

Observatorio Bancario

EEUU

20 de marzo de 2012
Análisis Económico

EEUU
Jeffrey Owen Herzog
jeff.herzog@bbvacompass.com

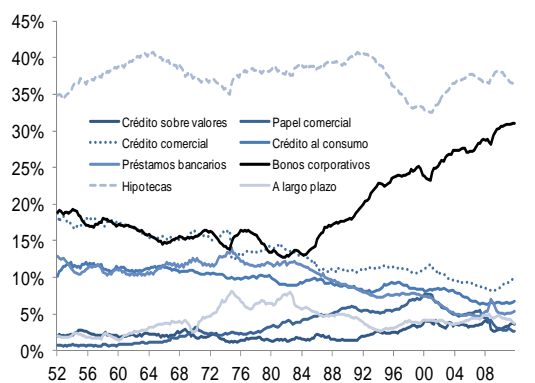
Cuando el crédito cambia Fechando cambios estructurales de los datos de crédito

- El crédito hipotecario bancario y el crédito total muestran su primer cambio estructural de la historia
- Los bonos corporativos totales indican un cambio estructural comparable con el auge de los bonos de 1987
- El crédito comercial e industrial parece poder recuperar su tasa de crecimiento preexistente
- Las datos proyectan dudas sobre las expectativas de una fuerte recuperación

Resumen ejecutivo

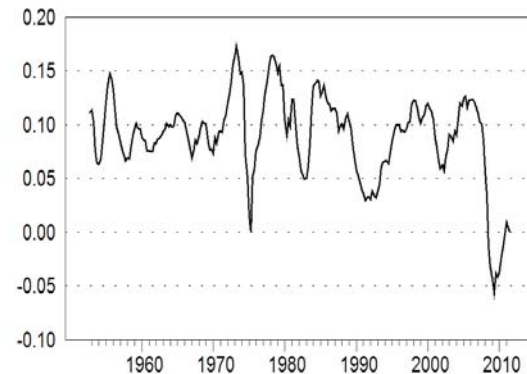
Ahora que ya han pasado varios trimestres desde el inicio de la crisis financiera, es posible utilizar pruebas estadísticas para investigar los cambios estructurales del crédito. Los cambios estructurales más importantes que ha desvelado nuestro proceso se centran en los bonos corporativos, los préstamos residenciales de la banca comercial y el crédito al consumo. Estos cambios sugieren que el motor del apoyo financiero de la economía a lo largo del tiempo -los bonos corporativos- se ha roto como nunca antes. El cambio estructural de los préstamos residenciales de la banca comercial no es de extrañar dada la crisis inmobiliaria, pero la confirmación del cambio estructural da crédito a la opinión de que el escaso crecimiento de las hipotecas es algo que no va a desaparecer de la noche a la mañana. El primer cambio estructural del crédito al consumo de la historia también sugiere un menor apoyo al financiamiento de ventas de productos de consumo que en años anteriores, aunque el crédito al consumo se está recuperando mejor que el crédito inmobiliario. Es destacable la conclusión de nuestro análisis en la que los préstamos C+I y el crédito comercial están funcionando sin problemas, una afirmación que presenta una gran oportunidad de crecimiento basado en la actividad del sector empresarial. En cuanto al crédito total, los datos presentados anteriormente sugieren que no debemos esperar nada históricamente normal por lo menos durante unos cuantos años más.

Gráfica 1
Composición del crédito total, desde 1952 hasta la actualidad, en %



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 2
Crédito total, % anual



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

¿Qué es el crédito?

