

Observatorio Económico

EEUU

20 de diciembre de 2011
Análisis Económico

EEUU
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
Boyd Stacey
boyd.stacey@bbvacompass.com

Mercado de bonos corporativos: problemas La amenaza del contagio europeo frena el crecimiento de los bonos

- Los bonos nominales posteriores a la recesión se estancan en crecimiento cero
- La normalización gradual de los diferenciales depende de los resultados en Europa
- El crecimiento del mercado de bonos no financieros se desacelera a largo plazo

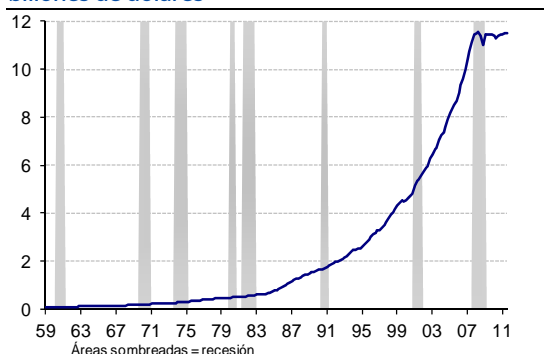
Perspectivas para 2011

La última publicación del Flujo de Fondos de la Reserva Federal indica que los bonos corporativos totales en circulación cayeron 1.2% anual (BBVA: -1.2%) a 10.12 billones de dólares en el 3T11. Los crecientes temores de las repercusiones de la crisis de deuda soberana europea han afectado al préstamo empresarial, que presenta su ritmo más lento en todo el año. En términos nominales, el crecimiento total de los bonos corporativos se ha estancado durante los 4 últimos años (Gráfica 1), un dato preocupante para el mercado de bonos si consideramos los más de 50 años previos de crecimiento continuo. No obstante, los datos de los dos trimestres anteriores se revisaron ligeramente al alza y podrían anticipar una tendencia nominal más positiva para los próximos años. Sorprendentemente, los datos de los bonos de las empresas financieras se revisaron al alza. El sector financiero ha frenado el crecimiento total de los bonos desde la recesión, aunque se han desacelerado las caídas mensuales durante el año pasado. Ahora que la recuperación económica toma impulso y que las consecuencias de la crisis financiera pesan menos sobre el crecimiento, ha mejorado nuestra previsión a mediano plazo para el crecimiento de los bonos financieros. Aunque la crisis europea continuará afectando al sector a corto plazo, esperamos una trayectoria más plana con un crecimiento positivo hacia finales de 2012, suponiendo que se llega a una solución ordenada de los problemas europeos.

Los bonos extranjeros también cayeron en el 3T11 a 1.54 billones de dólares a pesar de las expectativas de un ligero aumento (BBVA: 1.56 billones de dólares). En términos anuales, el crecimiento de los bonos extranjeros fue menor de lo esperado, en gran parte debido a la mayor intensidad de la crisis de la deuda europea. Los datos del cuatro trimestre es probable que se vean aún más afectados por la incertidumbre mundial, aunque preveemos que el crecimiento se acelerará de nuevo en la segunda mitad de 2012, si no empeora la situación.

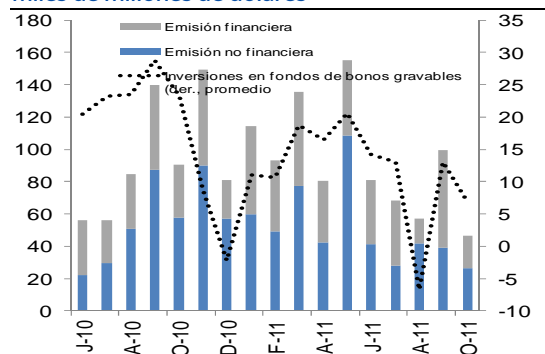
Tal como se esperaba, los bonos corporativos no financieros en circulación continúan creciendo, pero a un ritmo anual más lento (real: 6.7% vs. BBVA: 7.5%). Las condiciones monetarias actuales siguen sustentando el crecimiento no financiero, ya que la Fed continúa manteniendo las tasas y conservando el relativo atractivo de la emisión de bonos. Creemos que el crecimiento real, que se ha desacelerado desde enero de 2011, continuará con esta tendencia.

