

## Perspectivas del mercado de crédito en 2008

### INTRODUCCION

El mercado de crédito y su evolución cobran una gran importancia en el contexto actual, ya que es precisamente en este segmento de los mercados financieros en el que ha estallado una crisis en la que todavía nos encontramos inmersos y con grandes posibilidades de alcanzar nítidamente la economía real.

En el presente artículo haremos unas consideraciones generales sobre los movimientos que se han dado en el mercado de crédito durante el 2007, trataremos posteriormente de ofrecer unas pinceladas de la situación macroeconómica en EEUU y en Europa que sin duda afectará a los mercados y finalizaremos con un análisis sectorial del mercado de renta fija privada con especial atención al sector bancario.

### CRÉDITO EN 2007: SE ROMPE LA TENDENCIA DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

Durante los últimos años la oferta estructurada ha mantenido los spreads de crédito en mínimos, pero con el estallido de la crisis de crédito la demanda de estructuras apalancadas e ilíquidas se ha reducido prácticamente a cero y esto conlleva consecuencias muy relevantes:

- Va a desaparecer la homogeneización de spreads que caracterizaba el mercado en los últimos años con independencia de rating, plazo y sector. Todos estos factores volverán a adquirir importancia, y es muy probable que asistamos a actitudes por parte de las empresas más probonistas que proaccionistas para defender o mejorar sus ratings, en vista del posible encarecimiento que pueden tener en sus fuentes de financiación.

- Las entidades financieras contarán con enormes dificultades para empaquetar y distribuir grandes bolsas de riesgo de crédito como hacían hasta ahora, por lo que tendrán menos capacidad para financiar operaciones de gran magnitud.

- Otra consecuencia es que estamos asistiendo a un cambio muy importante en el mercado. Con anterioridad a la crisis, los spreads estaban en mínimos y sólo aquellas compañías sobre las que había rumores de compras apalancadas veían como sus diferenciales se ampliaban violentamente, es decir había un riesgo sistémico muy bajo y un riesgo idiosincrático muy alto. En la actualidad, hay muchas menos probabilidades de que una compra apalancada salga adelante por lo que ha disminuido el riesgo idiosincrático a favor del sistémico.

Sin embargo, a diferencia de la anterior crisis crediticia de principios de la década, las compañías se encuentran financieramente mucho más saneadas que entonces. De hecho, en aquel momento estábamos ante una crisis corporativa mientras que ahora nos enfrentamos ante una crisis bancaria. Por ello, si la situación se agrava, las empresas tendrían cierto margen gracias a políticas financieras más conservadoras basadas en disminución de la actividad corporativa, reducción de los dividendos y de las recompras de acciones, congelación de las inversiones, etc...

Pero el bancario no es un sector más de la economía y la variable tiempo cobra gran relevancia. Si los bancos siguen con sus problemas de financiación y en consecuencia restringiendo el crédito hasta 2009 las empresas se verán afectadas en varios sentidos:

- De manera directa, por el menor acceso al crédito bancario y el encarecimiento del mismo. Este aspecto sería más perjudicial para las empresas más apalancadas y con necesidades de financiación más cercanas.

- De manera indirecta, por la contracción en la demanda y en la economía en general que provendría de una restricción al crédito de los particulares por parte de las entidades financieras.

Siguiendo con el sector bancario, y aunque después lo trataremos con más profundidad, hagamos ahora unas consideraciones sobre el mismo:

- La exposición real de los principales bancos de inversión al mercado subprime es una incógnita. Se barajan provisiones por importe de 200.000 millones de dólares frente a los 58.500 millones ya anunciados, y la sensación de que en cualquier momento puede haber noticias negativas es evidente en el mercado.

- En este caso, sí parece funcionar el "demasiado grande para caer", ya que lo que está en juego son las condiciones crediticias para el conjunto de la economía por lo que el sistema cuenta con el apoyo de los bancos centrales más importantes del mundo.

- Desde el principio de la crisis parecía claro que el proceso de confesiones por parte de los bancos sería largo y que el cambio en el mercado de crédito sería más estructural que coyuntural. Los agentes del mercado esperan que durante la segunda mitad del 2008 la mayoría del impacto sobre las cuentas de resultados de los principales bancos debería conocerse y en consecuencia los spreads de los bancos de inversión podrían relajarse algo, ya que la

situación actual parece difícilmente sostenible.

Cuadro 1.- Cotización 5 yrs de los bancos de inversión en pbs

Banco	Pre-crisis	Post-crisis
Bear Stearns	30	200
Citigroup	20	90
Goldman Sachs	24	88
JP Morgan	15	70
Lehman	29	147
Morgan Stanley	29	120
Merril Lynch	25	160

Fuente: Elaboración propia

## EL ENTORNO ECONÓMICO

A continuación haremos un repaso por la situación macroeconómica en EEUU y en Europa, ya que ésta siempre ha tenido una notable importancia en la evolución del mercado de crédito, aunque en esta ocasión es posible que sea el mercado el que influya en las variables macro.