Durante los últimos años, BBVA Research ha clasificado el crédito de EEUU de la misma forma que Blinder (1985) y Bernanke y Blinder (1988). El crédito total de los Estados Unidos, de acuerdo con Blinder, se compone de bonos corporativos en circulación, hipotecas (que se subdividen en residenciales e inmobiliarias no residenciales), préstamos bancarios no clasificados en ninguna otra categoría (por lo general préstamos bancarios comerciales e industriales), crédito comercial, crédito al consumo, depósitos a largo plazo, papel comercial y crédito sobre valores. Las hipotecas residenciales e inmobiliarias no residenciales se pueden subdividir a su vez en fuentes de crédito bancarias y no bancarias. La primera vez que se teorizaron los efectos de una crisis crediticia sobre la política económica y monetaria, Bernanke y Blinder utilizaron los datos del Flujo de Fondos de la Reserva Federal para elaborar esta medida del crédito total. Los depósitos a largo plazo se incluyen en nuestro concepto de crédito total, ya que en esencia representan un préstamo a largo plazo a un banco. Este informe se centra en el crédito nominal, debido a que la banca es un negocio nominal, pero llevamos a cabo todas las mismas pruebas en el crédito real ajustado mediante el deflactor del PIB.

¿Qué es un cambio estructural?

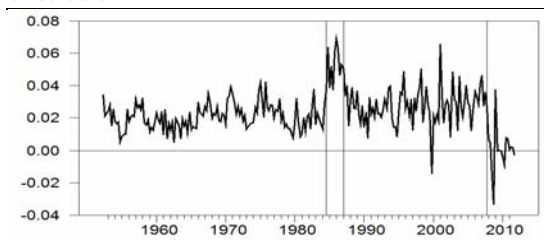
En el análisis estadístico, un cambio estructural significa que la relación entre los datos ha cambiado con el tiempo. Más concretamente, una prueba de cambio estructural intenta comprobar si existe un punto de ruptura en el que los coeficientes de los datos varíen de una relación de regresión estable a otra diferente. Existen dos opciones para la comprobación de un punto de ruptura. Por ejemplo, puede realizarse una "prueba de fluctuación" en la que se constaten las desviaciones respecto a la constancia, ya sea en la potencia de la desviación respecto a la implicación comprobable (o la hipótesis nula) del modelo o el cambio de los residuos del modelo. Este estudio usa un segundo método, más manejable, de Bai y Perron (1999) que permite varios cambios estructurales de los datos usando las mismas comprobaciones de constancia de los coeficientes en el tiempo. Las decisiones clave en esta ocasión son el intervalo de tiempo entre los cambios estructurales y también el uso de un criterio de información concreto, que es la activación de la selección de la prueba. Usamos diferentes lapsos de tiempo posibles entre los cambios estructurales para comprobar si los datos se ven afectados por esta decisión. Nuestro criterio de información es el criterio de información bayesiano modificado por Liu y otros.

¿Cuáles son los resultados de las pruebas de cambio estructural?

Empezando por las categorías de crédito más amplias (bonos e hipotecas), nuestras pruebas indican la evidencia de un cambio estructural después de las dislocaciones de los mercados financieros de 2007-2008. Para los bonos totales en circulación, las pruebas de cambio estructural encuentran dos puntos de ruptura catalogados durante el auge de los bonos de 1985 y 1987. Sin embargo, durante este período de tiempo los bonos simplemente experimentaron una mayor tasa de crecimiento y posteriormente retomaron la tasa de crecimiento que mostraron durante varias décadas. Un tercer punto de ruptura más significativo se observa en 2007. El análisis de los bonos reales, en general, confirma estos puntos de ruptura. Durante los últimos 50 años, era razonable esperar un cambio trimestral de la diferencia de registro de 0.02 de los bonos en circulación, pero esto ya no es así. Como hemos tratado en [informes anteriores](#), las tendencias de los bonos corporativos se ven afectadas por unas tasas de interés extremadamente bajas, creando un auge de los bonos no financieros, pero también por las fluctuaciones de la emisión de las empresas extranjeras en EEUU y también porque las entidades financieras se alejan de los bonos como fuente de financiamiento. El papel comercial, otra fuente de financiamiento de las empresas, también demuestra unos altos niveles de fluctuación. Hemos abordado los efectos umbral del papel comercial en un informe anterior ("Perspectivas del papel comercial", 11 abril de 2001) y por tanto podemos establecer que existen numerosos cambios estructurales en los datos de este tipo de crédito.

