

# Observatorio Económico

## EEUU

### Crece la expansión no financiera Una debilitada perspectiva financiera afecta al crecimiento total de los bonos

21 de septiembre de 2011  
Análisis Económico

EEUU  
Kim Fraser  
kim.fraser@bbvacompass.com

- Los datos revisados acentúan la bajada en la emisión de bonos financieros
- Las condiciones monetarias continúan fomentando el crecimiento de los bonos corporativos no financieros
- Recuperación global más lenta de lo previsto pesará sobre los bonos extranjeros

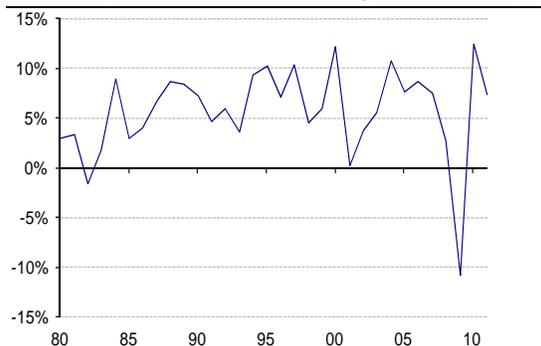
#### Perspectivas para 2011

Los datos más recientes del informe de flujo de fondos de la Fed indican que el crecimiento total de los bonos en el segundo trimestre de 2011 fue de 10.14 billones de dólares, lo que significa un retroceso de 0.8% a/a (BBVA: -1.0% a/a). El mercado de bonos ha sufrido para recobrar su impulso desde la recesión, sobre todo a causa de los bonos de empresas financieras que bajaron más de 10% a/a durante seis semestres consecutivos. Las revisiones de los datos del crecimiento real del PIB del primer trimestre (de 1.9% a 0.4%) influyeron negativamente en nuestras previsiones para los bonos financieros, sugiriendo que la recesión era más grave de lo que se creía. Sin embargo, seguimos creyendo que la emisión de bonos financieros irá mejorando paulatinamente y se aproximará al crecimiento anual positivo en el 1T13.

A pesar de la tensión en el sector financiero, la expansión de los bonos corporativos no financieros sigue siendo un importante soporte de la emisión general de bonos. El crecimiento no financiero presentó una aceleración de 8.5% a/a (BBVA: 8.4% a/a) en el segundo trimestre, y con el compromiso de la Fed de mantener las tasas de interés hasta mediados de 2013, hemos revisado nuestros pronósticos al alza. Seguimos creyendo que el crecimiento de los bonos no financieros se desacelerará poco a poco, en previsión de los aumentos de las tasas por parte de la Fed durante el 2013.

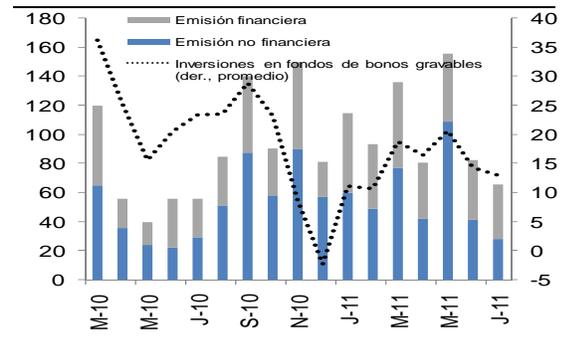
Los datos, revisados al alza, de la Reserva Federal sobre los bonos extranjeros en circulación de los trimestres pasados repercuten en nuestras previsiones a corto plazo. En el segundo trimestre de 2011, los fondos extranjeros crecieron más de lo previsto, 6.9% a/a (BBVA: 2.6% a/a), llegando a la tasa de crecimiento revisada del último trimestre y a menos de un tercio de las tasas de finales de 2009 y principios de 2010. La actividad económica global sigue su recesión (Gráfica 1), y las crisis de endeudamiento de Europa y EEUU no terminan de resolverse, por lo que esperamos que el crecimiento de bonos extranjeros se desacelere a finales del 2011. Nuestras previsiones sugieren que la aceleración empezará en el 2012; sin embargo, no esperamos un incremento de bonos extranjeros de dos dígitos hasta el primer trimestre de 2015, con retraso respecto a nuestras primeras previsiones, que lo situaban en el tercer trimestre de 2012.

