

EEUU

# Observatorio Económico

20 de enero de 2011

## Análisis económico

Jeffrey Owen Herzog  
jeff.herzog@bbvacompass.com

Ignacio San Martín  
ignacio.sanmartin@bbvacompass.com

Nathaniel Karp  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

## ¿Hasta dónde seguirá el desapalancamiento?

La relación deuda-ingreso de las familias apunta hacia un descenso prolongado

- **Prevedemos que la relación deuda-ingreso se aproximará a 1.0 en 2015**
- **Con el lento retorno del crecimiento nominal de las hipotecas hasta poco más del 5%, el desapalancamiento continuará**
- **El desapalancamiento ha permitido a los bancos ganar terreno a los titulizadores privados, pero no a los públicos**

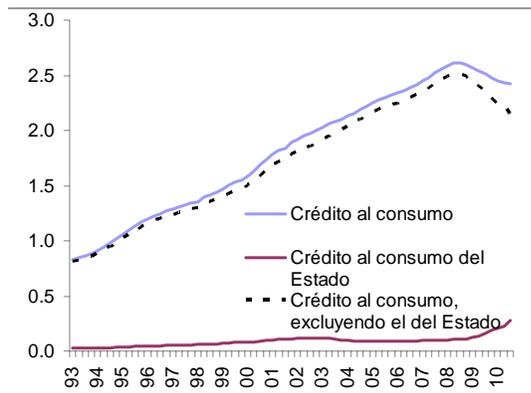
Típicamente (pero no exclusivamente), el desapalancamiento de las familias se mide con la relación deuda-ingreso de las familias. Otros posibles indicadores del desapalancamiento pueden ser la composición de ahorros y activos líquidos del balance de las familias, las relaciones de obligaciones financieras o las de deuda-servicio. Este informe se centrará en la relación deuda-ingreso, que comprende la deuda hipotecaria, la deuda de consumo y "otras" deudas (todos los datos proceden del índice Flujo de fondos de la Reserva Federal). Los datos del ingreso personal proceden de la Oficina de Análisis Económico (BEA), y representan al denominador. Naturalmente, la deuda hipotecaria consta de los préstamos para vivienda residencial a las familias, y crecieron enormemente durante la más reciente burbuja de precios de la vivienda. Esta categoría incluye los créditos secundarios y los préstamos con garantía hipotecaria. La deuda de consumo consta de préstamos personas, créditos para vehículos y deuda de tarjetas de crédito. La categoría "Otros" consta de diversos programas oficiales, como préstamos sobre seguros de vida federales, cuentas por cobrar en concepto de prestaciones a veteranos, FEMA (agencia federal para situaciones de emergencia), préstamos para el desarrollo comunitario, financiamiento de créditos a las HMO (Organizaciones de gestión sanitaria) y muchos más.

Aparte de la observación habitual de que las familias se endeudaron en créditos hipotecarios antes de la crisis, este desglose del crédito al consumo presenta dos perspectivas novedosas. La primera, que la categoría de créditos "Otros" creció drásticamente durante la crisis como consecuencia de que las autoridades se mostraron más flexibles con las familias que incumplían los pagos de los programas oficiales. También el alto índice de desempleo provocó que estas cuentas por cobrar crecieran. En el total, la categoría "Otros" es una pequeña parte de la relación deuda-ingreso, aunque no obstante era necesario reflejar su dinámica. La segunda, dentro de la deuda del consumo, el gobierno juega otro papel como único aportador de préstamos para estudiantes. Esto puede observarse más fácilmente en el informe G19 (Créditos al consumo) de la Reserva Federal, aunque los mismos datos se utilizan en el informe Flujo de fondos. Debido a la crisis y a la nueva legislación, el gobierno es el único proveedor de préstamos para estudiantes, y el crecimiento de esta forma de deuda de consumo oficial es alto. El desapalancamiento sería mucho más abrupto si extrapoláramos la deuda de consumo del gobierno, como lo indica la Gráfica 1.