Gráfica 1
Bonos corporativos y extranjeros nominales
billones de dólares



Fuente: Junta de la Reserva Federal y Haver Analytics

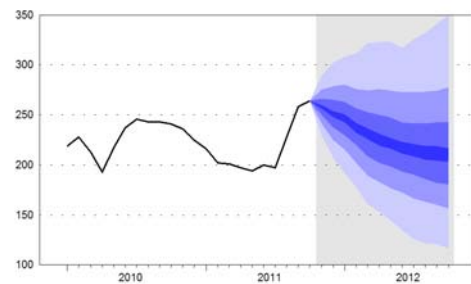
Gráfica 2
Oferta y demanda de bonos corporativos
miles de millones de dólares



Fuente: Junta de la Reserva Federal y Haver Analytics

Las negociaciones sobre el techo de deuda del verano y el agravamiento de los problemas fiscales probablemente contribuyeron a la brusca caída del promedio de inversiones en fondos de bonos gravables en agosto (Gráfica 2). Los niveles se recuperaron cerca del promedio de 2011 en septiembre pero resultan vulnerables a futuros cambios de la política monetaria. Nuevas reformas fiscales y una tercera ronda de flexibilización cuantitativa podrían afectar negativamente a las inversiones en fondos de bonos gravables, aunque estos eventos es más probable que ocurran a mediados de 2012 o más tarde. En general, podríamos asistir a una mayor volatilidad de los flujos en 2012 comparada con la estabilidad observada este año.

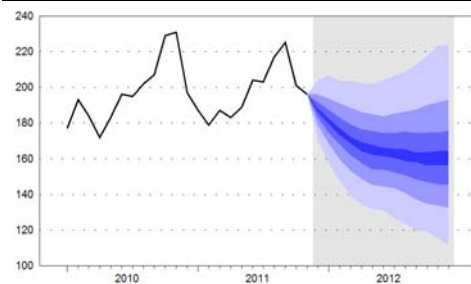
Gráfica 3
Diferencial corporativo BBB



Fuente: Haver, S&P y BBVA Research

Visto el repunte del PIB en el 3T11 y la revisión al alza de las previsiones para el 4T11, es probable que se reduzcan los diferenciales corporativos. Las decisiones de la Fed de modificar la curva de rendimiento también deberían ejercer una presión a la baja sobre los diferenciales, si los inversionistas se decantan por activos de mayor riesgo. No obstante, el riesgo a la baja de los diferenciales BBB se intensificará si la amenaza de impago de la deuda soberana europea hace que una deuda con mayor riesgo no resulte nada atractiva para los mercados.

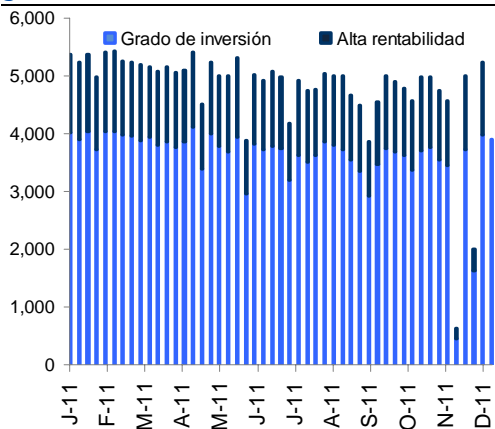
Gráfica 4
Diferencial corporativo AA



Fuente: Bloomberg, Moody's y BBVA Research

El diferencial corporativo industrial con mejor calificación AA muestra menor persistencia procíclica que el diferencial BBB, o en otras palabras, esta deuda es menos proclive a las fluctuaciones de los ciclos económicos. Los precios de los insumos, específicamente los precios del petróleo West Texas (WTI) son el mayor condicionante de los futuros diferenciales. La previsión AA incorpora un incremento relativamente lineal de los precios del petróleo al horizonte de predicción. De este modo, un repunte de los precios del petróleo —por ejemplo, en respuesta a mayores sanciones a Irán— podría mejorar el riesgo a la baja en un horizonte de 12 meses.

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



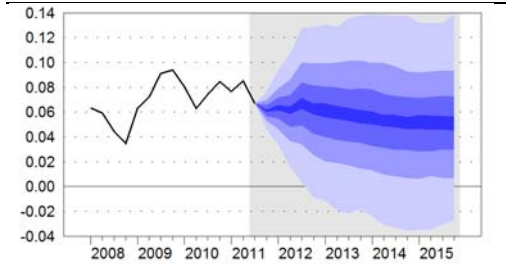
Fuente: TRACE y Bloomberg

Durante los últimos meses, el volumen de los bonos ha caído a uno de los niveles más bajos que se habían visto en casi tres años. El mayor riesgo como consecuencia de la crisis de la deuda europea ha empujado a los inversionistas hacia activos más seguros, a pesar de la mejora macroeconómica general de los Estados Unidos. Desde el 3T09, los préstamos de títulos en general mostraron una tendencia al alza en forma de crédito total sobre valores según se da cuenta en la publicación Z.1 del Flujo de fondos de la Reserva Federal. Si se calman las presiones europeas y aumenta la confianza de los inversionistas, podríamos presenciar un ligero aumento del volumen de los bonos corporativos a lo largo de 2012.