### Estados Unidos

En EEUU lo normal es que la FED siga bajando los tipos de intervención y es que las cifras no son muy alentadoras:

- Las ventas de viviendas están a un 30% de su máximo en 2005, el número de apartamentos usados sin vender se ha cuadruplicado en los últimos 2 años, la morosidad está por encima del 5% (casi el 17% en el segmento subprime a tipo variable), la ratio de embargos procedentes del crédito han crecido un 67% en los últimos dos años y el índice de confianza de los promotores inmobiliarios está en los niveles más bajos de los 22 años de historia de la serie.

- Los precios de los distintos segmentos del mercado de viviendas en EEUU están empezando a caer en términos nominales, con una tasa de ahorro de las familias como porcentaje de la renta disponible muy cercana a cero.

- Las condiciones de crédito se han endurecido mucho incluso antes de la crisis como consecuencia de las subidas de los tipos de interés, que se incrementaron en 425 pbs entre junio de 2004 y junio de 2006. Esto ha cogido a las familias en una situación de fragilidad financiera evidente y además hay que tener en cuenta que muchos préstamos concedidos en los últimos tres años en el segmento subprime eran a tipo variable en formato 2/28, es decir con 2 años a tipo fijo de enganche y tipos variables los otros 28 años de la vida del préstamo.

- También el mercado laboral da signos de agotamiento, con un ritmo de creación de empleo saludable pero que ha descendido notablemente. Dos sectores con destrucción neta de empleo en los últimos trimestres han sido la construcción y el financiero.

- El gasto de capital se está reduciendo. Además del evidente desplome de la inversión residencial los pedidos de bienes de capital excluyendo material de defensa y aeronaves se sitúan un 5% por debajo de sus máximos cíclicos recientes y llevan varios meses registrando caídas en su tasa de variación interanual.

La inflación ha sido uno de los principales aspectos que ha frenado las políticas más procrecimiento por parte de la FED. Sin embargo, hay algunas partidas que podrían ayudar a controlarla, como el previsible estancamiento de los costes laborales y la moderación o descenso en otro de los componentes del IPC americano, que son los alquileres imputados a viviendas en propiedad, que representan un 23% del IPC y que dada la evolución de los precios de la vivienda está en retroceso.

Por todo esto parece que la FED podría seguir bajando tipos durante el 2008. Adjuntamos las previsiones de SCH sobre los niveles de tipos en EEUU<sup>1</sup>:

Cuadro 2.- Escenarios para la FED

Fecha	Nivel tipos
20 enero	4.25%
29/30 enero	4.00%
18 marzo	4.00%
29/30 abril	3.75%
Resto 2008	3.75%

Fuente: SCH

### **Eurozona**

La situación en la Eurozona también es bastante delicada. El ciclo alcista se va debilitando, con los indicadores adelantados, como índices de confianza o índices directores de compras, recogiendo una inflexión a la baja. Además, la Eurozona tiene que digerir el impacto contractivo de la subida de los precios del petróleo y otras materias primas, de la desaceleración económica de EEUU y la depreciación del dólar. A todo esto hay que añadir el tensionamiento de las condiciones del crédito a los particulares y a las empresas, con el efecto contractivo que puede acarrear para la economía.

También la inflación ha empezado a acelerarse y amenaza con situarse en niveles cercanos al 3%, y los riesgos al alza se acumulan con los incrementos de los precios del petróleo y de los alimentos, que también se va a acelerar en Europa ya que todas las grandes compañías productoras y de distribución del sector han venido comunicando en las últimas semanas la

<sup>1</sup> Por supuesto, las decisiones adoptadas por la Fed en fechas posteriores al cierre de este Informe convierten en completamente obsoletas estas previsiones (Nota de Coordinación OCEI)

inmediata aplicación de subidas de precios al no poder absorber sus márgenes el incremento de los precios internacionales de las materias primas (hay que recordar que el peso de los alimentos en el IPC es del 17%).

Así pues, el BCE se encuentra ante una difícil situación, con una desaceleración de la actividad y una aceleración de la inflación, que puede paralizar su acción durante el 2008. De hecho, los analistas del SCH esperan que los tipos se mantengan estables en el 4% durante todo el año.

### **ANÁLISIS SECTORIAL**

Vamos a realizar un análisis de los diferentes sectores que están presentes en el mercado de crédito, con especial atención al bancario, que se sitúa en el epicentro del terremoto financiero al que estamos asistiendo.

#### **Instituciones Financieras**

Dada la situación actual de los mercados, se trata, sin duda, del sector más relevante, puesto que la crisis crediticia que estamos atravesando tiene su origen en él, con las consecuencias que esto puede conllevar para el resto de los sectores y la economía en general.