Gráfica 3

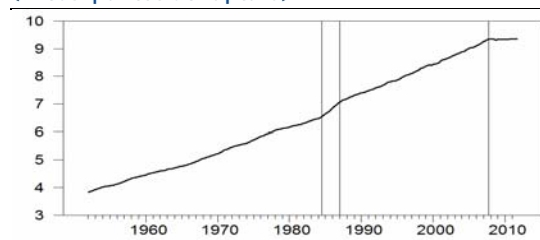
Diferencia de registro de bonos nominales en circulación



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 4

Registro de bonos nominales totales (líneas=puntos de ruptura)

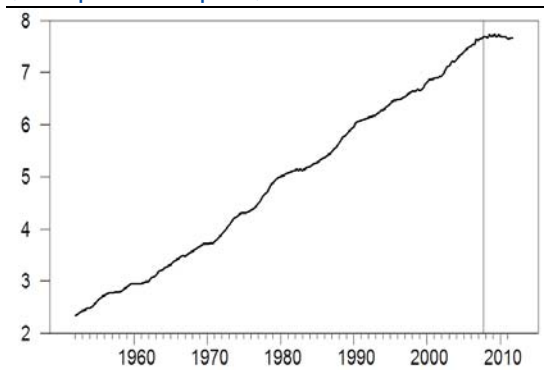


Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

En cuanto a las categorías de hipotecas, nuestras pruebas del crédito no residencial indican puntos de ruptura durante la última crisis del sector inmobiliario comercial de finales de la década de 1980 y en la actualidad. Observando el crédito no residencial bancario, los puntos de ruptura son idénticos, lo cual es sorprendente teniendo en cuenta que los bancos dominan esta categoría de crédito en particular y el crédito no residencial titulizado no es dominante. Curiosamente, los resultados del crédito no residencial son diferentes a los del crédito residencial. Realizando nuestras pruebas de crédito residencial en circulación encontramos numerosos puntos de ruptura, tanto en los datos reales como en los nominales, lo que sugiere una variación considerable en los últimos 50 años. Sin embargo, al examinar el crédito residencial exclusivo de la banca comercial, descubrimos que la serie está experimentando el primer cambio estructural de su historia, tanto en los datos nominales como en los reales. Esto sugiere que el componente titulizado de hipotecas residenciales a menudo fluctúa en el tiempo, pero el primer cambio estructural del componente de la banca comercial indica lo grave que es la situación para la generación de crédito en EEUU. Los datos también sugieren que los esfuerzos por reactivar las hipotecas y tal vez revertir el cambio estructural todavía tienen que dar sus frutos. Los numerosos cambios estructurales que determinamos en la serie del total de hipotecas (crédito residencial y no residencial), por lo tanto, pueden ser resultado de la crisis del sector inmobiliario comercial de la década de 1990 y las fluctuaciones de las hipotecas residenciales no bancarias.

Gráfica 5

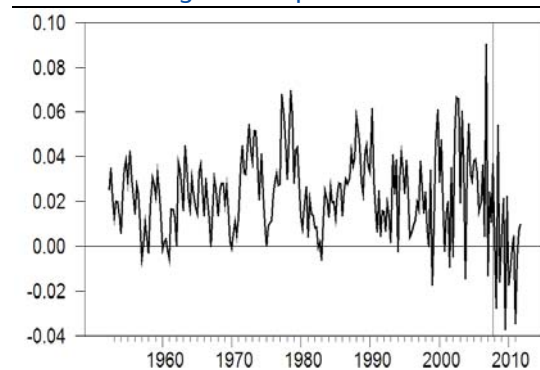
**Registro de hipotecas bancarias
(línea=punto de ruptura)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 6