Previsiones sobre los bonos corporativos en circulación

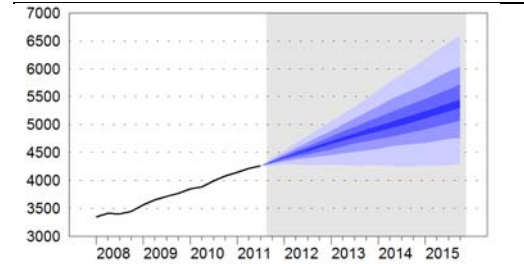
En general, las tendencias previstas para los bonos corporativos totales en circulación siguen siendo similares a las de nuestras estimaciones anteriores. La amenaza del contagio europeo contribuirá probablemente a desacelerar de nuevo el crecimiento de los bonos en el 4T11, pero preveemos que el impacto disminuirá a mediano plazo si no empeoran las condiciones fiscales mundiales. La Fed se ha comprometido a mantener las tasas de interés hasta mediados de 2013, lo que impide que se produzcan cambios significativos en los incentivos para los inversionistas. Mantenemos nuestro pronóstico de un crecimiento estable de los bonos no financieros durante los próximos años, aunque a un ritmo anual más lento a medida que se aproximen las medidas de la Fed. Los bonos financieros en circulación es probable que permanezcan sin cambios ya que la incertidumbre financiera mundial y las presiones regulatorias siguen frenando el crecimiento. Las previsiones para los bonos extranjeros han variado a la baja debido a la mayor intensidad de la crisis europea.

Gráfica 6
Bonos no financieros en circulación
% anual



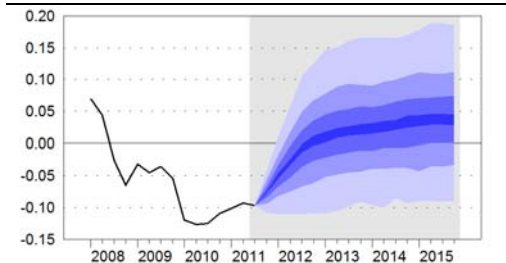
Fuente: BBVA Research

Gráfica 7
Bonos no financieros en circulación
miles de millones de dólares reales



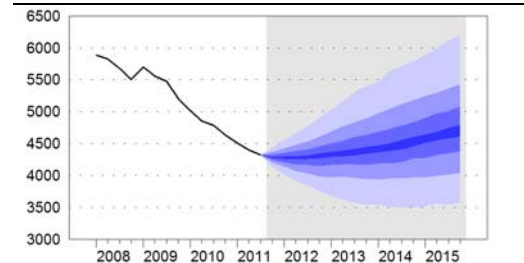
Fuente: BBVA Research

Gráfica 8
Bonos financieros en circulación
% anual



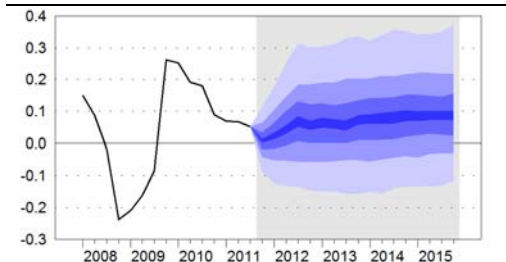
Fuente: BBVA Research

Gráfica 9
Bonos financieros en circulación
miles de millones de dólares reales



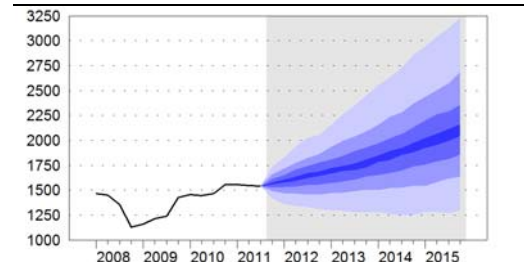
Fuente: BBVA Research

Gráfica 10
Bonos extranjeros en circulación
% anual



Fuente: BBVA Research

Gráfica 11
Bonos extranjeros en circulación
miles de millones de dólares reales



Fuente: BBVA Research

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 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.