Aunque se ha hablado mucho sobre la crisis de las denominadas hipotecas subprime americanas vamos a hacer un breve resumen de qué es exactamente el mercado subprime.

Los créditos subprime son préstamos concedidos a clientes de bajo perfil crediticio (falta de historial crediticio documentado, poca estabilidad laboral, defaults en el pasado, etc.) con Loan-To-Values (ltv es el valor del préstamo concedido sobre el valor de tasación del mismo) altos (94% de media en 2006 y 200.000 dólares en valores absolutos).

En total, el segmento de los *préstamos non prime* americanos incluyendo los Alt-A (a medias entre prime y subprime) asciende al 25% del crédito hipotecario americano.

En los últimos años, este tipo de hipotecas ha tenido un gran desarrollo al calor de la subida de los precios de la vivienda y de una fiscalidad más favorable que la de los préstamos al consumo (deducción fiscal de los intereses hipotecarios cuando el préstamo financia una primera vivienda o es un *home equity loan*<sup>2</sup>). En 2006, del total de la producción del mercado hipotecario americano un 35% fueron non-prime.

La desaceleración del crecimiento en el precio de la vivienda y su posterior caída, unidas a las subidas en los tipos de interés, han provocado un aumento de la morosidad hasta niveles máximos de los últimos 4 años en el sector subprime (14.82% en 2T07) provocando el cierre o la quiebra de muchas entidades, como Fremont General, New Century, American Home Mortgage Investment, etc...

Además, desde finales de 2005 la producción de hipotecas ha sido impulsada en gran medida por los originadores, que ante la desaceleración de la demanda de crédito optaron por una relajación de los criterios de concesión de préstamos y una bajada de los márgenes para generar más negocio a pesar de incrementar el riesgo de impago.

Vamos a repasar todas las formas en la que los bancos están expuestos al

---

<sup>2</sup> Que suele ser refinanciación de una hipoteca ya existente para, aprovechando la subida del precio de la vivienda, poder ampliar el importe original del préstamo con diversos fines, incluido el consumo.

mercado subprime y citaremos algunos de los hitos más relevantes y que nos hicieron tomar conciencia del contagio de la crisis desde EEUU a Europa.

Respecto a la primera cuestión hay que tener en cuenta que la actividad de los bancos de inversión en el mercado subprime incluye:

- Originación: sólo en algunos casos, como el de Morgan Stanley
- Titulización
- Participaciones en los tramos subordinados de las titulaciones que se quedan en el balance de los bancos.
- *Whole loans*, préstamos pendientes de venta o de titulización.
- *Warehouse lending*, crédito concedido a entidades especializadas en el segmento subprime.
- Además, los brokers americanos han incrementado mucho su participación en este mercado vía adquisiciones, como Morgan Stanley con Saxon Capital, Merrill Lynch con First Franklin o Bear Stearns con Encore Credit.

Indirectamente los bancos están expuestos al mercado subprime a través:

- Productos estructurados de inversión, como CDOs
- SIVs o Conduits ABCP, son vehículos a los que patrocinan y gestionan y con los que comprometen líneas de liquidez.

Con todos estos factores de contagio no es difícil entender que la crisis del subprime americana se trasladara

rápidamente a los bancos europeos. Algunos de los acontecimientos claves en la llegada de la crisis a Europa fueron:

- Cierre del fondo de UBS, Dillon Read Capital Management
- *Profit warning* del banco alemán de pymes IKB, que tuvo que ser rescatado por la agencia estatal KfW
- Decisión de BNP de congelar tres fondos de ABS ante "la completa ausencia de liquidez" que hizo imposible valorar los activos. Esto se produjo poco después de que Bear Stearns, segundo mayor colocador de bonos en EEUU y el mayor broker de hedge funds anunciara importantes pérdidas en dos de sus fondos inversores en crédito estructurado.

Veamos, a continuación, cuál es la situación de los bancos de los diferentes países europeos.

Los bancos alemanes han sido los más castigados, y destacan WestLB, Sachsen e IKB que con exposición indirecta alta al mercado subprime han tenido grandes problemas de liquidez. Los tres bancos, que están participados por el Estado alemán, se encuentran en la actualidad en proceso de venta.

A esto hay que añadir las declaraciones de Commerzbank en septiembre de 2007, en las que decía que podría revisar al alza sus provisiones por descenso en la valoración de sus activos vinculados al subprime o el *profit warning* de su filial Eurohypo. Además, los *landesbank* han acumulado unas importantes carteras de inversión en sus balances en un contexto de gran liquidez de mercado; por ejemplo, a

finales de 2007 LBBW, el landesbank con mejor calidad crediticia, que será el que compre Sachsen, anunció unas depreciaciones de activos en el 3T07 por valor de 800 millones de euros.