Considerando lo expuesto, la deuda hipotecaria de las familias está realmente impulsando la relación deuda-ingreso, ya que la combinación de deuda de consumo y "Otros", 2.82 billones de dólares, no alcanza el peso de los 10.1 billones de la deuda hipotecaria de las familias. La dinámica de las hipotecas residenciales pendientes refleja refinanciamiento, impagos, pagos anticipados, nuevos préstamos y fluctuaciones del precio de la vivienda.

Gráfica 1

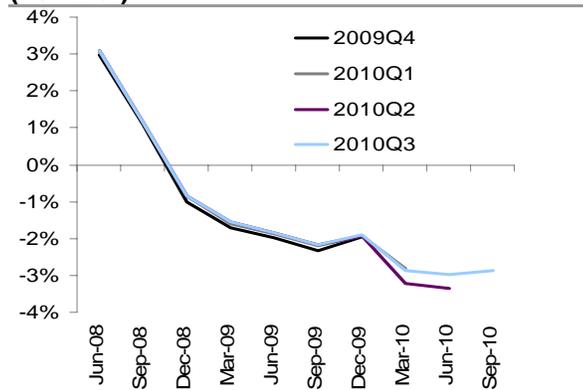
**Papel del Estado en la deuda de consumo, billones de dólares**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 2

**Hipotecas pendientes, variación % a/a (nominal)**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Además, ahora sabemos mucho más acerca de la dinámica del apalancamiento de esta serie que cuando se inició la crisis. Dos de los principales problemas para escrutar esta serie han sido el programa de estímulos y las revisiones de datos. Como puede verse en la Gráfica 2, en cada trimestre nuestra visión de los efectos de los estímulos, así como el deterioro de la deuda hipotecaria, han cambiado sutilmente. Ahora, un indicador claro es que el patrón de disminución del total del crédito hipotecario pendiente tiene el aspecto de una reducción gradual en el transcurso del tiempo, más que abruptas variaciones hacia un extremo o el otro. Lo que los datos nos dicen hasta el momento es que el proceso de desapalancamiento continúa de manera ordenada, aunque prolongada. Utilizando los datos históricos hemos relacionado el crédito hipotecario pendiente con el índice del precio de la vivienda CoreLogic, las tasas hipotecarias a 30 años, la evolución del PIB, la inflación y las ventas de vivienda para generar una previsión (Gráfica 3). Este modelo sugiere que veremos unos 20 trimestres de descenso desde el nivel más alto al más bajo si lo aplicamos a la serie de crédito hipotecario de las familias utilizada en los datos del informe Flujo de fondos.

Hemos modelado la deuda "Otros" de manera conservadora, y esperamos que continuará su sólido crecimiento durante los próximos años, toda vez que la tasa de desempleo siga alta. Estimamos que el crédito al consumo habrá seguido su prevista evolución media a/a nominal del -3.75% en 2010, y prevemos tasas de crecimiento de -0.9 para 2011, 2.1% para 2012 y 4.1% para 2013. Se trata de cifras bajas en comparación con la media histórica a/a de 8.2% del período 1950-2010, aunque sólida si la comparamos con la magnitud de la caída del empleo durante la crisis. El crecimiento del ingreso personal está condicionado al actual escenario base de BBVA sobre la evolución del PIB y del empleo.

Cuando combinamos estas previsiones y calculamos nuestra estimación de la relación deuda-ingreso, la intuición nos dice que EEUU se encamina hacia una relación deuda-ingreso aproximada de 1.0 (Gráfica 4). Ya que se trata de un desapalancamiento de magnitud significativa que durará varios años, ¿en qué medida es sensible a la previsión de las hipotecas residenciales? Según observamos, incluso en un escenario extremadamente optimista de las hipotecas familiares, la relación deuda-ingreso alcanzará un valor cercano a 1.03 (Gráfica 5). Esto refleja el pináculo del problema: mientras el crecimiento de las hipotecas familiares se mantenga por debajo de 5%, seguiremos viendo desapalancamiento, ya que el crecimiento de las hipotecas no podrá superar al del ingreso (Gráfica 6).

