EEUU



Fuente: Reserva Federal

Gráfica 4
Índices mundiales de renta variable



Fuente: Haver Analytics

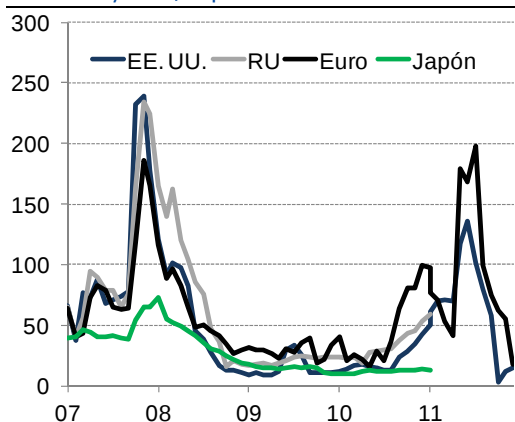
En lo que respecta al sector financiero, creemos que el sistema bancario de EEUU está en una buena posición para absorber el impacto de una crisis europea gracias a las inyecciones masivas de liquidez por parte de la Reserva Federal y a unos ejercicios de evaluación de capitales creíbles y objetivos por parte de los reguladores. Aunque algunos reguladores no previeron la generación de la crisis, con relación a los niveles de capital de los holdings bancarios establecieron rutinas y procesos que fortalecieron el sistema global, empezando por el Programa de Supervisión de Evaluación de Capitales y más recientemente con un régimen de pruebas de estrés trimestrales. Como hemos [comentado anteriormente](#), los bancos comerciales de EEUU gozan de una gran liquidez y una enorme cantidad de excedentes de reservas en la Fed. Con el tiempo, los bancos comerciales de EEUU de hecho han evolucionado a un régimen de financiamiento que se aleja de obligaciones a corto plazo como el papel comercial y los pagarés a mediano plazo y se orienta más hacia la estabilidad de los depósitos minoristas. Las amortizaciones y recuperaciones de los bancos comerciales de EEUU siguen mejorando, aunque los indicadores de calidad de los activos relacionados con los préstamos generalmente muestran ganancias más generalizadas.

Vistos los aún altos índices de morosidad de las hipotecas residenciales, una nueva perturbación de los precios de la vivienda podría provocar nuevas presiones incluso en el sistema bancario de EEUU. Sin embargo, con unos precios de la vivienda ya muy castigados, este resultado parece ser potencialmente menos dañino, aunque sigue siendo una posibilidad.

En cuanto a la posibilidad de un contagio financiero, una razón a favor de un traslado menos drástico de una crisis europea es que este problema ya lo conoce el mercado. La naturaleza inesperada del colapso de Lehman Brothers es cierto que propagó la crisis en 2008, mientras que muchos inversionistas ya han reducido su exposición a Europa. Sin embargo, la exposición total a los activos financieros y la protección de impago es una fuente de preocupación. Como hemos [comentado anteriormente](#), los informes de Bank for International Settlements (BIS) relativos a la exposición de Estados Unidos a los países europeos con problemas podrían sumar 302.1 mil millones de dólares, sin incluir activos extranjeros. Una gran parte de la exposición indirecta está relacionada con reclamaciones soberanas y de CDS (Credit Default Swap) de los bancos: casi un 69% de la exposición de EEUU se concentra en productos derivados, reclamaciones de créditos y garantías ampliadas. La exposición indirecta de EEUU 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 de las condiciones de reestructuración de la deuda que acuerden los participantes de la UE.

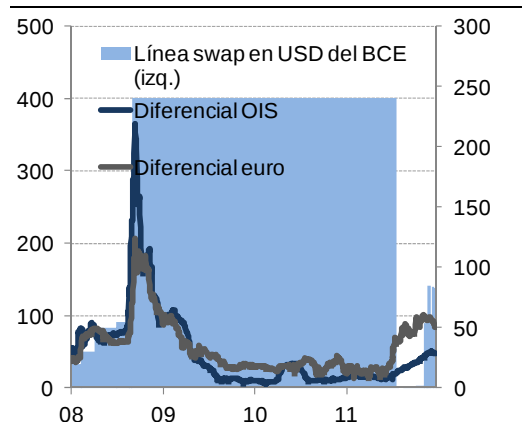
El financiamiento en divisas o dólares es también un importante canal de transmisión de una crisis europea. Durante una crisis de liquidez global, el riesgo de contrapartida y la incertidumbre aumentan tanto que los mercados dejan de emitir créditos a corto plazo. A su vez, los bancos que necesitan tener liquidez a corto plazo se ven obligados a financiarse con un importante costo o a vender a corto plazo con pérdida. Los estudios muestran que esta caprichosa actividad de venta a corto plazo puede acelerar una crisis de liquidez produciendo ventas generalizadas de valores de renta variable. Una vez que los niveles de financiamiento a corto plazo alcanzan una tasa terminal, como ocurrió 2008, los bancos deciden atesorar efectivo en previsión de un fallo sistémico. Por tanto, eventos de liquidez extrema pueden trastornar el crédito y los mercados crediticios. En 2008, el ciclo de auto cumplimiento trastocó las tasas de swap a un día hasta los 207.5 pb, un aumento de 139% respecto al diferencial de cierre del 12 de septiembre de 2008. Dados los sucesivos episodios de dudas de los mercados respecto a Europa, la actividad de financiamiento actual es moderada y suben los diferenciales, pero los niveles de los mercados no sugieren un episodio como el de Lehman. En caso de la anunciada reestructuración de la deuda italiana o de mayores complicaciones de financiamiento de la deuda privada alemana, se podría producir una reaceleración de los diferenciales OIS.