En cualquier caso, el mayor riesgo sigue concentrado en Deutsche Bank, que realizó una reducción del valor de sus activos vinculados a subprime de 2.200 millones de euros. Por su parte Dresdner es el más expuesto a SIVs y conduits (vehículos que invierten en ABS a largo plazo financiándose en el mercado de corto plazo vía ABCP que son pagarés cuyo colateral son ABS).

Cuadro 3.- Bancos alemanes y subprime

	DB	Commerz.	Dresdner
Expos. activos subprime	1.000	1.254	19.110
Expos. LBOs	41.400	nd	5.000
Expos. SIVs	26.176	nd	102.745
Depreciacion activos	2.163	291	641

Fuente: Bancos referidos; millones de euros

Los bancos franceses también se han visto afectados, ya que, dado su volumen en banca corporativa y de inversión, tienen riesgo de crédito (préstamos a originadores y refinanciación de carteras hipotecarias), de mercado (RMBS y CDOs) y en algunos casos de liquidez (conduits).

Vemos en la siguiente tabla las cifras facilitadas por los propios bancos al mercado:

Cuadro 4.- Bancos franceses y subprime

	BNP	SG	Calyon	Natixis
Expos. Activos subprime	779	5.375	5.300	1.501
Expos. LBOs	3.700	1.400	4.400	5.400
Expos. SIVs	9.600	23.100	18.000	6.000
Depreciacion activos	186	328	850	407

Fuente: Bancos referidos; millones de euros

Por lo que a los bancos italianos se refiere, han reducido su exposición al mercado americano en los últimos años, concentrándose en el crecimiento de sus negocios domésticos. En general y con la excepción de los grandes nombres, la exposición a clientes corporativos extranjeros es limitada. Además, hay pocas entidades italianas proveedoras de liquidez a los conduits.

Cuadro 5.- Bancos italianos y subprime

	Unicredito	Intesa Sanpaolo
Expos. Activos subprime	246	11
Expos. LBOs	5.000	n.d.
Expos. SIVs	10.300	1.500
Depreciacion activos	272	54

Fuente: Bancos referidos; millones de euros

Los bancos ingleses actúan en banca mayorista y de inversión y, con la excepción de Lloyds, operan además en el mercado minorista americano, como por ejemplo RBS a través de Citizens o HSBC a través de HSBC Finance y HSBC Bank USA. Por estos motivos y porque, a excepción de HSBC, fueron los últimos en explicar su exposición al mercado subprime, los bancos ingleses han sido objeto de numerosos rumores en los últimos meses, que han presionado sus spreads al alza.

Cuadro 6.- Bancos ingleses y subprime

	BARC.	RBS	HBOS	HSBC
Expos. Activos subprime	14.529	nd	210	nd
Expos. LBOs	10.198	nd	nd	nd
Expos. SIVs	978	nd	nd	50.000
Depreciacion activos	1.816	nd	25.147	1.150

Fuente: Bancos referidos; millones de euros

Mención especial merece el caso de Northern Rock y es que lo que ha pasado con este banco británico no tiene ninguna vinculación con la calidad de los activos. Se trata de la cuarta

entidad hipotecaria británica, y tuvo que acudir al Banco de Inglaterra (BoE) en busca de financiación de emergencia ante los problemas de liquidez derivados de su alta dependencia de los mercados mayoristas (75% de sus fuentes de financiación), especialmente del mercado de titulizaciones, cerrado después de las fuertes ampliaciones vividas en verano. Hasta ahora, Northern Rock ha recibido casi 30.000 millones de libras de financiación del BoE, que además ha garantizado sus depósitos y deuda mayorista no colateralizada.

Los bancos suizos, por su perfil mayorista con fuerte penetración en banca corporativa y de inversión también han estado muy expuestos al mercado subprime. Este tipo de banca genera el 31% de los ingresos consolidados de Credit Suisse y el 46% de UBS.

Cuadro 7.- Bancos suizos y subprime

	UBS	Credit Suisse
Expos. Activos subprime	26.470	2.183
Expos. LBOs	8.869	nd
Expos. SIVs	nd	5.787
Depreciacion activos	2.140	1.345

Fuente: Bancos referidos; millones de euros

En lo que a los bancos portugueses se refiere, tienen una exposición mínima al subprime americano, puesto que se trata de entidades de sesgo minorista y financiadas mayoritariamente vía depósitos. Además, no tienen exposición a conduits ABCP ni al mercado de LBOs.

Los bancos holandeses sí tienen exposición a subprime. Directamente, sólo ABN Amro; ING está expuesto indirectamente vía su cartera de ABS y Rabobank también de forma indirecta a través de Conduits.