Gráfica 1  
Volumen de contratación mundial, variación % a/a



Fuente: FMI

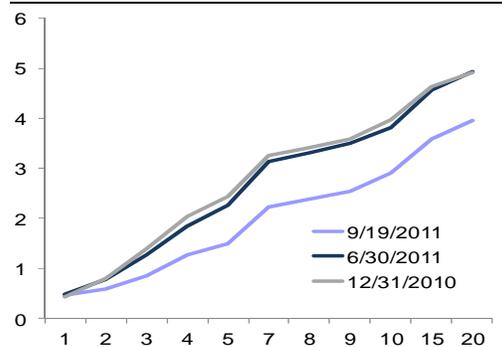
Gráfica 2  
Oferta y demanda de bonos corporativos  
miles de millones de USD



Fuente: Haver Analytics

La inversión promedio en fondos de bonos gravables se ha mantenido relativamente estable a lo largo del 2011 (Gráfica 2), aunque es claramente inferior al pico del 2010. A medida que el Congreso y la administración Obama perfilan su estrategia de restructuración fiscal (reduciendo el gasto gubernamental y/o aplicando reformas tributarias), podríamos ver un cambio significativo en esta tendencia. Además, una tercera ronda de estímulo monetario podría tener un impacto en la inversión promedio en fondos de bonos gravables similar a los resultados de la segunda ronda de finales del 2010.

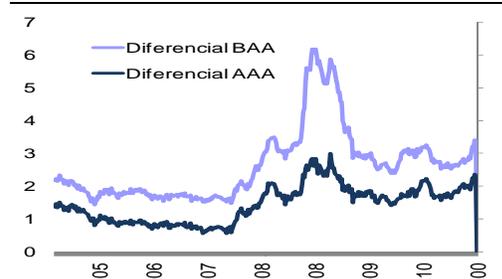
Gráfica 3  
**Curva de rendimiento industrial AAA de empresas en EEUU**



Fuente: Bloomberg

La perspectiva para la curva de rendimiento corporativo en EEUU depende de las medidas de la Reserva Federal, las expectativas de la fuerza de la recuperación económica y las actitudes de cara a la inflación futura. La Fed se ha comprometido a mantener las tasas de interés bajas hasta mediados de 2013, y las previsiones de inflación permanecen estables. Sin embargo, esperamos que la Fed pueda implementar políticas adicionales de flexibilización económica o ajustar su balance general para influenciar en el rendimiento a largo plazo. En última instancia, las medidas de la Fed podrían suponer un factor de riesgo para nuestras previsiones, puesto que las tasas bajas a largo plazo hacen que los bonos no financieros sean más atractivos.

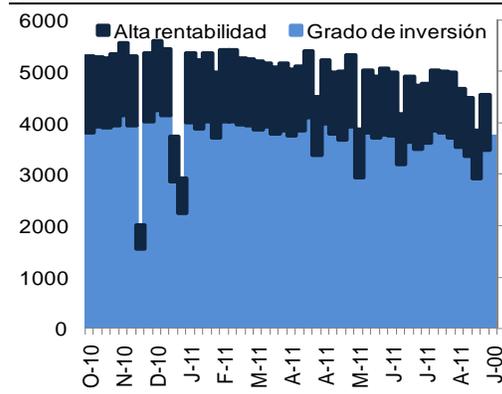
Gráfica 4  
**Diferenciales corporativos sobre valores del Tesoro a 10 años**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Los diferenciales corporativos a mediados de 2011 son ligeramente superiores a los de 2010 y finales de 2009. Los recientes aumentos en diferenciales corporativos pueden ser el reflejo de la inestabilidad fiscal en Europa y EEUU, causa de que los inversionistas no confían en los bonos emitidos por los gobiernos. A pesar del declive prolongado en la actividad global, creemos que los diferenciales corporativos se intensificarán a medida que los gobiernos apliquen medidas contra las crisis de endeudamiento y la recuperación económica se consolide.

Gráfica 5  
**Alto rendimiento semanal y volumen de bonos del grado de inversión**



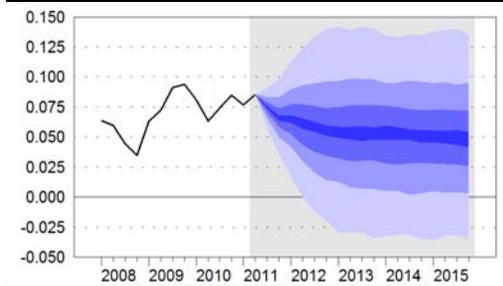
Fuente: TRACE y Bloomberg

Los volúmenes de bonos semanales se han recuperado del declive típico de verano, aunque la tendencia general del último año ha sido a la baja. El mercado de bonos ha sufrido en los últimos meses, debido a la extrema volatilidad que han mostrado los principales índices bursátiles. Además, unos indicadores macroeconómicos desalentadores han agravado la preocupación sobre el panorama futuro de la actividad económica. En general, creemos que el volumen de bonos corporativos seguirá bajando según se aproximan las medidas de la Fed y merma el apetito de los inversionistas por bonos con buena calificación.