Diferencia de registro de hipotecas bancarias



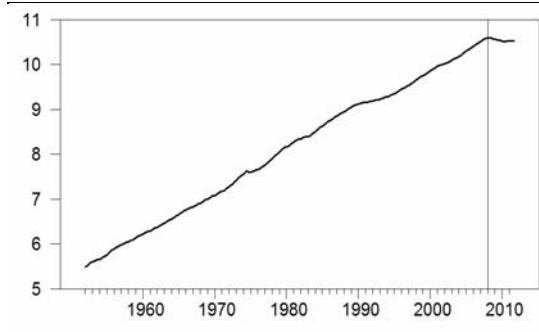
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Aparte del crédito inmobiliario, el crédito al consumo (CC) y a las empresas parece estar mejorando. El CC, en concreto, se ha visto sustancialmente afectado por un inmenso crecimiento del CC del gobierno federal (préstamos para estudiantes). Si desestimamos este efecto, el CC no está creciendo tan rápido como sería de esperar, pero se está recuperando. De acuerdo con nuestras pruebas de cambio estructural del CC excluido el del gobierno, esta categoría de crédito está experimentando el primer cambio estructural de su historia, tanto en términos nominales como en reales. En lo que respecta a los préstamos comerciales e industriales (C+I), llevamos a cabo nuestras pruebas tanto en la serie del Flujo de Fondos como a partir de los datos del informe H8 de la Fed como una validación cruzada. Los resultados se ven afectados por el intervalo de tiempo entre los posibles puntos de ruptura, dando lugar a múltiples cambios estructurales en la década de 2000 y, alternativamente, a uno o dos cambios estructurales en la década de 1970 u 80. Los datos parecen indicarnos que mientras que los préstamos C+I fluctuaron en gran medida durante el auge de la década de 2000, esta categoría de crédito no parece haber sufrido ningún daño permanente. Este puede ser el motivo por el que los préstamos C+I no se titulizan de forma más intensa (a pesar de que existen obligaciones de deuda garantizadas). También puede ser el motivo por el que la burbuja de crédito del sector inmobiliario no dañó los balances de las grandes empresas. En combinación con bajas tasas de interés a largo plazo, se puede regresar a la tendencia de crecimiento del crédito C+I.

Curiosamente, no todas las categorías de crédito presentan cambios estructurales. Por ejemplo, pruebas de crédito comercial y sobre valores no implican cambios estructurales. El crédito comercial -normalmente financiamiento ofrecido por un fabricante a un cliente para una compra- se está recuperando y no presenta ningún cambio de tendencia. Así, aunque el crédito sobre valores -por ejemplo, el financiamiento de margen de un corredor/intermediario- suele aumentar durante los booms bursátiles y fluctúa a menudo, no presenta ningún cambio de tendencia. El crédito sobre valores se ha recuperado, aunque sigue estando por debajo de su máximo anterior a la crisis. Teniendo en cuenta el grado de apalancamiento durante la crisis financiera, el crédito sobre valores puede que tarde bastante tiempo en recuperar su valor máximo.