Cuadro 8.- Bancos holandeses y subprime

	ABN	ING	Rabobank
Expos. activos subprime	nd	3.100	nd
Expos. LBOs	nd	2.400	nd
Expos. SIVs	56.538	nd	30.244
Depreciacion activos	nd	61	nd

Fuente: Bancos referidos, millones de euros

A continuación vamos a analizar con un poco más de detalle el mercado español y las instituciones financieras que en él operan.

Los bancos y cajas españoles han sufrido importantes ampliaciones en sus spreads, pero en este caso no se debe a exposición al subprime sino a algunas preocupaciones de los inversores sobre determinadas aspectos como:

- El posible aterrizaje brusco del mercado inmobiliario español. En este sentido, la mayoría de expertos del sector opina que lo normal sería que siguiéramos viendo un aterrizaje suave del mismo basado en un sostenido crecimiento de la creación de hogares, perspectivas de recuperación de la demanda extranjera, tipos de interés todavía bajos, unas perspectivas de crecimiento económico razonables (al menos 2.4% en 2008) y un deterioro controlado del desempleo, factores que deberían sostener la demanda de vivienda en nuestro país.

- La fuerte dependencia de bancos y cajas del crédito promotor. Es cierto que en los últimos años bancos y cajas han aumentado su exposición a este sector y en la actualidad estos créditos ascienden a 50.000 millones de euros, lo que supone el 17% de la cartera crediticia de las entidades financieras españolas. En este apartado hay que destacar que las entidades están haciendo en los últimos trimestres esfuerzos por diversificar sus carteras

de activos, impulsando créditos a empresas frente al mercado inmobiliario.

- El deterioro en la calidad de los activos de las entidades españolas. Hay que enfatizar este apartado, ya que los niveles de morosidad en España continúan en mínimos históricos (0.8% la morosidad total del crédito al sector privado, 0.5% la hipotecaria y por debajo del 0.5% la del crédito promotor) y que nos encontramos a la cabeza del mundo en este tipo de cifras, al igual que en las ratios de cobertura de la mora, donde las provisiones ascienden al 324% de los préstamos morosos.

- Los potenciales problemas de liquidez, como consecuencia del incremento de la financiación mayorista. Después de lo ocurrido con Northern Rock, las comparaciones entre las entidades españolas y las británicas no se hicieron esperar. Sin embargo, hay diferencias muy importantes entre las mismas, como la mayor diversificación de las entidades españolas tanto por el lado del activo como por el de fuentes de financiación. Además, las instituciones españolas tienen canales de distribución mucho mayores que Northern Rock (de hecho España es líder mundial con más de 1.000 oficinas por millón de habitantes) y cuotas de mercado en ahorro muy superiores, con depósitos a clientes y otros productos fuera de balance como fondos de inversión. Así pues, podemos afirmar que la banca española es minorista con una base estable de depósitos.

Cuadro 9.- Entidades españolas vs Northern Rock

Bancos	Cuota mdo ahorro	Financ. Mayorista	Oficinas
N. Rock	Nd	75.2%	72
BBVA	11.4%	50.9%	7.526
Popular	3.2%	55.2%	2.453
Sabadell	3.4%	51.6%	1.196
Bankinter	1.9%	56%	342
Pastor	1%	37.7%	626
La Caixa	10.8%	2%	5.186
C. Madrid	3.6%	15%	1.940

Fuente: Bancos referidos

En definitiva, podemos afirmar que los bancos y cajas españolas gozan, en general, de una fuerte posición financiera, siendo líderes en eficiencia (lo que les permitiría absorber potenciales caídas de ingresos), calidad de los activos (sus elevadas provisiones sirven de protección a los resultados) y rentabilidad (podrían hacer frente de forma orgánica a necesidades futuras de capital). Además, tienen amplias redes de distribución y fuertes bases de depósitos que garantizan la estabilidad en los niveles de liquidez.

En definitiva, podemos afirmar que el sector financiero continuará liderando los movimientos de los mercados de crédito en 2008, aunque lo cierto es que los bancos se enfrentan a un entorno muy complicado y muy diferente al que hemos conocido en la última década. En este sentido sería lógico esperar un cierto deterioro de los fundamentales:

- La tasa de crecimiento de beneficios será más moderada por:

- desaceleración en el crecimiento de algunos activos, como los préstamos hipotecarios de España, UK e Italia.
- Endurecimiento de las condiciones de financiación a hogares y empresas.