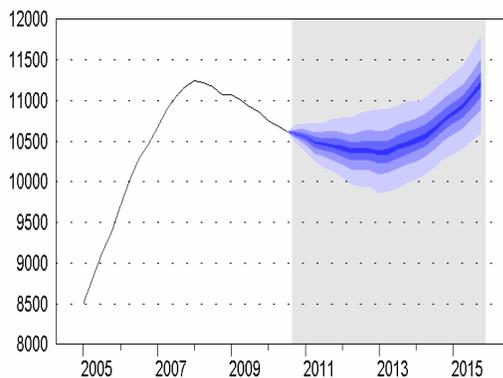
Es posible que el mercado hipotecario avance más rápidamente de lo que esperamos, pero incluso en un escenario optimista el desapalancamiento continuará. Las proyecciones de enero de 2010 de las entidades patrocinadas por el gobierno (EPG), como Fannie Mae, prevén un mayor desapalancamiento del total de las hipotecas que nuestras expectativas. Otro ejercicio alternativo es tomar las previsiones de ventas de vivienda del año y multiplicarlas por la media del precio de la vivienda. En un entorno de precios constantes, 500 mil ventas de vivienda nueva durante el año a 200 mil dólares cada una incrementarán el nivel de hipotecas pendientes en solamente 100 mil millones de dólares. Esta cantidad se ve mermada por la continuidad de los desahucios, impagos y pagos anticipados de préstamos y títulos. En general, serán necesarias muchas ventas de vivienda nueva y aumentos de precios para contrarrestar las tendencias que hemos expuesto. Como ello no es previsible, implica una considerable magnitud de desapalancamiento en el futuro próximo. El gobierno juega un papel en ambos lados de la relación. Las transferencias de dinero público han mejorado el denominador del ingreso y, al mismo tiempo, los programas de préstamos y modificación de hipotecas han generado disminuciones más abruptas del numerador de la deuda. El próximo paso, naturalmente, es que el gobierno se desapalanque tras haber adoptado medidas que permitan la corrección ordenada del balance de las familias.

**Implicaciones estratégicas del desapalancamiento: ¿quiénes se benefician?**

La banca comercial se está preparando lentamente para el futuro. La relación préstamos-depósitos de los bancos comerciales se encuentra en su mejor nivel de los últimos 15 años, pero seguirá bajando durante varios meses a medida que se produzca un retroceso a/a de los préstamos y un aumento a/a de los depósitos (Gráfica 8). Esta relación es, sobre todo, un indicador de liquidez. Combinada con la observación de que los bancos han reducido significativamente su apoyo en fuentes de financiamiento no regulares y mayoristas, estos parámetros indican que los bancos están inundados de liquidez. También apunta a que, llegado el momento, habrá un amplio margen para la expansión del crédito. El ajuste a los cambios de las normas contables de la FASB (Financial Accounting Standards Board) reducirá todavía más esta relación.

Gráfica 3

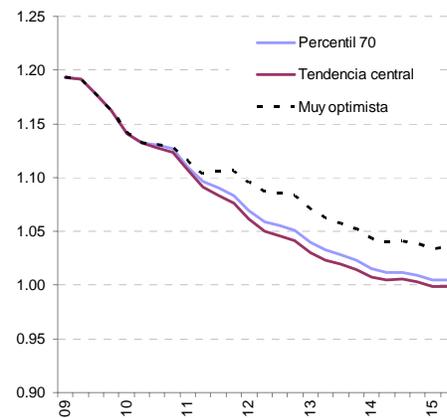
**Hipotecas pendientes, en miles de millones de dólares (nominales)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 4

**Escenarios de relación deuda-ingreso**

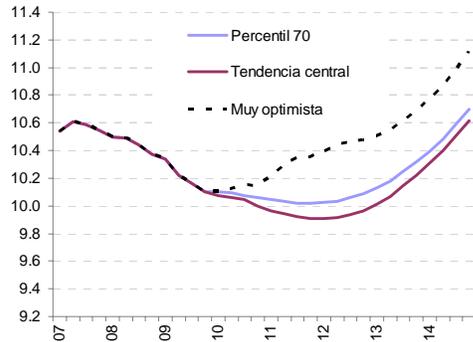


Fuente: BBVA Research

La serie del total de hipotecas pendientes nos indica que las compañías financieras, los fondos de inversión inmobiliarios (REIT), los emisores de títulos respaldados por activos (ABS) y las instituciones de ahorro han perdido una considerable cuota del total desde la crisis. Colectivamente, las financieras, los emisores de ABS y los REIT son tituladores privados. Desde la crisis, los bancos comerciales ganaron terreno frente a estos tituladores, aunque lo perdieron de cara a los tituladores públicos (las EPG y los lotes hipotecarios), como lo refleja el Gráfica 7.