**Previsión sobre los bonos corporativos en circulación**

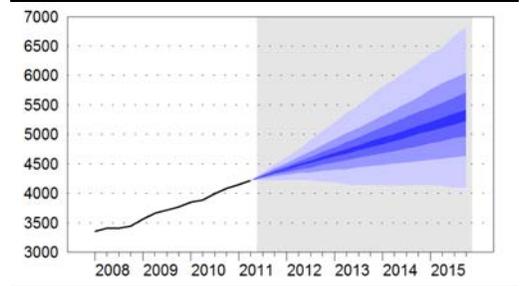
Los últimos datos macroeconómicos y las revisiones de crecimiento del PIB para el primer trimestre sugieren que la recuperación es más lenta de lo previsto, por lo que no es de extrañar que nuestras perspectivas de bonos en circulación también hayan variado a la baja. Los bonos financieros en circulación se vieron afectados por las revisiones de datos, y no esperamos que la emisión evite el desapalancamiento en un futuro próximo. El volumen de bonos extranjeros en circulación ha aumentado ligeramente, pero creemos que las recesiones en la actividad económica seguirán pesando sobre el mercado de bonos, manteniendo el crecimiento de bonos extranjeros en niveles bajos durante los años siguientes. A corto plazo, creemos que el crecimiento de los bonos corporativos no financieros se desacelerará a un ritmo más lento como resultado del anuncio de la Fed de aplazar el primer aumento de tasas hasta 2013.

Gráfica 6  
**Bonos no financieros en circulación, a/a%**



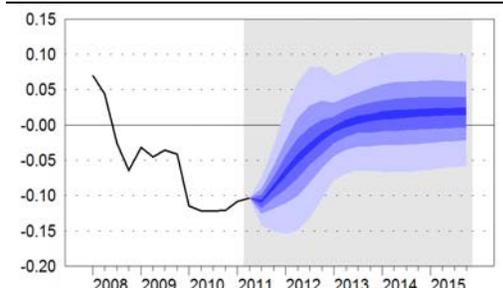
Fuente: BBVA Research

Gráfica 7  
**Bonos no financieros en circulación  
miles de millones de USD reales**



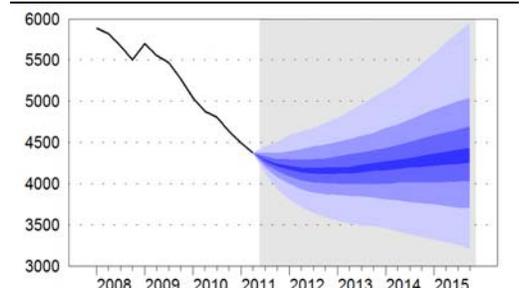
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8  
**Bonos financieros en circulación, a/a%**



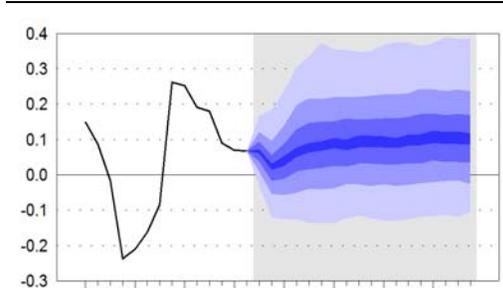
Fuente: BBVA Research

Gráfica 9  
**Bonos financieros en circulación  
miles de millones de USD reales**



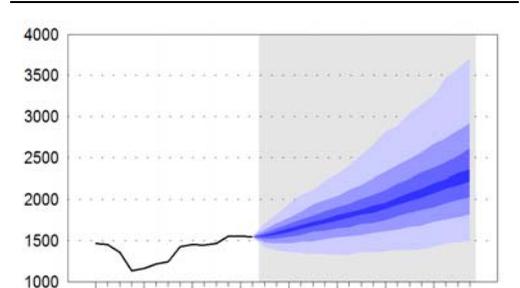
Fuente: BBVA Research

Gráfica 10  
**Bonos extranjeros en circulación, a/a%**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 11  
**Bonos extranjeros en circulación  
miles de millones de USD reales**



Fuente: BBVA Research