- Subida en los costes de crédito (provisiones por morosidad, nuevas rebajas en la valoración de activos) y financiación (acceso a algunos mercados mayoristas sigue cerrado).
  - La eficiencia volverá a ser un factor clave, ya que se procurará compensar la desaceleración de ingresos y el crecimiento de las provisiones con importantes recortes de costes operativos.
  - Sería lógico asistir a una pérdida de calidad de los activos consecuencia del menor crecimiento económico previsto y del endurecimiento de las condiciones de los préstamos que supondrá un incremento en la morosidad, aunque hay que matizar que partimos de niveles medios de morosidad muy bajos y elevadas ratios de coberturas.
  - Aunque los niveles de solvencia son adecuados para el 2008, las ratios de Tier 1 podrían verse debilitados por las depreciaciones de activos, el incremento de las provisiones y por el crecimiento de los activos ponderados por riesgo por el mantenimiento y consolidación en balance de LBOs y líneas de liquidez, activos de conduits y SIVs.
  - Por último, es muy probable que sigamos viendo algunas tensiones de liquidez en los bancos más dependientes de la financiación mayorista, que continúa inaccesible para el mercado español.
- Otro aspecto que podría ser protagonista en 2008 en el sector bancario es la actividad corporativa. Por un lado, podríamos asistir a operaciones de rescate, en las que pequeñas entidades serían absorbidas por otras más grandes. Además, tras la compra de ABN Amro por el consorcio

RBS-SCH-Fortis, las operaciones de compra se amplían hasta tal punto que una capitalización bursátil de 60.000 millones de euros no garantiza la independencia.

En términos de spreads, 2008 puede empezar con nuevas ampliaciones mientras duren las tensiones de liquidez y las "confesiones" de los bancos. Las pérdidas en valor de los activos vinculados al subprime suman hasta el momento 58.500 millones de dólares y fuentes como la OCDE la estiman entre 200.000 y 300.000 millones de dólares.

En este sentido, los bancos americanos ofrecen una mayor incertidumbre. En noviembre de 2007 entró en vigor la normativa FAS157, que obliga a las entidades americanas a clasificar sus activos en tres niveles según la metodología de valoración aplicable (nivel 1 a precios de mercado, nivel 2 en base a inputs observables y nivel 3 por modelos internos, a falta de inputs observables y mercados líquidos).

En el siguiente cuadro vemos la cantidad de activos que tienen los bancos en nivel 3 y vemos los altos porcentajes que sobre los recursos propios de las entidades representan:

**Cuadro 10.- Clasificación activos bcos EEUU**

Bancos	Nivel 3 (mill)	% nivel 3 sobre activos	% nivel 3 sobre RRPP
BSC	20.000	5.1%	156%
GS	72.000	6.9%	184%
LEH	35.000	5.3%	160%
MER	27.000	2.5%	70%
MS	88.000	7.4%	250%
BAC	22.000	1.4%	16%
C	135.000	5.7%	106%
JP	38.000	2.6%	32%

Fuente: Compañías

### Corporates

En general, los corporates se han comportado mucho mejor que los

financieros durante el 2007 debido a que la crisis se ha centrado en el sector bancario y los corporates han actuado como refugio, en especial sectores como las telecomunicaciones. Es muy probable que mientras la situación del sistema financiero siga delicada los corporates sigan con una evolución relativa favorable contra los bancos pero esto no puede durar eternamente. Los bancos no pueden cotizar durante mucho tiempo peor que las empresas, puesto que en ese caso su negocio carecería de sentido. ¿Para qué le voy a prestar a una empresa, si mi coste de financiación es mayor que el diferencial que le aplico? Por este motivo parecen haber dos posibles caminos: si los bancos se recuperan en los próximos meses, sus spreads tendrán estrechamientos importantes que los situarán por debajo de los corporales; por el contrario, si las cosas persisten tan negras como hasta el momento serán las empresas las que se verán sin financiación para su crecimiento y con una economía en recesión que afectará negativamente a sus resultados, por lo que sus spreads aumentarán hasta situarse por encima de los bancarios.

### **Telecomunicaciones**

Es un sector atractivo para el 2008, por estar altamente regulado y tener una gran capacidad de generación de caja. Las características defensivas del sector lo hacen atractivo en un mercado tan difícil y volátil como el que tenemos actualmente. Otra de las cosas que da soporte al sector es la drástica reducción del riesgo de compras apalancadas, la menor capacidad de los bancos para vender vía CLOs las grandes posiciones de crédito y la mayor dificultad de las compañías de menor calidad crediticia para acceder al mercado de capitales se ha traducido

en grandes problemas para las compañías de capital-riesgo, que hasta ahora tenían en los costes reducidos de financiación una de las claves de su negocio.

En lo referente al entorno operativo, las empresas tratan de minimizar el declive de los servicios de voz tradicionales en sus mercados locales, con medidas de reducción de costes y con un modelo de negocio basado en servicios de valor añadido (ADSL, TV...). La otra parte de la estrategia es la diversificación geográfica hacia mercados emergentes.