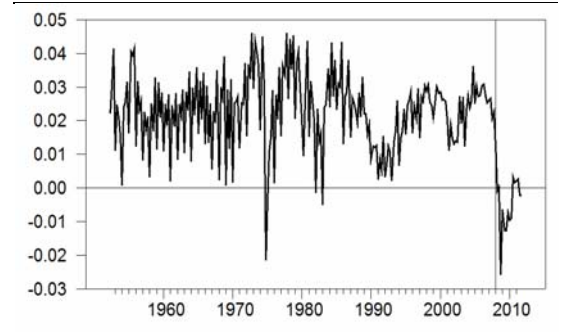
Vista la dinámica de cada componente de crédito individual, a continuación nos centraremos en la propia serie total. De acuerdo con los datos nominales, el crédito total en EEUU está experimentando su primer cambio estructural. La contracción de 1974 es notable en la serie diferenciada, pero las pruebas estadísticas no indican que este año signifique un segundo cambio estructural. Por tanto, la evolución de los datos desde el 1T2008 es diferente del resto de la historia de posguerra de EEUU. Aunque ya no apreciamos una disminución continua del crédito total, la fortaleza de la recuperación del crédito empieza a ser inferior a lo previsto como se deduce de la experiencia previa. Para pronosticar el crédito total, utilizamos una VAR basada en Bernanke y Blinder (1988). En los últimos dos trimestres, este modelo ha mostrado una correlación más seria de sus residuos y el error de pronóstico es mayor que los datos reales. Esta tendencia, sumada a la evidencia de un cambio estructural, indica que la tendencia preexistente que respalda el modelo se está rompiendo.

Gráfica 7
Registro del crédito total (línea=punto de ruptura)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 8
Diferencia de registro del crédito total (línea=punto de ruptura)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

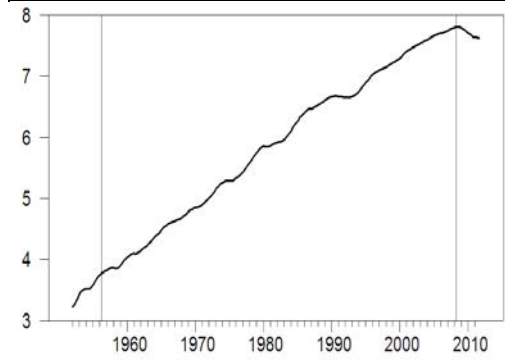
Por tanto, prevemos un escaso crecimiento del crédito total. Esperamos que las hipotecas residenciales y no residenciales sigan disminuyendo, a pesar de que las hipotecas no residenciales están cerca de tocar fondo. Los bonos, el papel comercial y los depósitos a largo plazo se mantendrán invariables, siendo las dos últimas categorías muy sensibles a las tasas de interés. El crédito comercial y los préstamos C+I están creciendo y contribuirán positivamente al crédito total. El crédito al consumo y el crédito sobre valores también se han recuperado, aunque prevemos un lento crecimiento del crédito al consumo y una gran volatilidad del crecimiento del crédito sobre valores. Es evidente que, si las hipotecas y los bonos representan casi dos tercios del crédito total, la debilidad de estas áreas implicará la debilidad del crédito total.

Conclusión: un cambio estructural negativo

Las principales categorías de crédito de los Estados Unidos progresaron durante décadas sin ningún tipo de cambio estructural. Siendo el país con el sistema financiero más avanzado del mundo, el poder de los mercados financieros para vetar proyectos, proporcionar grandes cantidades de capital y financiar corporaciones significó una fuente de fortaleza. El sistema híbrido de Estados Unidos de banca comercial y mercados financieros contrasta con el resto de sistemas financieros del mundo, basados principalmente en los bancos. En el período de posguerra, ciertas partes del sistema financiero pudieron haber sufrido desaceleraciones, pero otras partes del sistema sostuvieron la totalidad del crédito. Por ejemplo, en la década de 1990, el crédito hipotecario y al consumo se desaceleró como resultado de una sucesión de quiebras bancarias derivadas de las crisis del ahorro y préstamo, pero el mercado de bonos era pujante. Sin embargo, la diversidad del sistema financiero disminuyó después de finales de 1990, cuando proliferaron los bonos hipotecarios mal diseñados. El colapso del mercado hipotecario y el consecuente ciclo de apalancamiento que se extendió por el resto de la economía destruyó las garantías en muchas categorías de crédito. El hallazgo de los cambios estructurales mencionados indica que importantes fuentes de crédito de EEUU, como los bonos corporativos, el crédito al consumo y las hipotecas bancarias están mostrando su primer cambio estructural de la historia de EEUU. Estas conclusiones parecen apoyar la postura cautelosa de la Reserva Federal y nuestras expectativas de un lento crecimiento económico.