Gráfica 5
Previsión de escenario de riesgo de diferencial swap
entre euro y dólar, en pb



Fuente: BBVA Research

Gráfica 6
Uso de línea Swap y diferenciales OIS, en pb y miles de millones de USD



Fuente: BBVA Research

La interconexión de los sistemas financieros permite una mayor liquidez, pero también genera un riesgo colateral y hace que los mercados que se financian con dólares sean susceptibles a oscilaciones de la volatilidad de otras regiones y divisas. Por tanto, los bancos centrales, en un intento de planificación coordinada, han actuado para disminuir la probabilidad de un escenario de financiamiento catastrófico que implicaría un aumento de más de 100 pb swap y una crisis de financiamiento en dólares sistémica como la de 2008. Después del anuncio de un esfuerzo coordinado de aumentar la liquidez en dólares de los bancos centrales, el diferencial swap del euro disminuyó 8.4% después de alcanzar su máximo el 1 de diciembre. Si se consigue, los bancos centrales anunciaron que aumentarían las líneas de swaps para otras divisas, incluido el franco suizo, el yen y el euro. Esto ayudará al sistema financiero durante una crisis.

Para entender la dinámica expuesta anteriormente, construimos un escenario basado en el análisis de eventos, que intenta aislar los factores que provocaron la crisis de Lehman y aplicarlos a un modelo de referencia coherente con la economía global actual. El escenario de referencia asume un mayor conocimiento del mercado, disminuyendo por tanto el riesgo colateral de financiamiento en divisas, que produce un diferencial swap del euro a un día de 98.2 pb –Euribor/Swap euro– y una media más moderada de 55.7 para diferencial swap del dólar –LIBOR/Swap dólar. Este escenario también incorpora una continuación de las previsiones del escenario central del BBVA respecto a los índices aplicables, y una desaceleración en Europa, una volatilidad moderada y un mayor crecimiento interno. Por tanto, los diferenciales siguen altos a lo largo de 2012 solo con una ligera reversión hacia la tendencia a largo plazo. Por el contrario, un escenario de riesgo implicaría una alta volatilidad, una grave contracción en Europa y el deterioro de las previsiones de crecimiento interno. En el caso de un escenario de riesgo, los diferenciales swap del dólar y el euro alcanzarían una media de 21.5 y 23.3 pb superior al diferencial estudiado con anterioridad, respectivamente. Esto incorpora la naturaleza secundaria de un colapso del financiamiento europeo para el dólar y la tasa interbancaria comparativamente inferior –LIBOR vs. EURIBOR. Nuestro modelo no mide el impacto de una dependencia exógena del mercado respecto al dólar, por lo tanto, una fuerte dependencia del mercado aumentaría el riesgo al alza de la tasa de financiamiento en dólares. También es importante observar que incluso el financiamiento entre los grandes bancos no es uniforme. Los bancos europeos menos capitalizados y con más riesgos podrían soportar unos costos de financiamiento mayores si la contracción alcanza niveles como los de 2008.

Conclusiones: canales que hay que tener en cuenta

De los canales del comercio, sector financiero y confianza explicados anteriormente, se puede observar con facilidad que muchos de estos factores están interrelacionados. La confianza deriva de la posibilidad de que una institución preste dinero a otra institución tanto como de la capacidad de una empresa de hacer planes de futuro. Esto refleja en parte los fallos de coordinación que históricamente han sufrido las economías y la importante función de reducir la volatilidad de la tasa de crecimiento potencial a largo plazo. Los canales indirectos también se multiplican. Por ejemplo, las ventas en el extranjero de las corporaciones de EEUU podrían verse afectadas negativamente por una crisis europea. De forma similar, la inversión extranjera directa en EEUU, agravada por unas condiciones crediticias restrictivas globales provocadas por el desapalancamiento europeo, podría igualmente reducir el PIB de EEUU. El efecto total sobre la economía estadounidense depende de una combinación de mecanismos de transmisión directos e indirectos en un escenario de crisis europea. Respecto a los efectos directos, creemos que una crisis europea produciría una reducción de 100 mil millones de dólares en las exportaciones de Estados Unidos. También opinamos que los diferenciales de financiamiento a un día aumentarían sustancialmente, pero alcanzarían los niveles de la época de Lehman Brothers.

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 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.