Las principales amenazas para la calidad crediticia del sector son las políticas de crecimiento internacional (100% financiadas hasta ahora vía deuda) y el riesgo de potenciales mejoras en las políticas de dividendos. Sin embargo, el proceso de deterioro crediticio del sector parece haber llegado a su fin, puesto que el consenso es que con ratios de deuda neta / Ebitda de 2 o 3 y ratings en BBB+ se optimiza la estructura del balance y se garantiza el acceso al mercado de capitales. Además, las compañías optaron por una flexibilización de sus objetivos de crédito en un contexto de costes de financiación en mínimos y elevada liquidez, pero todas esas circunstancias han quedado atrás.

Por último, la oferta de papel tampoco será un factor que afecte negativamente al sector. En este aspecto, el principal foco de tensión era la dependencia de Telefónica de los mercados de capitales tras la adquisición de O2 pero eso ya ha quedado atrás y en el último año ha conseguido alargar el vencimiento medio de su deuda en dos años, hasta los siete.

Además, debido a la diversificación de las fuentes de financiación del sector en 2007, el 80% de los vencimientos fueron en euros y sólo el 60% de las nuevas emisiones fueron en esta divisa.

Cuadro 11.- Ratings Sector telecomunicaciones

Empresa	2005	2006	2007
BT	Baa1/A-	Baa1/BBB+	Baa1/BBB+
DT	A3/A-	A3/A-	A3/A-
FT	A3/A-	A3/A-	A3/A-
PT	A3/A-	Baa2/BBB-	Baa2/BBB-
KPN	Baa1/A-	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+
TI	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+
TEF	Baa1/A-	Baa1/BBB+	Baa1/BBB+
VOD	A2/A+	A3/A-	Baa1/A-

Fuente: Elaboración propia

### Utilities y Energía

A pesar de su carácter defensivo, el 2007 no ha sido un gran año para el sector, debido principalmente a la actividad corporativa, pero parece que 2008 sí puede ser un año positivo para estas empresas.

Desde el punto de vista fundamental, el elevado precio de las materias primas se traducirá en fuerte crecimiento operativo, de generación de caja y en unos mayores márgenes brutos. Además, sería lógico esperar que la actividad corporativa se tomara un respiro a favor del crecimiento orgánico y la consolidación durante el 2008, debido no sólo a las grandes dificultades políticas y regulatorias sino también a que la financiación de las operaciones será mucho más compleja debido a la crisis en el sistema bancario.

En este sentido, hay que apuntar que, aunque ninguna eléctrica dejará de mirar las oportunidades de tamaño mediano en Europa del Este y Rusia, en general la apuesta es por el crecimiento orgánico, lo que es positivo para los ratings, ya que el sector cuenta con

gran flexibilidad para mantener sus ratings gracias a la fuerte generación de caja esperada en el actual entorno de precios. Prueba de ello son los mensajes explícitos de compañías como Eon, RWE, Enel o Iberdrola confirmando el mantenimiento de su rating como objetivo de la empresa.

Cuadro 12.- Ratings Sector Utilities

Empresa	2005	2006	2007
EDF	Aa1/AA-	Aa1/AA-	Aa1/AA-
EDP	A2/A-	A2/A	A2/A-
EnBw	A3/A-	A2/A-	A2/A-
Edison	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+
Enel	Aa3/A+	Aa3/A+	A1/A-
Endesa	A3/A	A3/A	A3/A-
EON	Aa3/AA-	Aa3/AA-	A2/A
Iberdrola	A2/A+	A2/A+	A2/A-
G.Natural	A2/A+	A2/A+	A2/A+
REE	A2/AA-	A2/AA-	A2/AA-
Repsol	Baa1/BBB+	Baa1/BBB	Baa1/BBB
RWE	A1/A+	A1/A+	A1/A+
Suez	A2/A-	A2/A-	A2/A-
U.Fenosa	Baa2/BBB+	Baa2/BBB+	Baa1/BBB+
Veolia	A3/BBB+	A3/BBB+	A3/BBB+

Fuente: Elaboración propia

### Autos

Sigue siendo un sector sometido a una intensa presión, en el que a la debilidad de la industria hay que añadir ahora un entorno económico muy complejo con una evidente ralentización económica, precios de las materias primas en máximos y, para los fabricantes europeos, dólar en mínimos históricos.

A todos estos inconvenientes se unen en EEUU los problemas de las financieras y la creciente morosidad hipotecaria. En el caso de GMAC ya es evidente por la exposición a su filial inmobiliaria Rescap, que presentó pérdidas de 2.300 millones de dólares en 3T07. También hay que tener en cuenta que la principal fuente de financiación de estas financieras era el mercado de ABS, que continúa prácticamente cerrado.

Por todo esto, el sector autos continúa siendo muy delicado y las perspectivas para el 2008 no son muy buenas.