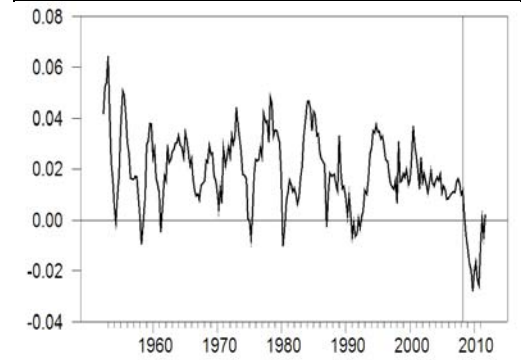
Apéndice - Pruebas adicionales de cambio estructural de las categorías de crédito

Gráfica 9
Registro del crédito al consumo excluido el del estado (línea=cambio estructural)



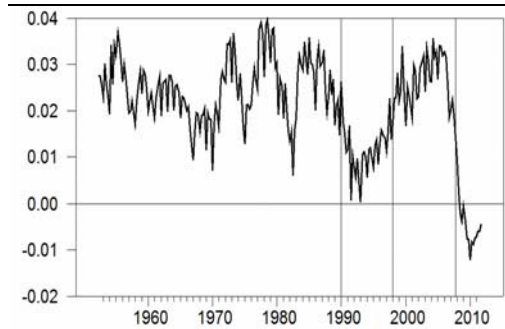
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 10
Diferencia de registro del crédito al consumo (línea=cambio estructural)



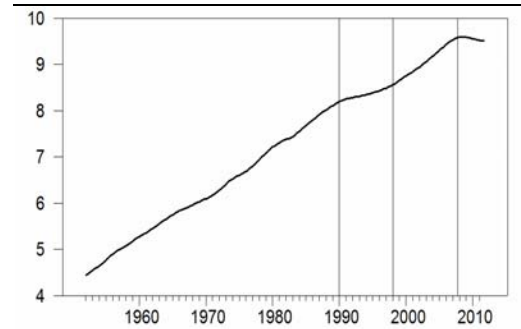
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 11
Diferencia de registro de hipotecas totales (línea=cambio estructural)



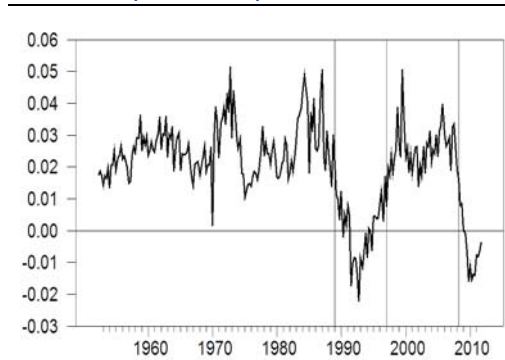
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 12
Registro de hipotecas totales (línea=cambio estructural)



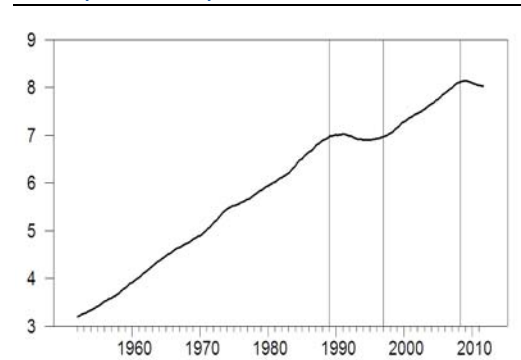
Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 13
Diferencia de registro del crédito no residencial total (línea=punto de ruptura)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 14
Registro del crédito no residencial total (línea=punto de ruptura)



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por el Servicio de Estudios Económicos del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA Research) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas un banco del Grupo BBVA), y se facilita exclusivamente a efectos informativos. 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.