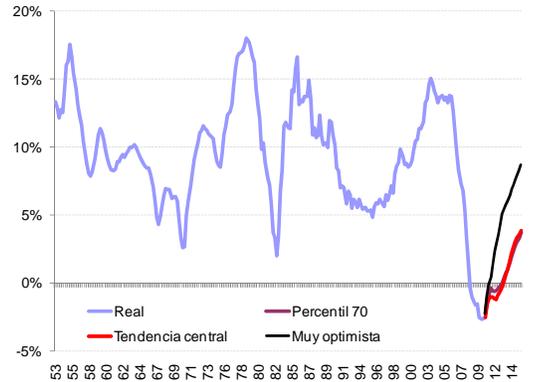
Es probable que los apenas regulados tituladores de hipotecas residenciales hayan sufrido un daño duradero. Esto limitará las presiones competitivas basadas en precios en algunas áreas del crédito hipotecario. También las economías de escala de los créditos hipotecarios beneficiarán más a los bancos comerciales que a otras organizaciones. La disponibilidad de estas economías de escala permite a la banca comercial sobrevivir en condiciones normativas que hundirán a las firmas que se basaban en el arbitraje regulatorio como modelo empresarial. Sin embargo, la titulización del crédito hipotecario con respaldo público se mantiene. Hoy, los inversionistas se muestran reacios a adquirir cédulas hipotecarias (MBS), pero con el tiempo la tendencia cambiará. No queda claro si las EPG serán total o parcialmente privatizadas por el gobierno en futuras reformas. No obstante, lo que es imposible descartar es el dominio del crédito hipotecario titulado, que todavía constituye más del 70% de las hipotecas pendientes, lo que representa la suma de los tituladores públicos y privados. Quitando esta competencia, los bancos comerciales tendrán una gran oportunidad.

Gráfica 5  
**Escenarios hipotecarios, en billones de dólares (nominales)**



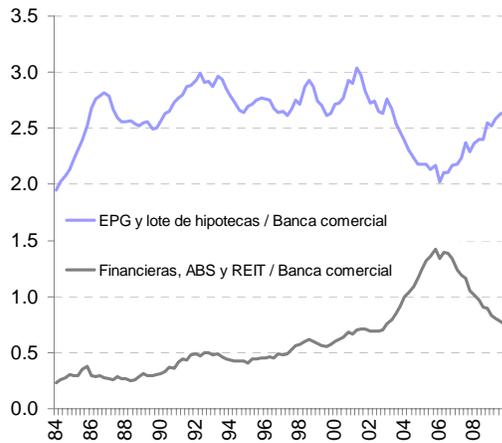
Fuente: BBVA Research

Gráfica 6  
**Escenarios hipotecarios, variación % a/a (nominal)**



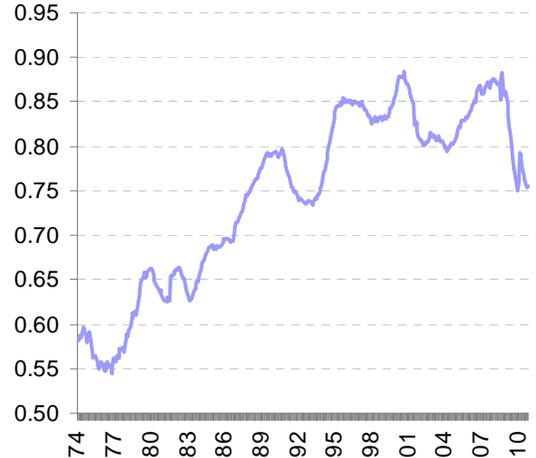
Fuente: BBVA Research

Gráfica 7  
**Relación de préstamos hipotecarios**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 8  
**Relación créditos/depositos de la banca comercial**



Fuente: Reserva Federal y BBVA Research

Aviso legal

Este documento ha sido preparado por el BBVA Research EE.UU. 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.