Cuadro 13.- Rating sector Automóviles

Empresa	Rating 2005	Rating 2006	Rating 2007
GM	Ba1/BB	B1/B	Ba2/BB+
Ford	Baa3/BB-	Ba1/BB	B1/B
DCX	A3/BBB	Baa1/BBB	A3/BBB+
PSA	A2/A-	A2/A-	Baa1/BBB+
Renault	Baa1/BBB+	Baa1/BBB+	Baa1/BBB+
VW	A3/A-	A3/A-	A3/A-
BMW	A1/A+	A1/A+	A1/A+

Fuente: Elaboración propia

### Retail

En 2007 el riesgo de compras apalancadas ha sido un factor clave para la evolución de los spreads del sector. En 2008 las claves pueden estar en las compras apalancadas y en las opciones de monetizar el valor de los activos inmobiliarios por parte de las empresas.

Este año hemos visto compras apalancadas de empresas cotizadas en bolsa y con elevado free-float por lo que la sombra del capital-riesgo es latente en el sector. El mercado podría aplicar una prima de riesgo superior al sector de manera estructural por este motivo.

Detrás de la mayoría de los rumores de compra apalancada está la monetización de los activos inmobiliarios en propiedad, y es que las principales compañías del sector tienen la propiedad de los mismos, lo que les da mayor flexibilidad a la hora de realizar reformas y ampliaciones en las superficies de ventas. Con la revalorización que hemos tenido en los últimos años en el mercado inmobiliario, en muchos casos la valoración de estos activos supone un porcentaje elevado de la capitalización bursátil. Esto ofrece una alternativa de

financiación muy atractiva en casos de compras apalancadas a través de operaciones de *sale and lease-back*.

Así pues, la revalorización del mercado inmobiliario y la elevada proporción de activos en propiedad hacen que el sector pueda seguir siendo objeto de atención por parte del capital-riesgo, aunque también hay que tener en cuenta que con la crisis de crédito estamos asistiendo a un importante drenaje de liquidez que supone un duro revés para las empresas de capital-riesgo.

Cuadro 14.- Ratings sector Retail

Empresa	Rating 2005	Rating 2006	Rating 2007
LVMH	BBB+	BBB+	A-
Carrefour	A1/A+	A2/A	A2/A
Casino	BBB-	BBB-	BBB-
M & S	Baa2/BBB	Baa2/BBB	Baa2/BBB
Metro	Baa2/BBB	Baa2/BBB	Baa2/BBB+
PPR	BBB-	BBB-	BBB-
Kingfisher	Baa2/BBB	Baa3/BBB	Baa3/BBB-
Tesco	A1/A+	A1/A+	A1/A+

Fuente: Elaboración propia

### CONCLUSIONES

Desde finales de la crisis crediticia y bursátil de las empresas tecnológicas a principios de la década habíamos asistido a continuos estrechamientos de los spreads que vinieron acompañados de la creación de multitud de instrumentos de ingeniería financiera que permitían a los bancos sacar sus posiciones de riesgo de balance, vendiéndolas en mercado y al mismo tiempo obtener financiación para realimentar el proceso (nos referimos a todo el crédito estructurado que ha tenido un desarrollo espectacular en los últimos años). Al mismo tiempo las empresas, con cierta independencia de sector y rating, podían financiarse en los mercados de capitales a unos niveles muy asequibles y esto les

permitía seguir creciendo con políticas agresivas de inversión.

Sin embargo, 2007 ha supuesto la ruptura de esta tendencia. El detonante ha sido la crisis de las hipotecas de alto riesgo americanas, con un claro deterioro de la calidad de los subyacentes y que se ha trasladado rápidamente al resto del universo crediticio a través de los mecanismos que comentábamos anteriormente y que hasta este momento habían contribuido decisivamente a un ciclo crediticio de extraordinarios estrechamientos de los diferenciales.

Por lo tanto, los mismos instrumentos que permitieron alcanzar los mínimos históricos en spreads han sido los multiplicadores de los efectos de esta crisis del mercado de crédito.

Otro de los aspectos a tener en cuenta es que el sector más afectado por la crisis es el bancario. Esto, además de suponer una novedad, siembra grandes dudas en el resto de las empresas y de la economía en general puesto que, a pesar de que hasta el momento los corporates se han comportado mejor que los bancos, parece lógico pensar que si el sector bancario no se recupera acabará por arrastrar al resto de la economía por una restricción y encarecimiento del crédito que estrangularía la situación de empresas y particulares.

Así pues, nos encontramos ante un 2008 plagado de incertidumbres con la crisis del crédito todavía en pleno apogeo y con un claro efecto de desconfianza por parte de los agentes, que ha derivado en una crisis de liquidez (los bancos no se prestan dinero más allá de 3 meses entre ellos porque no se fían unos de otros por las posibles inversiones de perfil arriesgado

que tengan en sus balances). Además, los fundamentales económicos son bastante débiles, especialmente en EEUU, donde la recesión es una de las palabras más citadas en los últimos meses.

Alejandro Garcia Carrasco  
Valencia 23/1/08